

VII. Der Weg zu einem krisensicheren Finanzsystem: Risiken und Chancen

Im vierten Quartal 2008 verschärfte sich die Finanzkrise trotz der seit mehr als einem Jahr erfolgenden umfangreichen Gegenmaßnahmen und griff auf die Realwirtschaft über. Die Zentralbanken hatten kurzfristig Refinanzierungsmittel bereitgestellt, um die notwendigen Anpassungsprozesse im Bankensystem zu erleichtern – doch Bankenverluste sind mit Refinanzierungsmitteln allein nicht in den Griff zu bekommen. Die vermeintliche Liquiditätskrise entpuppte sich nun nämlich als Solvenzkrise. Der Konkurs von Lehman Brothers am 15. September löste einen Run am Interbankkreditmarkt aus, führte zu einer massiven Erhöhung der Unternehmensanleiherenditen und zog eine weltweite Eintrübung des Konsum- und Geschäftsklimas nach sich. Infolgedessen gingen in den Industrieländern die Ausgaben für langlebige Konsumgüter drastisch zurück, was wiederum die aufstrebenden Volkswirtschaften über einen jähen Handelseinbruch und eine Umkehr der Kapitalströme in Mitleidenschaft zog. Die Finanzmärkte reagierten im Gegenzug auf die weltweite Ausbreitung der Rezession mit einem Kursrutsch bei Aktien und Anleihen, von dem nur die sichersten Staatsanleihen verschont blieben.

Die dramatischen Entwicklungen in den letzten dreieinhalb Monaten des Jahres 2008 zwangen die geld-, fiskal- und aufsichtspolitischen Instanzen, an einer zweiten Front den Gefahren für die realwirtschaftliche Entwicklung entgegenzutreten und die Sanierung des Finanzsystems zu forcieren. In weiten Teilen der industrialisierten Welt senkten die Zentralbanken die Leitzinsen auf Rekordtiefs und lockerten in der Folge die Finanzierungsbedingungen noch weiter, indem sie ihre Bilanzen auf unkonventionelle Weise verlängerten. Währenddessen bemühten sich die Finanzministerien um die Umsetzung beispielloser Konjunkturpakete und stellten zusammen mit den Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen Mittel zur Sanierung der Bilanzen der Finanzinstitute bereit.

Daraus resultierte zwangsläufig eine etwas ungeordnete Mixtur von punktuellen Sofortmaßnahmen gegen die Krise mit nach und nach konkretisierten umfassenderen Reformmaßnahmen, die die Weichen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum stellen sollten. Allerdings könnte die langfristige Erholung durch die massiven kurzfristigen Initiativen in zweierlei Hinsicht erheblich gefährdet werden. Erstens besteht die Gefahr, dass die bisherigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu kurz greifen, um das Bankensystem tatsächlich zu sanieren. Zweitens fehlt es an klar formulierten Strategien, wie und wann die geld- und fiskalpolitischen Eingriffe und die Maßnahmen zur Sanierung des Finanzsektors wieder zurückgenommen werden sollen. Das Fehlen solcher Strategien droht den notwendigen makroökonomischen Anpassungsprozess eher zu behindern als zu stützen.

Ein solides Finanzsystem ist nicht nur für ein stabiles, langfristiges Realwachstum entscheidend, sondern auch unabdingbar dafür, dass die expansiven Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur wirklich greifen können. Wie das Beispiel Japans vor einem Jahrzehnt zeigt, können selbst umfassende Konjunkturpakete verpuffen, solange das System der Finanzintermediation nicht wieder funktioniert – solange also nicht wieder dafür gesorgt ist, dass die Finanzmittel problemlos von Sparern zu Investoren fließen und die damit verbundenen Risiken von jenen übernommen werden, die willens und in der Lage sind, sie zu tragen. In einem solchen Fall würde die Staatsverschuldung explodieren, ohne einen nachhaltigen Wirtschaftsaufschwung herbeizuführen. Daher ist es von überragender Bedeutung, dass die Regierungen ihre Anstrengungen zur Sanierung des Finanzsystems fortsetzen, so verlockend es auch sein mag, die Bemühungen vorzeitig einzustellen. Irgendwann, möglicherweise schon bald, wird sich eine Normalisierung der realwirtschaftlichen Entwicklung abzeichnen. Das wird die Hoffnung wecken, dass der Wirtschaftsaufschwung die Sanierung der Bankbilanzen abschließen wird und daher kein weiterer Handlungsbedarf mehr gegeben ist. Doch solange die Finanzintermediäre schwach bleiben, kann die realwirtschaftliche Erholung nicht von Dauer sein.

Angesichts der negativen Wachstumsimpulse, die sich aus dem Zusammenspiel der geld-, fiskal- und aufsichtspolitischen Interventionen ergeben können, bedarf es überzeugender Strategien der staatlichen Instanzen, um die implementierten Maßnahmen wieder zurückzunehmen und u.a. dafür zu sorgen, dass der Staat sein derzeit weitreichendes Engagement im Finanzsystem wieder zurückfährt. Wo die Zentralbanken die Rolle privater Intermediäre übernommen haben, müssen sie sich wieder zurückziehen. Und auch die Ausweitung der Staatsausgaben, die kurzfristig notwendig gewesen sein mag, um den Beschäftigungsabbau und den Produktionseinbruch zu stoppen, wird – wenn sie zu weit geht – eher schaden. Daher ist die Fiskalpolitik jetzt gefordert, ihre mittelfristige Finanzplanung demonstrativ auf langfristige Tragfähigkeit auszurichten.¹

Zu den unmittelbar anstehenden Aufgaben – den Weichenstellungen für die Sanierung der Finanzinstitute und Märkte, der Überwindung der Rezession und der Wiederherstellung der Balance zwischen Staat und Wirtschaft – kommt die schwierige Herausforderung hinzu, die Finanzmarktarchitektur und -politik neu zu gestalten. Um die Vielzahl der Krisenursachen, auf die in Kapitel I näher eingegangen wird, zu beheben, wird ein umfassendes Maßnahmenpaket notwendig sein. Der wirtschaftspolitische Kurs, der zu anhaltenden Leistungsbilanzdefiziten und niedrigen Zinsen geführt hat, muss korrigiert werden. Die Geldpolitik muss die Vermögenspreisentwicklung und das Kreditwachstum unmittelbar einbeziehen. Die vielfältigen mikroökonomischen Ursachen der Krise schließlich – Schwachstellen im Anreizgefüge und bei den innerbetrieblichen Kontrollinstanzen, beim Risikomanagement und bei der Regulierung – erfordern dementsprechend vielfältige Änderungen der Regeln, die für die Märkte gelten.

¹ S. H. Hannoun, „Long-term sustainability versus short-term stimulus: is there a trade-off?“, Vortrag anlässlich der 44. Konferenz der SEACEN-Zentralbankpräsidenten am 7. Februar 2009 in Kuala Lumpur.

Bei all ihren Vorzügen haben die Märkte in einigen sehr wichtigen Punkten versagt. Offenkundig muss das Finanzsystem angesichts der Größe und Komplexität, die es erreicht hat, umfassender reguliert werden, damit sein reibungsloses Funktionieren sichergestellt bleibt.² Der Weg zu einem sicheren und effizienten dezentralen Finanzsystem führt aber nicht einfach über *mehr* Regulierung oder *mehr* Zentralisierung; der Weg führt vielmehr über *bessere* Regulierung und *bessere* Aufsicht, damit der private Sektor entsprechend gefordert ist, Anreizsysteme, Risikomanagement und Unternehmensführung zu verbessern. Die Krise hat außerdem systemweite Risiken aufgedeckt, die von den Hauptbestandteilen des Finanzsystems – den Finanzinstrumenten, den Finanzmärkten und den Finanzinstituten – ausgehen. Durch die Identifizierung, Messung und Entschärfung der Systemrisiken, die allen drei Hauptbestandteilen des Finanzsystems eigen sind, wird es möglich sein, einen robusten regulatorischen Rahmen mit mehrstufigen Sicherheitsvorkehrungen gegen künftige Krisen zu entwickeln.

Finanzsektorsanierung, Fiskalpolitik und Geldpolitik: Kurzfristige Risiken und mögliche Auswege

Die fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen, mit denen weltweit auf die Krise reagiert wurde, sind hinsichtlich ihrer Bandbreite wie auch ihres Umfangs beispiellos. Im Rahmen ihres stark expansiven Kurses werden die G20-Länder ihre Staatsausgaben im Jahr 2009 um durchschnittlich 2% des BIP erhöhen, zusätzlich zur Wirkung der automatischen Stabilisatoren. Spitzenreiter sind die USA, wo sich das Defizit des Bundeshaushalts 2009 gegenüber 2008 um über 8% des BIP erhöhen dürfte.

Die Zentralbanken im Euro-Raum, in Japan, in den USA und im Vereinigten Königreich setzen ihrerseits sowohl konventionelle als auch unkonventionelle geldpolitische Instrumente ein: Sie haben ihre Leitzinsen auf null (oder nahezu null) gesenkt und ihre Bilanzen rasch verlängert. Wie aus Kapitel VI ersichtlich, ist die konsolidierte Bilanzsumme des Eurosystems in den beiden letzten Jahren von €1,2 Bio. auf €1,8 Bio. gestiegen; die Bank of England hat ihre Bilanzsumme mehr als verdoppelt – auf über £ 200 Mrd. –, und für die kommenden Monate sind weitere umfangreiche Erhöhungen geplant; die Federal Reserve schließlich könnte ihre Bilanzsumme von \$ 900 Mrd. Mitte 2008 auf über \$ 3 Bio. im Jahr 2009 erhöhen.

Die Fiskalpolitik, die Finanzaufsicht und die Zentralbanken arbeiten mit vereinten Kräften an der schwierigen Aufgabe, das Finanzsystem zu sanieren. Einiges wurde schon erreicht, wie in Kapitel VI erörtert, doch die Schwierigkeiten sind noch nicht bewältigt. Zieht sich die Sanierung des Finanzsektors länger hin, dann könnte dies die politischen Bemühungen in anderen Bereichen behindern. Geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sind natürlich

² John McMillan weist darauf hin, dass individuelle Anreize und Selbstregulierungskräfte begrenzt sind. Die Existenz einer Schattenwirtschaft beweist zwar, dass Märkte sich selbst organisieren können – aber nur, wenn die Transaktionen überschaubar und einfach bleiben. Jenseits des Schwarzmarktes sind Regeln und eine regulierende Instanz erforderlich. Diese Aufgabe übernimmt der Staat, der Eigentumsrechte schützt und sicherstellt, dass Zusagen eingehalten werden. S. J. McMillan, *Reinventing the bazaar: a natural history of markets*, W. W. Norton, 2002.

weniger effektiv, wenn die Finanzintermediation nicht funktioniert. Und in den aufstrebenden Volkswirtschaften – dem wichtigsten Wachstumsmotor der Weltwirtschaft im letzten Jahrzehnt – bleiben die Wachstums- und Entwicklungsaussichten getrübt, solange sich die international tätigen Finanzinstitute nicht wieder stärker engagieren.

Mit den beispiellosen Hilfsmaßnahmen gehen auch erhebliche Risiken einher. Der folgende Überblick veranschaulicht, mit welchen Problemen die öffentlichen Entscheidungsträger in den kommenden Monaten und Jahren bei der Sanierung des globalen Wirtschafts- und Finanzsystems konfrontiert sein werden.

Risikofaktoren bei der Sanierung des Finanzsektors: Hilfspakete

Hinsichtlich der Hilfspakete für das Finanzsystem, die von Garantien, Übertragungen von Vermögenswerten und Kapitalzuführungen bis zur Verstaatlichung reichen, steht die Politik vor der Herausforderung, zum einen die Effektivität der Maßnahmen sicherstellen und zum anderen die Maßnahmen letztlich zurücknehmen zu müssen.

Vergangene Banken Krisen haben gezeigt, dass die frühzeitige Bilanzwirksamkeit von Verlusten, kombiniert mit rascher, umfassender Intervention und Sanierung, entscheidend für eine zügige Erholung ist (Kasten VI.B). Das Kreditgeschäft wird sich nicht normalisieren, bis in einem transparenten Prozess die Bilanzen saniert und die Banken rekaptalisiert sind. In der aktuellen Krise erfolgte der Fortschritt bei der Lösung dieser Probleme aber nur schleppend, was die Marktteilnehmer verunsichert hat. Damit war nämlich schwer einschätzbar, wer in welchem Umfang von Verlusten betroffen war und wann diese Verluste bilanzwirksam würden. Diese Unsicherheit hat einzig Bedenken geschürt und die staatlichen Bemühungen, das Vertrauen in den Finanzsektor wiederherzustellen, behindert.

Neben der Notwendigkeit energischerer Bemühungen des Staates zur Sanierung insolventer Banken werden die Finanzintermediäre ihre Refinanzierungsmodelle anpassen müssen, da außerbilanzielle Zweckgesellschaften wieder in die Bilanzen eingegliedert, Verbriefungen schwieriger und Kapitalmarktfinanzierungen teurer werden. Im Ergebnis werden die Finanzinstitute nicht nur kleiner und weniger stark verschuldet sein; ihre Eigentümer werden sich auch an niedrigere Renditen gewöhnen müssen.

Die staatlichen Subventionen und Kontrollübernahmen, mit denen das Grundproblem der Banken – die Sanierung der Bilanzen – nicht in den Griff zu bekommen war, haben die Staatsfinanzen belastet und die Wettbewerbsbedingungen im Inland wie auch auf internationaler Ebene verzerrt. Dadurch sind bislang gut geführte, solide Banken und andere kreditwürdige Schuldner insofern benachteiligt, als sie nun gegenüber staatlich subventionierten oder kontrollierten Instituten vergleichsweise riskant erscheinen. Letztlich könnte der mangelnde politische Wille zur raschen Sanierung der Banken, von denen sich viele jetzt zu einem großen Teil in Staatsbesitz befinden, die wirtschaftliche Erholung verzögern.

Die Banken müssen wieder Kredite vergeben, zugleich jedoch kleiner, einfacher und sicherer werden. Aber auch hier gilt: Die bisherigen staatlichen

Hilfspakete sind selbst dort, wo sie dringend notwendig waren, für diesen erforderlichen Anpassungsprozess offenbar kontraproduktiv. Da die Hilfspakete den Banken Zugang zu Fremdkapital und neuem Eigenkapital verschafft haben, ist das Management nun nicht gezwungen, die harten Entscheidungen zu treffen, die notwendig wären, um die Bilanzen über eine Verringerung der Fremdkapitalquote zu verkürzen und mittels Veränderungen der Bilanzstruktur Risiken abzubauen. Indem der Staat die Übernahme angeschlagener Banken durch andere Banken fördert (wie auch in früheren Krisen vielfach beobachtet), leistet er der Entstehung großer und komplexer Finanzinstitute Vorschub, deren Risikoprofil möglicherweise für das Management unüberschaubar wird. Ungeachtet der fast überall gehegten Bedenken hinsichtlich von Instituten, die allein aufgrund ihrer Größe systemkritisch („too big to fail“) sind, erhöhen die kurzfristigen staatlichen Eingriffe die Konzentration im Finanzsektor und somit das Systemrisiko.

Wie die unterschiedlichen nationalen Hilfsprogramme am besten zurückgefahren werden, hängt natürlich zunächst von der Art der gewährten Unterstützung ab. Das Auslaufen von erweiterten Einlagensicherungen und Anleihegarantien lässt sich mit Befristungen garantieren. Bei den staatlichen Kapitalzuführungen ergibt sich der Anreiz zur raschen Rückzahlung allein schon aus den oft harten Bedingungen. Der schwierigste Fall sind die verstaatlichten oder quasiverstaatlichten Banken. Selbst wenn sie zügig saniert und verkauft werden, dürften die notleidenden Aktiva noch geraume Zeit die Staatsfinanzen belasten.

Insgesamt ist es unabdingbar, dass die staatlichen Stellen die Sanierung des Finanzsystems entschlossen und zügig in Angriff nehmen. Es muss ein unmissverständliches Bekenntnis dazu geben, dass dieses Projekt abgeschlossen wird, und es muss auch klar sein, wann und zu welchen Bedingungen die in der Krise getroffenen Maßnahmen wieder zurückgenommen werden. Genauso wie die Zentralbanken den Finanzmärkten Raum geben müssen, damit sie ihre angestammte Rolle wieder übernehmen können, müssen die staatlichen Stellen die Finanzinstitute konsequent wieder in Privatbesitz und private Kontrolle überführen. Und bei alledem ist darauf zu achten, dass letztlich wieder ein System mit funktionierendem Wettbewerb gewährleistet ist.

Der Staat muss sich wieder zurückziehen – darf dies aber nicht unverrichteter Dinge tun. Die Sanierungsarbeiten müssen konsequent umgesetzt werden, auch wenn sich tatsächlich bereits eine realwirtschaftliche Erholung abzeichnen sollte. Im Hinblick auf die Sanierung des Finanzsystems liegt das Risiko nicht darin, zu weit zu gehen, sondern zu früh aufzuhören.

Risikofaktoren bei der Sanierung des Finanzsektors: Regulierung des Bankensektors

Mittelfristig zielen die Reformbemühungen der Bankenaufsicht darauf ab, die regulatorischen Anforderungen in Bezug auf Eigenkapital und Liquidität besser zu steuern, einfachere Methoden zur Messung der Verschuldungsquote zu entwickeln sowie die Einschätzung komplexer Risiken zu verbessern. Ein weiteres Thema ist die krisenbedingte Bedrohung des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts.

Die Anleger zeigen bei ihrer Beurteilung von Finanzinstituten ein hohes Maß an Risikoaversion und verlangen mehr und qualitativ besseres Eigenkapital (sowohl im Verhältnis zur Bilanzsumme als auch im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva), als gemäß den Eigenkapitalbestimmungen eigentlich erforderlich wäre.

Wie in Kapitel VI erörtert, hat das Bestreben, kurzfristig für stabile Verhältnisse zu sorgen, einige schwierige Fragen hinsichtlich der Verzerrung von Anreizen (Moral Hazard) aufgeworfen. Indem Rettungspakete die Aktionäre und Gläubiger von Großbanken vor Verlusten schützen sowie Vergütungen von Managern und Händlern nach oben begrenzen, sinkt unternehmensintern und -extern der Anreiz, künftig die Übernahme von Risiken zu überwachen.

Bei der Einschätzung von Risiken könnten mit dem Versuch, Probleme zu lösen, paradoxerweise neue Probleme geschaffen werden. Denn wie zuvor erläutert, erhöhen die Hilfspakete die Konzentration im Finanzsektor und das Systemrisiko und untergraben so die Aufsichtsreformen, mit denen gerade versucht wird, diese Risiken besser in den Griff zu bekommen. Zum Glück ist das Bewusstsein für diese Gefahr in vielen Ländern vorhanden, und es wird nach Lösungen gesucht. Tatsache ist, dass die Ansprüche an das Risikomanagement überdurchschnittlich stark steigen, je komplexer ein Finanzinstitut wird. Ein großer, integrierter Finanzkonzern hat heute hunderte von Tochtergesellschaften, die alle praktisch unabhängig operieren – keiner kann nachvollziehen, was jede einzelne Gesellschaft tut, geschweige denn, welche Wechselwirkungen im Ernstfall entstehen. Ein konzernweites Risikomanagement erscheint in solchen Fällen als Ding der Unmöglichkeit. Darüber hinaus sind manche Banken nicht nur wegen ihrer Größe systemkritisch, sondern auch wegen ihrer Verknüpfung mit zahlreichen anderen Instituten („too interconnected to fail“). Die zuständigen Instanzen müssen darauf dringen, dass die Geschäfte der Institute nachvollziehbar bleiben – sowohl für das Management als auch für Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen. In Zukunft darf ein Finanzinstitut, das allein aufgrund seiner Größe oder seiner Verknüpfung mit anderen Instituten systemkritisch ist, gar nicht existieren.

Im Zusammenhang mit der Komplexität ist auch die internationale Dimension des Bankgeschäfts zu thematisieren. Globale Banken sind in Dutzenden von Ländern aktiv – Citigroup etwa führt auf ihrer Website Standorte in exakt 100 Ländern auf. Die Existenz weltweit tätiger Intermediäre verbessert die Effizienz des Finanzsystems: Internationale Banken verringern die Notwendigkeit physischer Nähe zwischen Geldgebern und Schuldern und erleichtern so den Güter- und Dienstleistungsverkehr wie auch den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr. Doch angesichts der Erfahrung, dass in ausländischem Eigentum stehende Banken ihre Aktivitäten während der Krise eingeschränkt haben, werden möglicherweise die nationalen Behörden Auslandsbanken künftig den Zugang zum Inlandsmarkt erschweren. Der Trend könnte ohne Weiteres dahin gehen, dass nationale Aufsichtsinstanzen ihr Finanzsystem vermehrt gegen einen hastigen Rückzug von Auslandsbanken absichern. Ein solcher Finanzprotektionismus würde den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr erschweren und damit zu einem Rückgang im Güter-

und Dienstleistungsverkehr führen, was wiederum Wachstum und Entwicklung bremsen würde.

Diese Überlegungen lassen sich auf den Punkt bringen: Die Politik muss im Spannungsfeld zwischen Stabilität und Effizienz agieren. Geringere Anreizverzerrungen und kleine, überschaubare Finanzinstitute mit einem begrenzten internationalen Wirkungskreis ziehen nämlich auch einen Verlust an Größen- und Verbundvorteilen nach sich. Ein sichereres und stabileres Finanzsystem könnte letztlich also durchaus ein weniger effizientes sein. In diesem Sinn ist es von wesentlicher Bedeutung, dass das System auf eine Weise ausgestaltet wird, dass es bei all den Auflagen zur Risikobegrenzung so effizient wie möglich bleibt.

Fiskalpolitische Risiken

Was die Fiskalpolitik betrifft, so wird die Wirksamkeit von Konjunkturpaketen kurzfristig beeinträchtigt, weil das Finanzsystem angeschlagen ist und auch weil die Notwendigkeit für einen expansiveren fiskalpolitischen Kurs und der diesbezügliche Spielraum von Land zu Land unterschiedlich sind. Aufgrund des Umfangs der Ausgabenprogramme kommen längerfristige Risiken hinzu, die im Zusammenhang mit dem Zurückfahren der Maßnahmen und ihrer Tragfähigkeit auf lange Sicht stehen.

Die Notwendigkeit einer expansiveren Fiskalpolitik hängt u.a. davon ab, welche Wachstumsimpulse tatsächlich von einer bestimmten fiskalischen Expansion ausgehen. So fällt der Wachstums- und Beschäftigungseffekt einer fiskalischen Expansion im Ausmaß von z.B. 1% des nationalen BIP aus mindestens zwei Gründen je nach Land anders aus: wegen unterschiedlicher Wirtschaftsstrukturen und wegen der unterschiedlichen einnahmen- und ausgabenseitigen Zusammensetzung der Pakete.

Der Spielraum, den ein Land zur fiskalischen Stimulierung hat, lässt sich anhand des Schuldenstands im Verhältnis zum BIP messen. In den meisten großen Industrieländern (Deutschland, Frankreich, den USA und dem Vereinigten Königreich) lag die Schuldenquote vor der Krise zwischen 60% und 70%, in einigen Ländern (z.B. Italien und Japan) aber über 100%. Während es naheliegen würde, zu vermuten, dass höher verschuldete Länder auch weit weniger haushaltspolitischen Spielraum haben, hat diese Differenz (wie in Kapitel VI erörtert) in den meisten Ländern die Möglichkeiten zur Verschuldung bisher nicht beeinträchtigt. Zukünftig könnte der expansive Kurs die Finanzierungskosten aber rasch in die Höhe treiben.

Beim derzeitigen Kurs ist das Risiko hoch, dass die Fiskalpolitik über das Ziel hinausschießt – selbst in den Volkswirtschaften mit dem größten Verschuldungsspielraum. Ein zentraler Grund dafür ist, dass Maßnahmen dann am vielversprechendsten und zugleich am wenigsten riskant sind, wenn sie *zeitnah* und *gezielt*, aber *zeitlich begrenzt* eingesetzt werden – was wiederum Attribute sind, die fiskalpolitische Maßnahmen in Demokratien höchst selten auszeichnen. Eine zeitnahe Reaktion der Fiskalpolitik wird durch den Gesetzgebungsprozess und die großen logistischen Herausforderungen der Verteilung von Mitteln enormen Umfangs erschwert. Gezielte Programme sollten die gesamtwirtschaftlichen Ausgaben am ehesten ankurbeln können,

sind aber politisch weniger attraktiv als solche, von denen die breite Masse profitiert. Und Steuersenkungen und Ausgabenerhöhungen sind nun mal populärer als Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen, weshalb ein einmal eingeschlagener expansiver Kurs in der Regel nicht so schnell wieder korrigiert wird und langfristig defiziterhöhend wirkt.

Bei den großen Konjunkturpaketen kommen noch verschiedene mittelfristige Risiken hinzu, die von öffentlichen Entscheidungsträgern bereits jetzt berücksichtigt werden müssen. Zum einen besteht die Gefahr, dass die Grenze der öffentlichen Verschuldungsfähigkeit erreicht wird, ehe die kostspielige Sanierung des Finanzsystems abgeschlossen ist. Zum anderen ist auf jeden Fall denkbar, dass die Konjunkturprogramme die realen Zinssätze und die Inflationserwartungen in die Höhe treiben. Noch erscheinen diese Risiken gering, weil der private Sektor angesichts der Krise mehr spart und weniger investiert und weil es im Produktionsbereich erhebliche Überkapazitäten gibt. Im Zuge der Normalisierung der Lage werden sich diese Risiken aber schnell verschärfen, mit der möglichen Konsequenz, dass die Zinssätze abrupt steigen und die Wechselkurse stark schwanken.

Haushaltsdefizite können die realen Zinssätze im Sinne eines klassischen Verdrängungsprozesses in die Höhe treiben, indem höhere Staatsausgaben für Güter und Dienstleistungen dazu führen, dass im Privatsektor weniger investiert wird. Die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte lassen es plausibel erscheinen, dass ein dauerhafter Anstieg der weltweiten Schuldenquote in Relation zum BIP um 10 Prozentpunkte die realen Zinssätze auf lange Sicht um knapp 0,4 Prozentpunkte erhöhen würde.³

Haushaltsdefizite können außerdem die Inflationserwartungen erhöhen. Zwar verweigern Staaten selten den Schuldendienst.⁴ Allerdings haben sie es in der Hand, die Schuldenlast zu verringern, indem sie günstigere Rückzahlungsbedingungen aushandeln oder, wie nach dem Zweiten Weltkrieg geschehen, die Inflation unerwartet stark in die Höhe treiben.⁵ Den Anleiheinvestoren ist all dies natürlich bewusst; daher ist denkbar, dass die Nominalzinssätze anziehen, sobald sich eine Verbesserung der realwirtschaftlichen Entwicklung abzeichnet – mit dem Effekt, dass der Verlauf der Zinsstrukturkurve deutlich steiler wird und die Erholung im Keim erstickt würde. Zum jähen Anstieg der langfristigen Nominalzinssätze könnten darüber hinaus Umschichtungen in internationalen Anlageportfolios, die die Wechselkursvolatilität erhöhen, hinzukommen.

Konjunkturprogramme können noch über einen weiteren Kanal zu einem Anstieg der langfristigen Nominalzinssätze führen. Wie in Kapitel VI angemerkt, erschüttert eine lang anhaltende reale Stagnation womöglich den Glauben an die wachstumsfördernde Wirkung einer expansiven Fiskalpolitik. Eine lange

³ S. C. Freedman, M. Kumhof, D. Laxton und J. Lee, „The case for global fiscal stimulus“, *IMF Staff Position Note*, Nr. SPN/09/03, März 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0903.pdf.

⁴ S. C. Reinhart und K. Rogoff, „This time is different: a panoramic view of eight centuries of financial crises“, *NBER Working Papers*, Nr. 13882, März 2008, www.nber.org/papers/w13882.

⁵ Weitere Einzelheiten dazu s. C. Reinhart und K. Rogoff, „The forgotten history of domestic debt“, *NBER Working Papers*, Nr. 13946, April 2008, www.nber.org/papers/w13946.

Phase schleppenden Wachstums könnte zur allgemeinen Einschätzung führen, dass staatliche Haushaltsdefizite noch jahrelang hoch bleiben werden. In einem solchen Fall würden langfristige Staatsanleihen möglicherweise für private und institutionelle Anleger an Attraktivität verlieren. Dies würde die Zinssätze und damit auch die Finanzierungskosten ansteigen lassen. In diesem Fall müssten umgehend die Ausgaben gesenkt und die Steuern erhöht werden, um wieder auf einen langfristig tragfähigen Entwicklungspfad zurückzukommen. Die Ausweitung der Spreads auf Staatsanleihen und die jüngst angedrohten Ratingherabstufungen für Industrieländer sind Warnzeichen, dass ein rasanter Anstieg der langfristigen Nominalzinssätze ein erhebliches Risiko darstellt.

Somit ist es zwar einerseits ausgesprochen wichtig, die Auswirkungen der weltweiten Rezession durch einen expansiven fiskalpolitischen Kurs abzufedern und so die Phase bis zur Erholung zu überbrücken. Andererseits ist es aber unabdingbar, dass diese Programme mit der langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen vereinbar sind. Damit müssen Programme zur Ankurbelung der Realwirtschaft und der Kreditvergabe zwei Ansprüche erfüllen: 1) Im Rahmen der Programme selbst muss explizit und glaubwürdig geregelt sein, dass sie auslaufen; 2) eine ökonomische Neuausrichtung hin zu höherer Ersparnis und geringerer Verschuldung muss in die Wege geleitet werden.

Hinsichtlich der zeitlichen Begrenzung lässt sich ohne Weiteres ein Programm konzipieren, bei dem Maßnahmen automatisch auslaufen, sobald das Beschäftigungsniveau wieder dem langfristigen Trend entspricht. Problematisch ist hingegen die Glaubwürdigkeit einer solchen Regelung – schließlich sind rein politische Versprechungen noch lange keine Garantie, da sie einfach gebrochen werden können. Trotzdem müssen alle Programme nach Möglichkeit nachhaltig ausgelegt sein. Gegebenenfalls muss zumindest die Auflage, die Maßnahmen letztlich wieder zurückzufahren, so bindend wie möglich formuliert sein.

Hinsichtlich der ökonomischen Neuausrichtung sei daran erinnert, dass die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte und der Finanzinstitute in der Krise eine zentrale Rolle gespielt hat. Damit die Wirtschaft wieder auf einen stabilen Wachstumspfad zurückkehrt, muss die Neuverschuldung zurückgehen: Die privaten Haushalte müssen also mehr sparen, und die Schuldenquote im Finanzsektor muss reduziert werden. Fiskalpolitische Maßnahmen zur Ankurbelung des Verbrauchs und der Kreditaufnahme können diesen notwendigen, aber schwierigen Neuausrichtungsprozess offensichtlich behindern.

Geldpolitische Risiken

Man kann wohl sagen, dass die Geldpolitik – mit ihren beispiellosen Zinssenkungen und Bilanzverlängerungen (Näheres dazu in Kapitel VI) – weit außerhalb des von ihr bevorzugten Tätigkeitsfelds agiert. Mit den ergriffenen Maßnahmen ist eine Vielzahl ökonomischer Risiken verbunden. Einerseits könnten sie nicht ausreichen, um die Konjunktur wieder anzukurbeln; andererseits könnte es schwierig werden, die Maßnahmen rechtzeitig

zurückzufahren, um einen Inflationsschub zu verhindern, sobald sich die Wirtschaft und der Arbeitsmarkt wieder erholen.

Es herrscht weitgehend Einigkeit darüber, dass die Zentralbanken angesichts der schwer angeschlagenen Banken und Märkte keine andere Wahl hatten, als kurzfristig und im großen Stil als Intermediär am Interbankmarkt einzuspringen. Bilanzverlängerungen sind zwar theoretisch unbegrenzt möglich, allerdings könnten sie, noch ehe der Bedarf der Wirtschaft gedeckt ist, an die Grenzen dessen stoßen, was praktikabel und wünschenswert ist.

Wenn dann der Wirtschaftsaufschwung zum Tragen kommt, stellt sich die Frage, wie die Zentralbanken damit beginnen können, die Leitzinsen zu erhöhen und ihre umfangreichen geldpolitischen Interventionen abzubauen. Die technischen Probleme sind dabei weit leichter zu lösen als die politischen. In operativer Hinsicht sind die jetzt aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken nicht unbedingt ein Hindernis beim Übergang in eine Wachstumsphase. Zu gegebener Zeit können die Zentralbanken die Finanzierungsbedingungen straffen, entweder indem sie den Leitzins anheben oder indem sie selbst Anleihen begeben, um Überschussreserven abzuschöpfen, während sie in der Krise angekaufte schwer verkäufliche Aktiva in ihren Büchern behalten.⁶ Auf diese Weise können sie die unkonventionellen Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik elegant zurücknehmen, auch wenn sich der Umfang der Zentralbankbilanzen wegen der angekauften illiquiden Vermögenswerte wahrscheinlich noch geraume Zeit nicht verringern wird.

Die Bestimmung des Zeitpunkts und auch die politische Durchsetzung eines solchen Rückzugs dürfte sich allerdings schwierig gestalten. Die Geschichte zeigt: Wenn es darum geht, einen Aufschwung zu stabilisieren, dann reagieren die – von der Politik stets kritisch betrachteten – geldpolitischen Entscheidungsträger tendenziell mit Verzögerung, d.h. sie verschärfen die Finanzierungsbedingungen nur langsam aus Furcht, zu früh oder zu energisch einzugreifen. Gerade weil die aktuelle geldpolitische Lockerung als Reaktion auf eine beinahe katastrophale Krise erfolgte, dürften die Bedenken der Zentralbankvertreter, zu früh umzusteuern, besonders groß sein und damit das Risiko erhöhen, dass zu spät gestrafft wird. Deshalb besteht die große und berechtigte Sorge, dass die drastische geldpolitische Lockerung, ehe sie zurückgenommen werden kann, zu einer Ausweitung der breiteren Geldmengen- und Kreditaggregate führt. Der höhere Geld- und Kreditumlauf wird inflationstreibend wirken, was wiederum die Inflationserwartungen erhöht, oder er könnte die neuerliche Herausbildung einer Vermögenspreisblase begünstigen und so den Grundstein für den nächsten Boom-Bust-Zyklus im Finanzsektor legen.

Schließlich müssen die Zentralbanken unbedingt ihre Intermediationsleistungen am Interbankmarkt einstellen. Indem sie den angeschlagenen Märk-

⁶ Was die erste Option betrifft, so erleichtern die ständigen Fazilitäten, die die Geschäftsbanken nutzen können, um Überschussreserven verzinst bei der Zentralbank anzulegen, eine rasche Zinsanhebung. Für die zweite Option wäre alternativ denkbar, dass das Finanzministerium Staatsanleihen begibt und die Erlöse bei der Zentralbank deponiert. In diesem Fall müssten die beiden Instanzen eng kooperieren, um so den Zusammenhang zwischen der Bilanzpolitik der Zentralbank und der staatlichen Schuldenverwaltung deutlich zu machen.

ten und Instituten Intermediationsaufgaben weitgehend abnehmen, haben die Zentralbanken dem Risiko Vorschub geleistet, dass der private Sektor außerstande sein könnte, diese Aufgaben in absehbarer Zeit und ohne Friktionen wieder selber zu erfüllen oder sie in neuer Form in Angriff zu nehmen. Nicht nur Commercial Paper und einfache Formen der Verbriefung müssen reaktiviert werden, sondern auch Marktmacher und Arbitrageure. Alle Maßnahmen, mit denen Vertreter des öffentlichen Sektors Akteure des privaten Sektors zeitweise ersetzen, müssen letztlich immer darauf ausgerichtet sein, die Rückgabe an den privaten Sektor zu ermöglichen.

Da die Zentralbanken sich veranlasst sahen, schnell und außerhalb ihrer traditionellen Einflussosphäre aktiv zu werden, waren sie nicht in der Lage, die organisations- und wirtschaftspolitischen Implikationen dieser Maßnahmen genau abzuschätzen. Dies hat dazu geführt, dass ihre Maßnahmen auf lange Sicht bedeutende politische Risiken beinhalten.

Einerseits hat die Geldpolitik durch ihre Unterstützung bestimmter Branchen und Schuldner zulasten anderer ungleiche Wettbewerbsbedingungen geschaffen. Traditionell operieren Zentralbanken an sehr großen, hochliquiden Märkten, um unparteiisch zu handeln und Preisverzerrungen zu verhindern. Doch in der gegenwärtigen Lage ist Neutralität gegenüber unterschiedlichen Vermögenswerten („asset neutrality“) schlicht nicht möglich.

Andererseits haben die von Zentralbanken geschaffenen außerordentlichen Kreditfazilitäten und die Fazilitäten zum Ankauf von Aktiva die herkömmliche Unterscheidung zwischen Geld- und Fiskalpolitik und damit zwischen dem Handeln von Zentralbanken und dem der Regierungen verwischt. Einige der riskanteren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen könnten am Ende zu hohen Verlusten führen, die der Steuerzahler übernehmen muss. Solche Verluste könnten eine gefährliche Reaktion gegen die Struktur des Zentralbankwesens, in der ernannte Funktionsträger unabhängig von den gewählten Regierungen handeln, lostreten.

Worauf es ankommt: Beharrlichkeit und Nachhaltigkeit

Die Finanzaufsicht, die Fiskalpolitik und die Zentralbanken sind mit enormen Risiken konfrontiert. Um eine Verschärfung und Verschleppung der Krise zu vermeiden, müssen sie schnell handeln und möglichst keine Maßnahmen ergreifen, die den Anpassungsprozess behindern oder zu zusätzlichen Verzerrungen im Finanzierungskreislauf führen. Der Staat wird versucht sein, Branchen, die schrumpfen müssen, zu subventionieren – aber ein Versagen am Markt muss zugelassen werden. Außerdem gibt es einen Anreiz für den Staat, Banken zur Vergabe von Krediten an Kunden zu ermutigen, die weniger Schulden machen sollten – aber Schulden lassen sich nicht durch neue Kredite abbauen. Schließlich wird der Staat versucht sein, bei insolventen Instituten ein Auge zuzudrücken und sie weiterbestehen zu lassen – aber die Erfahrung hat uns schmerzhaft gelehrt, dass schwer angeschlagene Banken entweder geschlossen oder möglichst schnell saniert werden müssen. In all diesen Fällen müssen die Regierungen begreifen, dass sie eigentlich nur dann im Interesse der Bürger handeln, wenn sie trotz politischer Kontroversen auf rasche Lösungen dringen.

Aufbau eines widerstandsfähigeren Finanzsystems

Während Notärzte vor allem das Leben ihrer Patienten retten wollen, steht in anderen medizinischen Bereichen die längerfristige Therapie im Vordergrund. Diese Situation lässt sich auf das Finanzsystem übertragen, das nun quasi in der Notaufnahme liegt. Die Politik ist einerseits noch mit dem Krisenmanagement beschäftigt, andererseits wird aber auch schon an einem stabilen Finanzsystem gearbeitet, das die Entstehung von Krisen weniger wahrscheinlich und weniger folgenreich machen soll.

Ein perfektes, vollkommen krisensicheres Finanzsystem – das im Krisenfall aus eigener Kraft „normal“ funktionsfähig bleiben kann – ist unmöglich zu erreichen, und zwar aus zwei Gründen: Zum einen ist da die Innovation, ohne die es keinen Fortschritt gibt; zum anderen stoßen wir an die Grenzen der menschlichen Vorstellungskraft, insbesondere bei der Komplexität der dezentralisierten Finanzwelt. Dennoch müsste es möglich sein, nachhaltigere Strukturen zu schaffen, wenn der Staat die wirtschafts-, regulierungs- und aufsichtspolitischen Rahmenbedingungen optimiert und zugleich der private Sektor Anstrengungen unternimmt, Unternehmensführung und Risikomanagement zu verbessern. Ein solider Rahmen für die Stabilität des Finanzsystems umfasst sowohl eine Wirtschaftspolitik, die Vermögenspreisbooms und Kreditzyklen entgegenwirken kann, als auch einen systemorientierten Aufsichtsansatz, bei dem Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen eine systemweite Perspektive einnehmen.

Grundvoraussetzung für die Schaffung von Rahmenbedingungen, die das Finanzsystem stabiler und weniger krisenanfällig machen, ist die Ermittlung von systemkritischen Schwachstellen, d.h. von Aspekten, die – falls sie nicht funktionieren – möglicherweise das ganze System zusammenbrechen lassen. Wenn im Reformprozess diese Systemrisiken erkannt und gemindert werden können und gleichzeitig Akteure des privaten Sektors zu verantwortungsbewusstem Verhalten motiviert werden, ist das System als Ganzes weniger störungsanfällig und widerstandsfähiger, sogar wenn einmal größere Probleme auftreten.

Besserer Umgang mit Systemrisiken im Finanzsystem

Systemrisiken gehen von allen drei Hauptbestandteilen des Finanzsystems aus: von den *Finanzinstrumenten* (u.a. Krediten, Anleihen, Aktien und Derivaten), von den *Finanzmärkten* (vom bilateralen außerbörslichen Handel bis zu den organisierten Börsen) und von den *Finanzinstituten* (u.a. Banken, Wertpapierhändlern, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds). Dementsprechend muss ein umfassendes Konzept zur Sicherstellung der Finanzstabilität auf der Analyse dieser drei Bestandteile basieren, weil die von allen drei Bereichen ausgehenden Risiken entschärft werden müssen, wenn das Finanzsystem gegen einen Zusammenbruch gefeit sein soll. Denn wird nur in einem Bereich Risikovorsorge betrieben, ist noch keine Gewähr für die Sicherheit der anderen Bereiche gegeben. Alle drei Hauptbestandteile des Finanzsystems stabiler und widerstandsfähiger gegenüber systemweiten Ereignissen zu machen verringert außerdem das Problem eines löchrigen regulatorischen Rahmens. Kein Teil des Finanzsystems sollte sich einer angemessenen Regulierung entziehen können.

Bei der Sicherung der Finanzstabilität gilt es auch Externalitäten zu beachten – also sämtliche nicht nach dem Verursacherprinzip getragenen, sondern Dritten aufgebürdeten Kosten. Beim Systemrisiko spielen zwei Externalitäten eine wesentliche Rolle. Die erste Externalität ist gegeben, wenn mehrere Finanzinstitute aufgrund *zusammenhängender Engagements* zeitgleich ausfallen – entweder infolge von Schocks, die ihren Ursprung außerhalb des Finanzsystems haben, oder infolge von Verflechtungen zwischen Finanzintermediären. Beispiele für Schocks sind etwa ein Kredit- oder Liquiditätsschock bzw. eine Kombination dieser beiden mit entsprechenden Wechselwirkungen. Verflechtungen hingegen ergeben sich aus dem komplexen Netzwerk an Transaktionen, die tagtäglich abgewickelt werden. Die zweite Externalität wird als *Prozyklizität* bezeichnet. Dabei geht es um den Effekt, dass die Entwicklungen in Finanzsystem und Realwirtschaft einander gegenseitig aufschaukeln; auf diese Weise verstärken sie die Ausprägungen von Hausse- und Baissephasen und untergraben die Stabilität sowohl des Finanzsektors als auch der Realwirtschaft. Wenn das Finanzsystem hinsichtlich aller seiner Hauptbestandteile – Instrumenten, Märkten und Instituten – gut aufgebaut wird, kann die Destabilisierungsgefahr, die von diesen Externalitäten ausgeht, entsprechend reduziert werden.

Sind die Ursachen des Systemrisikos ermittelt, können in einem nächsten Schritt institutionelle Mechanismen geschaffen werden, die die Sicherheit erhöhen. Das heißt, der Staat muss explizite Verbote (die aber die Ausnahme sein sollten) aussprechen und Vorschriften erlassen, um Tätigkeiten entsprechend den Systemrisiken, die sie verursachen, mehr oder weniger kostspielig zu machen. In der nachfolgenden Erörterung werden verschiedene Vorgehensweisen vorgeschlagen, mit denen die Systemrisiken aufgrund von Instrumenten, Märkten und Instituten reduziert werden könnten. Diese drei Hauptbestandteile des Finanzsystems sind jedoch untrennbar miteinander verflochten (Kapitel III). Es gibt z.B. keine klare Abgrenzung zwischen bankbasierten und marktbasieren Intermediationssystemen, und Finanzinstrumente sind an Märkten wie auch in den Bilanzen (oder auch außerhalb der Bilanzen) der Institute präsent. Daher sind die hier vorgeschlagenen Maßnahmen als zusammenhängend anzusehen.

Verbesserung der Sicherheit von Finanzinstrumenten

Die Undurchsichtigkeit, Komplexität und die schiere Zahl mancher Instrumente können zu systemweiten Problemen führen. Die jüngsten Beispiele solcher Instrumente waren die verschiedenen strukturierten Produkte, einschließlich verbriefter Subprime-Hypotheken, die schwer zu verstehen, zu bewerten und zu verkaufen waren. Komplexe, undurchsichtige Instrumente stellen eindeutig eine Quelle von Systemrisiken dar. Erstens sind sie mit dem offensichtlichen Problem behaftet, dass Bewertungen des mit ihnen verbundenen Risikos kaum verlässlich sind. Und wenn eine Bewertung ungenau ist, dann erschwert dies nicht nur das Risikomanagement innerhalb eines einzelnen Finanzinstituts, sondern es macht auch die ohnehin nicht leichte Aufgabe, zusammenhängende Engagements zu bewerten, noch schwieriger. Wie können staatliche Instanzen (oder auch irgendjemand sonst) wissen, ob

ein wenig diversifiziertes Portfolio oder eine Reihe von Kontrahentenbeziehungen das Systemrisiko gemeinsamer Ausfälle in sich bergen, wenn sie nicht einmal die Finanzinstrumente selbst verstehen können?

Das zweite Systemrisiko, das mit solchen Instrumenten verbunden ist, ist ihre Eigenschaft, die prozyklische Natur des Finanzsystems zu verstärken. Boomphasen sind in der Regel Zeiten der Innovation im Finanzsektor. Wenn alles gut läuft, sind Unternehmen und Individuen experimentierfreudiger. Sie entwickeln neue, noch unerprobte Finanzinstrumente, die schwer zu verstehen und zu bewerten sind. Aber die Käufer dieser neuen Finanzprodukte können dazu verleitet werden, zu glauben, Innovation und Originalität bedeuteten Sicherheit. Und die Verkäufer haben kaum Interesse daran, sie vom Gegenteil zu überzeugen. Die Folge ist, dass während eines Booms die florierende Finanzinnovation dazu tendiert, verborgene, unterbewertete Risiken zu schaffen. Wenn die Anspannungen dann zunehmen und der Boom sich abzuschwächen beginnt, kommen zuvor unsichtbare Risiken ans Licht und verstärken den Abschwung noch. Obschon eine unbestreitbare Quelle des Fortschritts, kann die Innovation im Finanzsektor auf diese Weise auch Prozyklizität und Systemrisiken hervorbringen.

Im Spannungsfeld zwischen Innovation und Sicherheit bei Finanzinstrumenten muss Raum für Fortschritt gegeben sein. Zugleich muss aber sichergestellt werden, dass ein neues Instrument nicht das System als Ganzes schwächen kann. Für ein ausgewogenes Verhältnis könnte eine Art Produktregistrierung sorgen, die den Zugang von Anlegern zu Finanzinstrumenten in Abhängigkeit von deren Sicherheitsgrad einschränken würde. Wie bei der kontrollierten Abgabe von Medikamenten wären die sichersten Wertpapiere analog zu den rezeptfreien Medikamenten für jedermann frei erhältlich. Finanzinstrumente der nächsten Stufe dürften, analog zu verschreibungspflichtigen Medikamenten, nur von dazu berechtigten Anlegern erworben werden. Danach kämen Papiere, die nur in begrenzten Mengen an überprüfte Individuen und Institute abgegeben würden, wie Wirkstoffe, mit denen noch experimentiert wird. Die letzte Stufe schließlich wären Wertpapiere, die als illegal gelten würden. Die Registrierung eines neuen Instruments bzw. der Aufstieg eines bestehenden Instruments in die nächsthöhere Sicherheitsstufe wäre erst nach erfolgreichen Tests möglich – analog zu klinischen Tests bei Medikamenten. Diese Tests würden ein begrenztes Emissionsvolumen in der realen Welt mit Simulationen kombinieren, die die Eigenschaften des neuen Instruments unter extremen Bedingungen auf die Probe stellen würden.

Ein solches Registrierungs- und Zertifizierungssystem würde Transparenz schaffen und die Sicherheit erhöhen. Ähnlich wie bei den Pharmaunternehmen muss es allerdings einen Mechanismus geben, um Wertpapieremittenten für die Qualität ihrer Produkte haftbar zu machen. Damit würde der Emittent mehr Verantwortung für die Risikoeinschätzung seines Instruments tragen.

Verbesserung der Sicherheit von Finanzmärkten

Die Krise hat gezeigt, dass Märkte sich unter Umständen nicht selbst korrigieren, wodurch das gesamte Finanzsystem gefährdet wird. Das größte Systemrisiko für einen Finanzmarkt ist Illiquidität – das Risiko, dass der Markt

zusammenbricht, weil es plötzlich eine große Zahl von Verkäufern, aber keine Käufer mehr gibt. Die Krise hat nicht nur ein Austrocknen des Marktes verursacht, sondern uns erneut vor Augen geführt, was wir schon aus den Ereignissen rund um den Hedge-Fonds Long-Term Capital Management 1998 gelernt hatten: 1) Die Möglichkeit, Risiko zu kaufen und zu verkaufen, steigert sicher die Effizienz, doch wenn ein einziges Finanzinstitut eine ausreichend große Position hält, kann dies aufgrund zusammenhängender Engagements Risiken für das gesamte System bergen; 2) bei bilateralen Transaktionen – beispielsweise Transaktionen an den außerbörslichen Märkten – kann der Konkurs einer Einzelperson oder eines Instituts aufgrund der zwischen Firmen und Märkten bestehenden Verflechtungen zum gleichzeitigen Ausfall mehrerer Parteien führen.

Auch die Finanzmärkte können zum prozyklischen Charakter des Systems als Ganzes beitragen. Die Parteien eines außerbörslichen Derivatengeschäfts müssen in der Regel Sicherheiten zur Minderung des von ihnen eingegangenen Kontrahentenrisikos stellen. Mangelnde Transparenz hinsichtlich der Engagements kann allerdings generelle Bedenken zusätzlich schüren und einen Zyklus auf zweierlei Weise verstärken. Erstens dürften in Zeiten angespannter Märkte Besicherungsanforderungen die Refinanzierung bestehender Positionen schwieriger machen – ein steigendes Risiko bedeutet zwangsläufig höhere Sicherheitserfordernisse (Ein- bzw. Nachschussverpflichtungen). Zweitens setzt eine krisenbedingt erhöhte Unsicherheit diejenigen Wertpapiere unter Druck, mit denen außerbörsliche Geschäfte besichert werden, sodass für diese Märkte eine Ansteckungsgefahr entsteht. Das Ergebnis ist Prozyklizität: Ein Abschwung führt zu höheren Ein- bzw. Nachschussverpflichtungen sowie geringerer Marktliquidität, was einen generellen Rückzug aus Finanzgeschäften mit den offensichtlichen Folgen für die Realwirtschaft nach sich zieht.

Eine Möglichkeit, die Systemrisiken im Zusammenhang mit dem außerbörslichen Handel zumindest teilweise zu begrenzen, besteht darin, Transaktionen nicht außerbörslich, sondern über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Eine zentrale Gegenpartei ist ein Akteur, der sich bei Transaktionen dazwischenschaltet: Er wird gegenüber jedem Verkäufer zum Käufer und gegenüber jedem Käufer zum Verkäufer. Die zentrale Gegenpartei erscheint dabei perfekt abgesichert, da die Kauf- und Verkaufstransaktionen einander aufheben; trotzdem ist im Zusammenhang mit Zahlungsausfällen ein gewisses Restrisiko gegeben. Aus diesem Grund sind alle Teilnehmer zur Führung von Einschusskonten verpflichtet, wobei sich die Einschusshöhe jeweils nach dem Wert der ausstehenden Kontrakte richtet. Je volatil der Markt, desto höher muss das Guthaben auf dem Einschusskonto sein und desto teurer wird es, große Positionen zu halten. Die Tatsache, dass alle Transaktionen über dieselbe(n) Plattform(en) laufen müssen, erleichtert die Erhebung und Verbreitung von Daten über die Konzentration individueller Risiken und mögliche Verflechtungen. So kann die zentrale Gegenpartei sowohl die Gefahren aufgrund von zusammenhängenden Engagements verringern als auch die Marktvolatilität dämpfen.

Zentrale Gegenparteien können außerdem die Prozyklizität abfedern, die sich daraus ergibt, dass einzelne Geschäftspartner in Zeiten vermehrten

Drucks auf die Finanzmärkte höhere Ein- und Nachschüsse verlangen. Wie die Finanzkrise gezeigt hat, führt höhere Preisvolatilität in Kombination mit Unsicherheit über die Bonität der Geschäftspartner zu entsprechenden Nachschussforderungen. Um diese Mittel aufbringen zu können, müssen Geschäftspartner unter Umständen gerade zum denkbar ungünstigsten Zeitpunkt verkaufen. Ist eine zentrale Gegenpartei zwischengeschaltet, dann bestimmt diese die Höhe der Nachschussverpflichtungen, sodass in Zeiten stärkerer Belastung nicht notwendigerweise mehr Mittel aufzubringen sind. Prinzipiell kann so der Anstieg der Nachschussforderungen im Interesse einer Verringerung der Prozyklizität gebremst werden.⁷

Damit ein Instrument in einem System mit zentraler Gegenpartei gehandelt werden kann, muss es hinreichend standardisiert und dokumentiert sein. Außerdem muss eine verlässliche Preisbildung erfolgen, um eine regelmäßige Neubewertung der Einschusskonten zu gewährleisten. Da viele der zurzeit außerbörslich gehandelten Derivate diese Kriterien erfüllen oder leicht erfüllen könnten, scheinen diese Anforderungen kein großes Hindernis darzustellen.

Der nächste Schritt zur Organisation dieses Marktes ist die Kombination der zentralen Gegenpartei mit einer organisierten zentralen Börse, die als Handelsplattform fungiert. Der Hauptvorteil besteht hier darin, Preistransparenz bei geringerer Inanspruchnahme von Marktmachern sicherzustellen. Dadurch wird der Markt stabiler – wofür die Tatsache spricht, dass Börsen zu den Märkten zählen, die in einer Krise noch am ehesten weiter funktionieren. Sie haben jedoch auch ihre Grenzen. Preistransparenz verringert den Anreiz für Individuen oder Institute, Kapital einzusetzen, um als Marktmacher zu fungieren, wodurch großvolumige Transaktionen potenziell erschwert werden. Dieses Problem hat den Markt dazu veranlasst, Wertpapierbörsen oder Handelsplattformen für großvolumige Transaktionen zu entwickeln, die eine geringere Transparenz besitzen.

Wenn also zusammenhängende Engagements und Prozyklizität, die eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems darstellen, vermindert werden sollen, muss sich der Handel mit Finanzinstrumenten deutlich von den außerbörslichen Handelsarrangements wegentwickeln, die an einigen Märkten seit Jahren dominieren. Wo genau im Spektrum dieser alternativen Arrangements ein bestimmtes Wertpapier gehandelt werden sollte, hängt von seinem Beitrag zum Systemrisiko ab und liegt letztlich im Ermessen der jeweiligen Akteure. Indem der Staat aber bestimmte institutionelle Strukturen als sicherer klassifiziert als andere, bekommen diese quasi ein staatliches Gütesiegel. Umgekehrt kann der Staat durch die Verteuerung von Geschäften an Märkten, die erwiesenermaßen das Entstehen von Systemrisiken begünstigen, zu einem stabileren Finanzsektor beitragen.

⁷ Anzumerken ist, dass eine zentrale Gegenpartei wie eine Versicherung funktioniert und dass der Fall eintreten kann, dass sie auf Stützungsmaßnahmen angewiesen ist, letztlich also auf staatliche Hilfe, sollte es zu einem systemrelevanten Ereignis kommen. Aus Vorsichtsgründen muss daher auch eine zentrale Gegenpartei einer Art Aufsicht unterliegen, die Auflagen im Hinblick auf das Gesamtobligo und die Konzentration der einzelnen Obligos erlassen könnte. Wie weiter unten erörtert, müssen zudem Finanzinstitute mit Derivativpositionen diese entsprechend mit Eigenkapital unterlegen.

Verbesserung der Sicherheit von Finanzinstituten: Eine systemorientierte Aufsichtspraxis

Eine auf einzelne Institute und deren Risiken konzentrierte Aufsicht befasst sich definitionsgemäß nicht mit den Externalitäten der zusammenhängenden Engagements und der Prozyklizität. Seit einigen Jahren unterstreichen BIZ-Studien die Notwendigkeit einer systemorientierten Regulierung und Aufsicht zur Überwachung der systemweiten Risiken. Entsprechend müssen die Aufsichtsinstrumente – Eigenkapitalanforderungen, Wertberichtigungsbedarf, Verschuldungsquoten usw. – so kalibriert werden, dass sie zusammenhängende Engagements und gleichzeitige Ausfälle einerseits und Prozyklizität andererseits mit einbeziehen.⁸

Zusammenhängende Engagements

Die aktuelle Krise hat gezeigt, wie zusammenhängende Engagements dazu führen können, dass ein breites Spektrum von Instituten gleichzeitig ausfällt. Die Gründe für diese Verflechtung der Institute können zum einen ähnliche Portfolios, zum anderen Kontrahentenrisiken aufgrund von Geschäftsverbindungen sein (z.B. weil Institute miteinander handeln). Infolgedessen beruht das Risiko für das Finanzsystem als Ganzes nicht nur auf der Summe der Risiken der einzelnen Institute, sondern auch auf dem Grad der Korrelation zwischen den Bilanzen der Institute: Es ist davon auszugehen, dass das Systemrisiko mit zunehmender Korrelation steigt. Anders ausgedrückt: Ein Finanzsektor mit nur einigen wenigen großen Instituten ist nicht unbedingt riskanter als ein Sektor, in dem viele kleine Institute mit sehr ähnlichen Bilanzen tätig sind. In beiden Fällen liegt das Problem darin, dass die einzelnen Institute wahrscheinlich zu wenig Eigenkapital halten, da ihre Eigenkapitalstruktur nur ihre individuellen Risiken abdeckt, nicht aber das Systemrisiko.⁹ Vorschläge zur Eindämmung der durch zusammenhängende Engagements entstehenden Risiken konzentrieren sich auf die Einführung einer *systembezogenen Eigenkapitalanforderung*. Damit wäre das Eigenkapital im Finanzsystem auf eine Weise verteilt, die das Systemrisiko aufgrund einzelner Bankausfälle besser widerspiegeln würde.¹⁰

Zur Umsetzung einer systembezogenen Eigenkapitalanforderung werden eine Messgröße für das Systemrisiko sowie der marginale Beitrag eines jeden Instituts zum Gesamtrisiko benötigt. Anhand dessen lässt sich die Mindestkapitalanforderung für ein einzelnes Institut so festsetzen, dass sie seiner Bedeutung für das System entspricht. Die für die Berechnung benötigten

⁸ Der Unterschied zwischen dem Wertberichtigungsbedarf und Eigenkapitalanforderungen wird hier vernachlässigt, da beide dazu bestimmt sind, Verluste zu absorbieren. Wertberichtigungen werden vorgenommen, um *erwartete* Verluste zu absorbieren, während Eigenkapital der Absorption *unerwarteter* Verluste dient.

⁹ Für eine ausführliche Erörterung hierzu s. S. Morris und H. Shin, „Financial regulation in a system context“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Nr. 2, 2008, S. 229–261.

¹⁰ Die systembezogene Eigenkapitalanforderung wäre eine Ergänzung zur Mindestkapitalanforderung, d.h. der Mindestkapitalquote, die entsprechend dem Verhältnis zwischen Kapital und Aktiva zu halten ist. In der Praxis bildet die Mindestkapitalanforderung die Untergrenze, die die herkömmliche risikobasierte Eigenkapitalausstattung nicht unterschreiten darf. Zugleich begrenzt sie die Systemrisiken, die durch Bilanzverlängerungen auf Institutsebene entstehen.

statistischen Instrumente sind noch nicht sehr ausgereift. In der BIZ wurde ein Verfahren zur Bewertung der spezifischen marginalen Beiträge jedes Finanzinstituts entwickelt, auf dessen Basis die systembezogene Eigenkapitalanforderung umgesetzt werden könnte. Das Ergebnis dieses Verfahrens überrascht kaum: Großbanken sowie Banken, die systemweiten Schocks stärker ausgesetzt sind, tragen überproportional stark zum Systemrisiko bei. Demnach sollten größere oder stärker vernetzte Akteure eigentlich mehr Eigenkapital halten müssen bzw. sich weniger hoch verschulden dürfen. Anders ausgedrückt: Indem die aufsichtsrechtlichen Vorschriften auf die Institutsgröße abgestimmt würden, ließen sich gleiche Wettbewerbsbedingungen erreichen (Kasten VII.A).¹¹

Systemkritische Finanzinstitute („too big to fail“), die gerettet werden müssen, weil sie Verbindlichkeiten gegenüber vielen anderen Instituten haben, stellen in diesem Zusammenhang eine erhebliche Herausforderung dar. Durch die Fusionen und Übernahmen im Rahmen der Maßnahmen zur Bekämpfung der Krise in den letzten beiden Jahren könnte die Zahl solcher Institute noch zugenommen haben. Als Übergangerscheinung ist das zwar nachvollziehbar, doch den öffentlichen Entscheidungsträgern ist bewusst, dass damit eine nicht nachhaltige Struktur geschaffen wird. Dieses Problem zu beheben hat hohe Priorität für viele nationale Entscheidungsinstanzen, die Liquidierungsverfahren für die Finanzinstitute in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich erarbeiten.

Prozyklizität

Die zweite Externalität, die durch die derzeitige Krise in den Vordergrund rückte, ist die Prozyklizität, die dadurch entsteht, dass Finanzinstitute in Aufschwungphasen tendenziell unvorsichtiger agieren (und in Abschwungphasen tendenziell vorsichtiger). Um das prozyklische Verhalten des Finanzsystems zu reduzieren, zu neutralisieren oder umzukehren, sind zwei Ansätze möglich: Entweder muss man sich gegen systemweite Abschwünge versichern, oder es gilt antizyklische Mechanismen einzuführen, um sie zu verhindern oder abzumildern. Im Folgenden wird die Machbarkeit des zweiten Ansatzes untersucht.

Öffentliche Entscheidungsträger verlangen die Schaffung eines neuen Instrumentariums, um sicherzustellen, dass die Finanzinstitute ihre Eigenkapitalausstattung (sowie ihre Kreditrisikovorsorge, Liquiditätsstandards usw.) antizyklisch anpassen. Eine solche *antizyklische Eigenkapitalanforderung* würde verlangen, dass die Institute in guten Zeiten Kapitalpolster aufbauen, auf die sie in schlechten Zeiten zurückgreifen können.¹² Eine Möglichkeit, eine antizyklische Eigenkapitalanforderung umzusetzen, ist ein rein regelbasierter

¹¹ Die demnächst erscheinende Ausgabe der *Geneva Reports on the World Economy* enthält den sehr vernünftigen Vorschlag, dass jedes Finanzinstitut neben einem allgemeinen Notfallplan (Business Continuity Plan) auch über einen Insolvenz-Notfallplan verfügen sollte. S. M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud und H. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, International Center for Monetary and Banking Studies, Universität Genf, 2009, www.cimb.ch.

¹² S. beispielsweise zwei Berichte des Financial Stability Forum: *Report of the Financial Stability Forum on enhancing market and institutional resilience* (7. April 2008, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf) und *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system* (2. April 2009, www.financialstabilityboard.org/publications/r_0904a.pdf).

Kasten VII.A: Bestimmung und Allokation des Systemrisikos

Für die Sicherung der Stabilität des Finanzsystems muss das Risiko im Finanzsystem als Ganzes analysiert werden. Dazu ist zunächst die Wahrscheinlichkeit von systemrelevanten Ereignissen zu bestimmen – d.h. die Wahrscheinlichkeit des Zusammenbruchs eines oder mehrerer Institute, der die Stabilität des gesamten Systems gefährden würde. Diese Messgröße könnte dann bei der Kalibrierung der regulatorischen und aufsichtsrechtlichen Instrumente (wie Versicherungsprämien oder Eigenkapitalanforderungen) berücksichtigt werden. Für die konkrete Umsetzung einer solchen Kalibrierung muss der marginale Beitrag jedes Instituts zum gesamten Systemrisiko geschätzt werden – dieser Prozess wird im vorliegenden Kasten beispielhaft veranschaulicht.

Die Wahrscheinlichkeit systemrelevanter Ereignisse ergibt sich aus der Wahrscheinlichkeit des Zusammenbruchs der einzelnen Institute sowie aus der Wahrscheinlichkeit eines gleichzeitigen Zusammenbruchs mehrerer Institute. Ein gleichzeitiger Zusammenbruch ist umso wahrscheinlicher, je stärker die Finanzinstitute gemeinsamen Risiken ausgesetzt sind. Diese gemeinsamen Risiken können ihren Ursprung außerhalb des Finanzsystems haben, sich aus Kontrahentenbeziehungen ergeben oder die Folge sonstiger Verflechtungen innerhalb des Finanzsystems sein.

Eine Möglichkeit, die Wahrscheinlichkeit eines systemrelevanten Ereignisses zu ermitteln, besteht darin, das Finanzsystem als ein Portfolio von Instituten anzusehen und – analog zur Analyse von Wertpapierportfolios – numerische Simulationen durchzuführen. Für diese Simulationen benötigt man Angaben zur Größe des jeweiligen Instituts, zu seiner Ausfallwahrscheinlichkeit und seiner Verlustausfallquote sowie einen Schätzwert für die Korrelation von Ausfällen der einzelnen Institute. Diese Informationen können aus Prüfungen durch die Aufsichtsinstanzen, aus der Kursentwicklung der Aktien und Schuldtitel von Banken oder aus einer Kombination beider Quellen gewonnen werden.

Die Eigenschaften der ermittelten Messgröße für das Systemrisiko sind denen von Risikokennzahlen für Wertpapierportfolios sehr ähnlich. So wächst das Systemrisiko *insgesamt* mit der Bedeutung gemeinsamer Risikofaktoren für die Institute (Grafik III.1) und – bei konstanter Systemgröße – mit den Größenunterschieden zwischen den Instituten.

Für unterschiedliche Institutsgruppen wird das Systemrisiko bereits seit einiger Zeit berechnet. Schwierig gestaltet sich allerdings die Verteilung dieses Gruppenrisikos auf die einzelnen Institute, um ihren jeweiligen Risikobeitrag widerzuspiegeln. In jüngster Zeit wurde in der BIZ ein solches Allokationsverfahren entwickelt. Das Verfahren beruht auf der Spieltheorie und kann im Prinzip auf alle Messgrößen für das Systemrisiko angewandt werden, die mit dem Portfolioansatz ermittelt werden.^① Ergebnis dieses Verfahrens ist eine intuitive, transparente Messgröße, die das gesamte Systemrisiko auf die einzelnen Institute verteilt.

Allokation des Systemrisikos auf einzelne Institute

Pro Einheit der gesamten Systemgröße

	Stark kapitalisiertes System (Ausfallwahrscheinlichkeit = 0,1%)	Schwach kapitalisiertes System (Ausfallwahrscheinlichkeit = 0,3%)
Zwei kleine Banken mit je 20% Marktanteil	3,1%	3,9%
Zwei große Banken mit je 30% Marktanteil	5,8%	7,1%
Gesamtes Systemrisiko (vier Banken)	17,8%	22,0%

Das gesamte Systemrisiko entspricht dem erwarteten Verlust am rechten Rand (0,2%) der Verteilung der Portfolioverluste. Die ersten beiden Zeilen der Tabelle geben die Beiträge zum gesamten Systemrisiko auf Bankebene wieder. Die Verlustausfallquote wird auf 55% geschätzt. Für alle Banken wird die gleiche Sensitivität gegenüber gemeinsamen Risikofaktoren und dementsprechend eine gemeinsame Korrelation der Vermögensrenditen von 42% angenommen.

Quelle: Berechnungen der BIZ.

Tabelle VII.A

Wendet man dieses Verfahren der Risikoallokation auf ein hypothetisches Bankensystem an, so ergeben sich einige wichtige Erkenntnisse. Beispielsweise wächst bei konstantem Risiko und gleichbleibender Systemgröße der *Anteil* eines Instituts am Systemrisiko mit der Bedeutung, die gemeinsame Risikofaktoren für dieses Institut haben. Dabei ist wichtig, dass dieser Effekt bei risikoreicheren oder

größeren Instituten vergleichsweise stärker ausfällt. Hinzu kommt, dass der relative Anteil eines Instituts am gesamten Systemrisiko überproportional zu seiner relativen Größe steigt (Tabelle VII.A), da größere Institute bei systemrelevanten Ereignissen eine unverhältnismäßig große Rolle spielen.

Die systemweite Perspektive führt zu wichtigen Erkenntnissen darüber, wie bei der Konstruktion systemorientierter Aufsichtsinstrumente vorzugehen ist. Wenn diese Instrumente den Beitrag von Instituten zum Systemrisiko berücksichtigen sollen, müssen sie Faktoren einbeziehen, die weit über die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls einzelner Institute hinausgehen. Das bedeutet, dass Einlagensicherungsprämien, Eigenkapitalanforderungen und ähnliche Instrumente für ein bestimmtes Institut sowohl seiner individuellen Ausfallwahrscheinlichkeit Rechnung tragen müssen als auch der Wahrscheinlichkeit, mit der es von systemweiten Risiken betroffen ist (bzw. zu systemweiten Risiken beiträgt).

Außerdem ist bei den Einlagensicherungsprämien und Eigenkapitalanforderungen großer Institute der überproportionale Einfluss ihrer Größe auf die Wahrscheinlichkeit eines systemrelevanten Ereignisses zu berücksichtigen. Zwar könnte eine Portfoliodiversifizierung das Risiko des Ausfalls einzelner Institute verringern. Unter Umständen führt sie aber dazu, dass die Institute einander ähnlicher werden, wodurch die Wahrscheinlichkeit eines gleichzeitigen Zusammenbruchs steigen dürfte. In jedem Fall scheint klar, dass öffentliche Entscheidungsträger geeignete Daten erheben und angemessene Analysemodelle entwickeln müssen, um bei der Evaluation einzelner Institute systemweite Überlegungen einbeziehen zu können.

^① Eine technische Beschreibung des Verfahrens findet sich in C. Borio, N. Tarashev und K. Tsatsaronis: „Allocating system-wide tail risk to individual institutions“, *BIS Working Papers* (erscheint demnächst).

Ansatz, der automatische Stabilisatoren in das bestehende Regelwerk integriert. Die konsequente Umsetzung solcher Regeln dürfte schwierig sein, doch sie würden die öffentlichen Entscheidungsträger zum Handeln verpflichten und dadurch für die Finanzinstitute ein hohes Maß an Berechenbarkeit schaffen.

Eine Alternative zu einem rein regelbasierten Ansatz wäre, den Anpassungsprozess bei den Kapitalpolstern wie das Zinsniveau zu steuern, wobei allerdings die Anpassungen weniger häufig, sehr viel berechenbarer und somit auch mechanischer erfolgen würden. Bei den konventionellen Zinsentscheidungen stützen sich die Zentralbanken heute aufgrund jahrelanger Erfahrung auf die Prognosen für die Inflations- und die Konjunkturentwicklung, oft unter Verwendung quantitativer Modelle. Wäre es möglich, die antizyklische Eigenkapitalanforderung gegebenenfalls in einem ähnlich einfachen Vorgehen festzulegen? Der Weg zum Erfolg führt wohl über eine Reihe von Hindernissen; aber auch das Zinsniveau war erst durch jahrzehntelange Erfahrung in den Griff zu bekommen.

Eine Schwierigkeit bei der Berechnung der antizyklischen Eigenkapitalanforderung ist die Bestimmung jenes Zeitpunkts in der Boomphase, zu dem die antizyklische Eigenkapitalanforderung erhöht werden sollte, d.h. zu dem die Banken dazu angehalten werden müssten, Kapitalpolster aufzubauen, damit die Kreditvergabe kostspieliger wird. Entsprechendes gilt für den Abbau von Kapitalpolstern bzw. die Förderung der Kreditvergabe in der Abschwungphase. Im Wesentlichen müssten die Risiken für die Stabilität beziffert werden – diese Risiken würden eine ähnliche Rolle spielen wie Inflationsraten und Produktionslücken für geldpolitische Beschlüsse. Forschungsergebnisse der BIZ zeigen, dass es durchaus möglich ist, makroökonomische Indikatoren zu entwickeln, die korrekt anzeigen, wann Kapitalpolster aufzubauen sind. Schwieriger gestaltet sich allerdings die Bestimmung des richtigen Zeitpunkts für den Abbau. Infolgedessen dürfte es unumgänglich sein, bei der Steuerung der antizyklischen Kapitalpolster mithilfe einer Regel,

die Berechenbarkeit schafft, zusätzlich einen gewissen Ermessensspielraum vorzusehen (Kasten VII.B).

Ein weiteres Problem bei der Umsetzung einer antizyklischen Eigenkapitalanforderung besteht darin, dass nicht für alle Institute die gleiche Regel angemessen ist. Vielmehr muss das Eigenkapitalpolster (oder die antizyklische Kreditrisikovorsorge) auf die Art der Geschäftstätigkeit des jeweiligen Finanzinstituts abgestimmt sein. Da beispielsweise die Konjunkturzyklen in den einzelnen Ländern unterschiedlich ablaufen, muss die antizyklische Eigenkapitalanforderung bei international tätigen Instituten für jedes Länderportfolio separat angepasst werden.

Die antizyklische Eigenkapitalanforderung signalisiert zwar, um welchen Betrag die Kapitalpolster im Laufe des Kreditzyklus auf- und abgebaut werden sollen, lässt aber kaum Rückschlüsse auf die durchschnittliche Eigenkapitalausstattung zu, die systemweit aufrechterhalten werden sollte. Nach herrschender Meinung halten die meisten Finanzinstitute derzeit zu wenig Eigenkapital. Die Frage ist aber, inwieweit sie ihre Eigenkapitalbasis stärken müssten.¹³ Um diese Frage beantworten zu können, muss das langfristige Gleichgewichtsniveau des Kapitals bekannt sein (das Gegenstück zum langfristigen Gleichgewichtszinssatz, der in der traditionellen Geldpolitik als Richtwert dient). Dieses wiederum beeinflusst die Verteilung von Risiken zwischen den privaten Eigentümern und dem öffentlichen Sektor: Je mehr Eigenkapital die Finanzinstitute halten müssen, desto geringer ist das Risiko des öffentlichen Sektors. Allerdings verteuert ein höheres Kapitalniveau die Kosten der Geschäftstätigkeit und somit auch die Kredite.

Unbedingt zu beachten ist, dass die gründliche Konsolidierung der Bilanzen im Finanzsektor zu den vordringlichsten Aufgaben zählt. Die Krise hat uns überaus deutlich vor Augen geführt, welche Risiken das von den regulierten Instituten abgespaltene Schattenbankensystem hervorgebracht hat. Daher müssen in einem ersten Schritt alle diese Zweckgesellschaften, einschließlich strukturierter Anlagevehikel und dergleichen, in den Einflussbereich der Regulierungsinstanzen überführt werden, um sicherzustellen, dass sämtliche Verbindlichkeiten der Finanzinstitute ausreichend mit Eigenkapital unterlegt sind. Damit werden zum einen das Management, die Anleger und die Aufsicht ein genaueres Bild von den Risikoengagements eines Instituts haben, und zum anderen steigt so die Eigenkapitalausstattung des gesamten Finanzsystems.¹⁴

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Bestimmung der Eigenkapitalanforderungen ein schwieriges Unterfangen bleibt – sowohl was die absoluten Werte betrifft als auch in Bezug auf die Frage, wie die Anforderungen zyklisch angepasst werden sollten. Aber dies gilt auch für die Geld- oder Fiskalpolitik. Und genauso wie bei der gesamtwirtschaftlichen

¹³ S. beispielsweise Financial Services Authority, *The Turner Review: a regulatory response to the global banking crisis*, März 2009, www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf.

¹⁴ Insgesamt dürfte das aufsichtsrechtliche Eigenkapital im Finanzsystem im Zuge verschiedener Entwicklungen steigen. Dazu zählen die Überführung aller systemkritischen Institute und Märkte in den Einflussbereich der Regulierungsinstanzen, die umfassende Rücknahme außerbilanzieller Vermögenswerte in die Bilanzen der Institute, die Anpassung des Wertberichtigungsbedarfs an die Risikoakkumulation, die Veränderungen der Kapitalstruktur, mit denen qualitatives Kapital gefördert wird, sowie eine bessere Risikoerfassung im Rahmen der Mindestkapitalanforderungen.

Kasten VII.B: Alternative Regeln für antizyklische Kapitalpolster – eine illustrierende Darstellung

Die Krise unterstreicht die Bedeutung von Mechanismen, die sicherstellen, dass die Banken ihre Eigenkapitalausstattung (oder ihre Kreditrisikovorsorge) antizyklisch anpassen – d.h. dass sie in guten Zeiten Polster aufbauen, die sie in schwierigen Zeiten beanspruchen können. Diesbezüglich werden in der Wissenschaft verschiedene Ansätze verfolgt, von denen viele noch nicht sehr weit fortgeschritten sind. Im vorliegenden Kasten wird die Möglichkeit untersucht, Regeln zu konstruieren, die zu einer antizyklischen Anpassung der Mindestkapitalanforderungen führen.

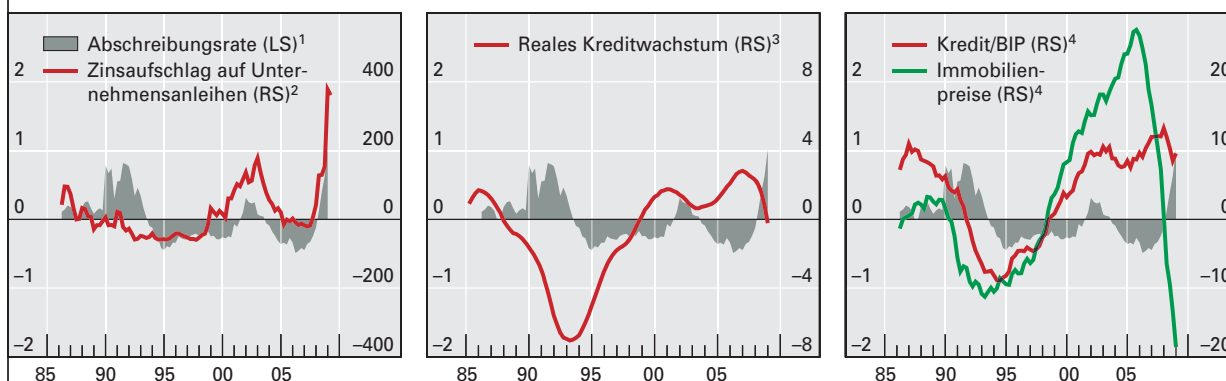
Jedliche Regel für Eigenkapitalvorschriften muss in drei Schritten entwickelt werden: 1) Bestimmung eines Indikators, der anzeigt, wann Mittel auf- und wann sie abgebaut werden sollten; 2) Aufstellen einer Formel, die bestimmt, wie sich Veränderungen dieses Indikators auf die Mindestkapitalanforderung auswirken; und 3) Definition einer Mindestkapitalanforderung, die ebenfalls zyklisch variieren könnte. Die ersten beiden Schritte werden im Folgenden näher ausgeführt.

Im ersten Schritt werden drei makroökonomische Indikatoren einander gegenübergestellt, zu denen bereits vorläufige Forschungsergebnisse vorliegen (Grafik VII.B.1): erstens die Bonitätsaufschläge für Unternehmensanleihen (Credit-Spreads; links); zweitens die reale Kreditentwicklung (Mitte); drittens ein zusammengesetzter Indikator, der einerseits das Kreditvolumen im Verhältnis zum BIP und andererseits die reale Vermögenswertentwicklung abbildet (rechts).^{①,②} Der ideale makroökonomische Indikator würde sowohl Expansions- als auch Stressphasen im Bankgeschäftszyklus zuverlässig anzeigen. Ausgehend von dieser Idealvorstellung werden daher die drei Indikatoren als Abweichungen von ihrer jeweiligen neutralen Ausprägung dargestellt, hier gemessen als Trend oder langfristiger Durchschnitt. Die Phasen des Bankgeschäftszyklus werden mittels Abweichungen der Abschreibungsrate von ihrem langfristigen Durchschnitt bestimmt.

Ein geringerer Credit-Spread, der erste mögliche Indikator, kann auf gute Zeiten, eine erhebliche Spreadausweitung hingegen auf eine einsetzende Verschlechterung hindeuten. Im Hinblick auf die Identifizierung von Anspannungen im Bankensystem erweisen sich Credit-Spreads – hier in Form des Bonitätsaufschlags für Unternehmensanleihen mit BBB-Rating – allerdings als unzuverlässig. So impliziert dieser Indikator z.B. für die Zeit nach dem Platzen der Dotcom-Blase stärkere Anspannungen im Finanzsystem als zu Beginn der 1990er Jahre, was im Gegensatz zur tatsächlich beobachteten Entwicklung steht.

Der zweite potenzielle Indikator ist die Kreditentwicklung. Dahinter steht die Überlegung, dass die Banken die Kreditvergabe vor dem Auftreten von Krisen tendenziell zu stark ausweiten und sie nach dem Auftreten von Anspannungen einschränken. Allerdings reagiert das Kreditwachstum sehr träge und bleibt auch dann noch deutlich über dem Neutralwert, wenn sich im Bankensektor bereits erste Anspannungen abzeichnen. Daher dürfte ein allein auf der Kreditentwicklung basierender Indikator die Notwendigkeit zum Abbau von Kapitalpolstern wohl zu spät signalisieren.

Alternative Indikatoren und Abschreibungsrate in den USA



¹ Kredite und Leasingforderungen, die ausgebucht und mit Rückstellungen verrechnet wurden, in Prozent des gesamten durchschnittlichen Kreditvolumens. ² Abweichung des Zinsaufschlags auf langfristige Unternehmensanleihen mit BBB-Rating von seinem langfristigen Durchschnitt; Basispunkte. ³ Differenz zwischen dem exponentiell gewichteten 5-Jahres-Durchschnitt des realen Kreditwachstums und seinem gleitenden 15-Jahres-Durchschnitt; Prozentpunkte. ⁴ Abweichung jeder Variablen von ihrem zum jeweiligen Zeitpunkt bestimmten langfristigen Trend (d.h. Beobachtungen nach dem jeweiligen Zeitpunkt werden in die Trendberechnung nicht einbezogen); Verhältnis des Kreditvolumens zum BIP in Prozentpunkten; reale Immobilienpreise in Prozent.

Quellen: Moody's; nationale Angaben; Berechnungen der BIZ.

Grafik VII.B.1

Der dritte mögliche Indikator baut auf Forschungsergebnissen der BIZ auf, wonach simultane beträchtliche Trendabweichungen bei der Entwicklung des Kreditvolumens im Verhältnis zum BIP und bei den realen Vermögenspreisen drohende Bankenrisiken recht zuverlässig und auch mit entsprechender Vorlaufzeit signalisieren.⁹ Da in diesem Fall sowohl die realen Vermögenspreise als auch das Kreditvolumen im Verhältnis zum BIP gleichzeitig Schwellenwerte überschreiten müssen, wird anders als bei der ausschließlichen Konzentration auf die Kreditentwicklung eine zu späte Auflösung von Kapitalpolstern verhindert; allerdings könnte dieser Indikator zu früh grünes Licht für eine Reduzierung der Kapitalpolster geben.

Im zweiten Schritt zur Entwicklung einer Regel für Eigenkapitalvorschriften – Aufstellen einer Formel, die bestimmt, wie sich verschiedene Ausprägungen des Indikators auf die Mindestkapitalanforderung auswirken – wird hier von einer multiplikativen Verknüpfung von Indikator und Mindestkapitalanforderung unter Einbeziehung eines Anpassungsfaktors ausgegangen.¹⁰ Bei einem Anpassungsfaktor von 1, der ausdrückt, dass der Indikator seinem neutralen Wert entspricht, bewirkt die Formel keine Anpassung des Kapitalpolsters. Zur Veranschaulichung werden hier drei Formeln betrachtet, die die Unsicherheit bei der Einschätzung des neutralen Wertes für den Indikator unterschiedlich stark berücksichtigen. Die Formeln unterscheiden sich auch in Bezug auf die Symmetrie der Anpassungen der Mindestkapitalanforderungen.

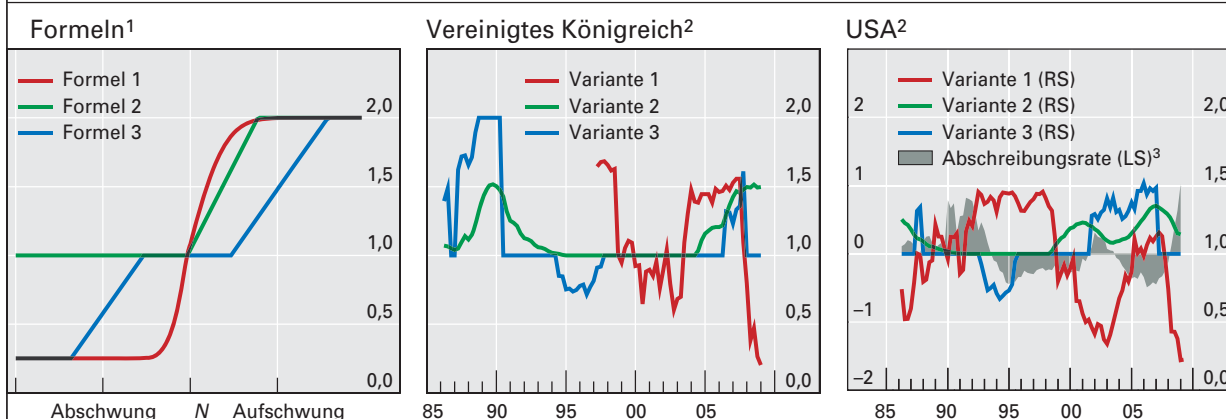
Hinsichtlich des Umgangs mit dem schwer einzuschätzenden neutralen Wert des Indikators ist Formel 1 – anders als Formel 2 und 3 – so konzipiert, dass der stärkste Anpassungsbedarf in Bezug auf die Kapitalpolster gerade in der Nähe dieses Wertes angezeigt wird (Grafik VII.B.2 links). So haben etwaige Messfehler hinsichtlich des Neutralwerts bei Formel 1 besonders umfangreiche Konsequenzen. Am anderen Ende des Spektrums ist Formel 3 so konzipiert, dass in der Nähe des Neutralwerts aufgrund der beschriebenen Unsicherheit prinzipiell kein Anpassungsbedarf induziert wird.

Hinsichtlich der Symmetrie ist hervorzuheben, dass der Anpassungsfaktor bei Formel 2 nie unter 1 fällt. So kann das mit Formel 2 berechnete Kapitalpolster, unabhängig vom Zustand des Finanzsystems, nie unter die mit dem Neutralwert des Indikators verbundene Mindestkapitalanforderung fallen. Ob das wünschenswert ist, hängt davon ab, wie die Mindestkapitalanforderung definiert und welche Schwankungsbreite zugelassen wird (Schritt 3 des obenbeschriebenen Verfahrens zur Entwicklung einer Regel). Ist die Anforderung z.B. stark prozyklisch und steigt somit in schwierigen Zeiten beträchtlich an, so würde die Anwendung von Formel 2 effektiv jeden Kapitalabbau verhindern.

Um darzustellen, wie die Mindestkapitalanforderung auf Basis dieser Formeln in der Vergangenheit anzupassen gewesen wäre, wird schließlich jede Formel mit einem der drei Indikatoren kombiniert: Formel 1 mit Credit-Spreads (hier als Variante 1 bezeichnet), Formel 2 mit der realen Kreditentwicklung (Variante 2) und Formel 3 mit dem zusammengesetzten Indikator (Variante 3). Die Ergebnisse (Grafik VII.B.2 Mitte und rechts) bestätigen insgesamt die vorläufigen Schlussfolgerungen bezüglich der Aussagekraft der Indikatoren.

Mögliche Regeln für antizyklische Kapitalpolster und illustrierende Beispiele

Varianten basieren auf multiplikativer Verknüpfung



¹ Alle Formeln setzen ein neutrales Niveau, *N*, der Indikatorvariablen voraus. Werte rechts von *N* zeigen einen Aufschwung an, Werte links von *N* einen Abschwung. ² Variante 1 kombiniert Credit-Spreads mit Formel 1. Variante 2 kombiniert den exponentiell gewichteten 5-Jahres-Durchschnitt des realen Kreditwachstums mit Formel 2. Variante 3 kombiniert den zusammengesetzten Indikator mit Formel 3. ³ Kredite und Leasingforderungen, die ausgebucht und mit Rückstellungen verrechnet wurden, in Prozent des gesamten durchschnittlichen Kreditvolumens.

Quellen: Merrill Lynch; Moody's; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik VII.B.2

Variante 1 bewährt sich in der aktuellen Krise, sowohl für die Kapitalaufbauphase, als auch für die Phase, in der Kapital abgebaut werden kann. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase hätte eine solche Regel ebenfalls einen umfangreichen Kapitalabbau angezeigt. In den frühen 1990er Jahren dagegen, als das Bankensystem der USA in Schwierigkeiten steckte, hätte die Regel nahezu keinen Abbau bewirkt.

Variante 2 zeigt für die Aufbauphase ein korrektes Signal an, identifiziert aber die Abbauphase sowohl in der aktuellen Krise als auch während der Anspannungen der frühen 1990er Jahre zu spät. Dies spiegelt die Verzögerung wider, mit der das Kreditwachstum nach dem Auftreten von Anspannungen zurückgeht.

Variante 3 signalisiert zeitnah die Notwendigkeit eines Kapitalpolsteraufbaus, würde allerdings in einigen Fällen zu früh grünes Licht für einen Kapitalabbau geben. Insbesondere in der derzeitigen Krise hätte diese Regel für die USA ab Ende 2006 einen Kapitalabbau verlangt, also noch vor den ersten deutlichen Zeichen der Anspannungen aufgrund des Einbruchs der Immobilienpreise unter den im Zeitablauf variablen Trend. Ein Kapitalabbau wird allerdings tendenziell zu spät angezeigt, sodass es sinnvoller erscheint, Formel 2 mit dem zusammengesetzten Indikator zu kombinieren.

Obwohl nur zur Illustration gedacht, weist diese Analyse auf erhebliche Schwierigkeiten bei der Entwicklung robuster Regeln für den antizyklischen Auf- und Abbau von Kapitalpolstern hin. Offenbar ist es besonders schwierig, makroökonomische Variablen zu finden, die den richtigen Zeitpunkt für den Kapitalabbau zuverlässig signalisieren. Letztlich könnte es unumgänglich sein, beim antizyklischen Auf- und Abbau von Kapitalpolstern einen gewissen Ermessensspielraum zuzulassen.

© Credit-Spreads von CDS sowie Konstruktion der Formel 1 nach M. Gordy, „First, do no harm – a hippocratic approach to procyclicality in Basel II“, Vortrag im Rahmen der von der De Nederlandsche Bank und dem Bretton Woods Committee organisierten Konferenz *Procyclicality in the financial system* vom 9./10. Februar 2009. Vorschlag des Kreditwachstums als Indikator und einer der Formel 2 ähnelnden Gleichung von C. Goodhart und A. Persaud, „A party pooper’s guide to financial stability“, *Financial Times*, 4. Juni 2008. Der zusammengesetzte Indikator stützt sich auf den Aufsatz von C. Borio und M. Drehmann, „Assessing the risk of banking crises – revisited“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2009, S. 29–46. © Allein auf dem BIP basierende Indikatoren werden hier nicht dargestellt. Sie wurden zwar untersucht, wiesen jedoch eine geringere Korrelation mit dem Maß der Anspannung im Finanzsektor auf als jede der hier berücksichtigten Variablen. © Borio und Drehmann verwenden auch Abweichungen von Aktienkursen für den Anteil des zusammengesetzten Indikators, der Preise von Vermögenswerten berücksichtigt. Aktienkurse haben in der aktuellen Krise keine zentrale Rolle gespielt und sind daher in Grafik VII.B.1 nicht abgebildet. Die in Grafik VII.B.2 gezeigte Variante 3 berücksichtigt jedoch Abweichungen der Preise sowohl von Aktien als auch von Immobilien. © Wird die Formel auf Basel II angewandt statt auf einen anderen Mindestwert, der Basel II ergänzt (z.B. die Verschuldungsquote), so hätte der multiplikative Ansatz die gewünschte Eigenschaft der Querschnittsrisikosensitivität, d.h. er würde die Risikodifferenzierung zwischen verschiedenen Schuldern jederzeit bewahren.

Stabilisierungspolitik um die Jahrtausendwende ist auch diesmal nur zu deutlich geworden, dass eine systembezogene Ausrichtung unumgänglich ist und dass antizyklische Eigenkapitalanforderungen ein entscheidender Bestandteil eines ganzen Bündels von nötigen Maßnahmen sind.

Wirtschaftspolitik zur Förderung der Finanzstabilität

Die Krise hat gezeigt, dass wir uns nicht darauf verlassen können, dass die monetären und fiskalischen Regelwerke, die uns die „Great Moderation“ beschert haben, zu einer dauerhaften Stabilisierung der Preise und des realen Wachstums führen. Heute besteht dahingehend Konsens, dass die öffentlichen Entscheidungsträger ein explizites Mandat für die Wahrung der Stabilität des Finanzsystems erhalten müssen und dass sie zusätzliche Instrumente benötigen, um diesen Auftrag erfüllen zu können. Der systemorientierte Ansatz für Regulierung und Aufsicht ist ein solches Instrument, dürfte allein aber nicht ausreichen. Die Wirtschaftspolitik kann und soll beim Erreichen des Ziels der Finanzstabilität eine Rolle spielen; zumindest aber sollte sie diesem nicht im Wege stehen.

Die Geld- und die Fiskalpolitik tragen bereits dazu bei, die sich verstärkende Rückkopplung zwischen Realwirtschaft und Finanzsystem auszu-

schalten. Durch automatische Stabilisatoren und diskretionäre Konjunkturpakete stützt eine antizyklische Fiskalpolitik Einkommen und Beschäftigung, sie verringert die Wahrscheinlichkeit des Ausfalls von Schuldnern (und erhöht die Rückflussquote, wenn es doch zu einem Ausfall kommt), und sie steigert den Wert der Aktiva in den Bilanzen der Finanzinstitute. Auch die Geldpolitik handelt antizyklisch: Bei einem Abschwung senken die Zentralbanken zur Gegensteuerung den Leitzinssatz, was sich wiederum positiv auf die Bankbilanzen auswirkt. Ebenso erhöhen sie den Leitzinssatz, um einen Aufschwung zu dämpfen, das Kreditwachstum zu bremsen und die Bildung einer Preisblase bei Vermögenswerten zu verhindern. Und nicht zuletzt springen die Zentralbanken im Bedarfsfall mit Krediten ein, damit beim Run auf ein einzelnes Finanzinstitut nicht gleich systemweite Panik ausbricht, womit das Systemrisiko bedeutend abgeschwächt wird. Mit anderen Worten: Antizyklische geld- und fiskalpolitische Maßnahmen reduzieren die Prozyklizität der Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute auf natürliche Weise (und gewollt), indem sie die zyklischen Schwankungen der Realwirtschaft reduzieren.¹⁵

Die Geldpolitik muss aber noch weiter gehen. Um das Finanzsystem stabilisieren zu können, müssen die Zentralbanken aktiver vorgehen und sowohl Kredit- als auch Vermögenspreisbooms bekämpfen. Die in der Vergangenheit an diesem Ansatz geäußerte Kritik hat nach wie vor ihre Berechtigung. Es wird auch künftig nicht einfach sein, Blasen zu identifizieren und Maßnahmen zu kalibrieren, um diese Blasen zu neutralisieren. Die Finanzkrise hat aber deutlich gemacht, dass es letztlich zu kostspielig ist, wenn sich die Zentralbanken allein auf die Inflationssteuerung über einen relativ kurzen Zeithorizont konzentrieren und sich darauf beschränken, nach dem Platzen von Blasen und dem Einbruch der Kreditvergabe „Aufräumarbeit“ zu leisten. Die Diskussion hat sich weiterentwickelt. Im Zentrum steht nun die Frage, in welcher Weise die geldpolitischen Entscheidungsträger ihren Handlungsrahmen ausweiten sollten, um die Entwicklung der Immobilienpreise und Aktienkurse sowie die jeweilige Verschuldung einzubeziehen. Mit einer derartigen Ausweitung werden sie in der Lage sein, rechtzeitig Gegensteuer zu geben, nämlich die Zinsen anzuheben, sobald sie Blasen und übermäßig starke Bilanzverlängerungen ausmachen, die systemrelevante makroökonomische Risiken in sich bergen.

Die Ausweitung des Handlungsrahmens bedeutet keine Abkehr vom Preisstabilitätsziel der Zentralbank, weil sie nicht auf eine Änderung der langfristigen Zielsetzungen ausgerichtet ist. Vielmehr soll damit der Zeithorizont angepasst werden, in dem die Geldpolitik ihre Ziele erreicht. Wenn sich bei Vermögenspreisen und Kreditvergabe ein Boom aufbaut, dürfte dies auf kurze Sicht wohl kaum die Stabilität von Preisen oder realem Wachstum gefährden. Es könnte sogar zu einer Kombination von niedriger Verbraucherpreisinflation

¹⁵ Die Tatsache, dass Finanzbehörden dazu in der Lage sind, Banken in schwierigen Zeiten zu rekapitalisieren, kann auch als ein Instrument zur Bekämpfung von Systemrisiken angesehen werden. Um diese Fähigkeit, gegen die prozyklische Natur des Finanzsystems anzugehen, zu festigen, müsste von staatlicher Seite jedoch eine Haushaltsrücklage hierfür geschaffen werden. Ähnlich wie die antizyklischen Eigenkapitalpolster der Finanzinstitute würde diese Rücklage während eines Aufschwungs wachsen und könnte während eines Abschwungs in Anspruch genommen werden.

(insbesondere wenn die Preise für Wohneigentum nicht berücksichtigt werden) und hohem Wachstum kommen. Ein Boom bei Vermögenspreisen oder Krediten kann somit leicht als Anstieg des Produktivitätswachstums fehlinterpretiert werden. Die geldpolitischen Entscheidungsträger müssen sich daher im Klaren sein, dass höheres Wachstum und niedrigere Inflation schon morgen Instabilität erzeugen können, und diesen Umstand gilt es in ihrem Handlungsrahmen zu berücksichtigen. Die Zentralbanken müssen ihre Entscheidungen auf einen längeren Zeithorizont ausrichten, wenn sie einen Boom bei den Vermögenspreisen oder bei der Kreditvergabe ausmachen. Damit könnten die Ziele der Geld- und der Fiskalpolitik besser erreicht werden. Denn letztlich ist ein stabiles Finanzsystem das Fundament für gesamtwirtschaftliche Stabilität.

Zusammenfassung

An der Sanierung und an der Reform des internationalen Finanzsystems führt langfristig kein Weg vorbei, wobei der Einfluss der Krise auf die Produktivität jedes Einzelnen möglichst begrenzt werden muss. Die Bemühungen der geld-, fiskal- und aufsichtspolitischen Instanzen sind nun schon fast zwei Jahre lang intensiv in diese Richtung gegangen. Für Konjunkturpakete und für Hilfspakete im Finanzsektor wurden öffentliche Mittel in enormer Höhe aufgewendet – mit nahezu 5% des weltweiten BIP ein Betrag, der noch vor einem Jahr unvorstellbar gewesen wäre.

Irgendwann wird die Erholung einsetzen, aber es bestehen erhebliche Risiken. Zuerst muss die Politik den Anpassungsprozess unterstützen, nicht behindern. Dies bedingt eine Abkehr vom schuldeninduzierten Wachstum in den Industrieländern und vom exportgestützten Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Außerdem muss das Finanzsystem ebenso zügig wie konsequent saniert werden. Überdies muss der fiskalpolitische Kurs durch Ausgabensenkungen und Steuererhöhungen nachhaltig korrigiert werden, sobald sich das Wirtschaftswachstum wieder stabilisiert hat. Und schließlich müssen sich die Zentralbanken wieder aus dem Intermediationsgeschäft zurückziehen, sobald die neuen Geschäftsmodelle der Finanzinstitute etabliert sind und die Finanzmärkte wieder normal funktionieren.

Langfristig ist es für die Beseitigung der durch die Krise vielerorts aufgezeigten Schwachstellen und den Aufbau eines robusteren Finanzsystems erforderlich, dass wir die Systemrisiken in all ihren Formen erkennen und entschärfen können. Dies bedeutet wiederum, dass das Gefüge aus Finanzinstrumenten, -märkten und -instituten so organisiert werden muss, dass es deutlich krisensicherer ist als das jetzige. Im Einzelnen heißt dies: Wir brauchen ein System, das die Sicherheit von Finanzinstrumenten abschätzt, das nicht alle Instrumente allen zugänglich macht und das Warnsignale gibt, wenn Instrumente ungeeignet oder zu riskant sind. Hinsichtlich der Märkte brauchen wir ein System, in dem der Handel vorzugsweise über zentrale Gegenparteien und Börsen läuft und die Risiken anderer Plattformen klar aufgezeigt werden. Für die Institute schließlich brauchen wir ein System, in dem die verbesserten Aufsichtsstandards flächendeckend zum Einsatz kommen und eine systemorientierte Perspektive eingenommen wird,

ausgehend beispielsweise von systembezogenen und antizyklischen Eigenkapitalanforderungen.

Um die Stabilität des Finanzsystems erfolgreich zu fördern, müssen alle Beteiligten ihren Beitrag leisten. Die Geldpolitik muss Booms bei den Vermögenspreisen und der Kreditvergabe stärker berücksichtigen. Die Fiskalpolitik muss sicherstellen, dass die Staatsausgaben mit mittelfristiger Haushaltsdisziplin und langfristiger Tragfähigkeit vereinbar sind. Die Aufsichts- und Regulierungsinstanzen schließlich müssen eine systemorientierte Perspektive einnehmen, wobei die Stabilität des Systems in seiner Gesamtheit mindestens ebenso wichtig sein muss wie die Solidität jedes einzelnen Instituts. Die Gestaltung eines umfassenden Handlungsrahmens mit messbaren Zielen und praxistauglichen Instrumenten steht leider erst am Anfang. Aber die hier und andernorts gemachten Vorschläge können einen Beitrag leisten. Wichtig wird ein weltweit koordiniertes Vorgehen sein. Im Besonderen werden Gremien mit entsprechender Erfahrung – wie beispielsweise die bei der BIZ angesiedelten normgebenden Ausschüsse und das Financial Stability Board – eine führende Rolle spielen müssen, damit ein solcher Handlungsrahmen in der Praxis funktioniert. Der Weg dorthin wird lang und kompliziert sein. Doch eine Alternative gibt es nicht – wir müssen uns der Herausforderung stellen.