

## I. Nach der Rettung: Intensivstation verlassen und Reformen abschließen

Drei Jahre nach Ausbruch der Krise sind die Erwartungen für Konjunkturerholung und Reformen hoch – gleichzeitig wächst die Ungeduld. Die öffentlichen Entscheidungsträger sehen sich erheblichen Herausforderungen gegenüber: Die Nebenwirkungen der anhaltenden finanziellen und konjunkturellen Stützungsmaßnahmen in Verbindung mit den nicht behobenen Schwachstellen des Finanzsektors gefährden die Erholung. Gleichzeitig muss noch eine Vielzahl von Reformen, die zur Verbesserung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems erforderlich sind, umgesetzt werden.

Bei Ausbruch der transatlantischen Finanzkrise vor knapp drei Jahren reagierten die öffentlichen Entscheidungsträger mit einer Notfallbehandlung und starken Medikamenten in Form von umfangreichen direkten Stützungsmaßnahmen für das Finanzsystem, niedrigen Zinssätzen, einer deutlichen Ausweitung der Zentralbankbilanzen und massiven fiskalpolitischen Impulsen. Diese starke Medizin hat allerdings auch erhebliche Nebenwirkungen, und ihre Risiken werden allmählich sichtbar.

Die weiter andauernden außerordentlichen Maßnahmenprogramme haben inzwischen zu einigen beträchtlichen Problemen geführt: Die direkten Stützungsmaßnahmen verzögern dringend erforderliche Anpassungen nach der Krise, was die Gefahr birgt, dass nicht überlebensfähige Unternehmen und Finanzinstitute künstlich am Leben erhalten werden. Die Niedrigzinspolitik der wichtigsten Volkswirtschaften verringert die Anreize für den erforderlichen Schuldenabbau, was weitere Verzerrungen im Finanzsystem und Probleme in anderen Ländern mit sich bringt. Die weiterhin aufgeblähten Bilanzen der Zentralbanken bedeuten, dass diese nach wie vor bestimmte Finanzmarktsegmente dominieren. Dies verzerrt die Preisfindung an einigen wichtigen Anleihe- und Kreditmärkten und hält private Akteure davon ab, die wichtige Aufgabe des Marktmachers zu übernehmen. Gleichzeitig führt die Gewissheit, dass für eine Reihe von Werten letztendlich doch ein Käufer bereitsteht, zu verzerrten Anreizen, dem sog. Moral Hazard. Schließlich tragen die fiskalpolitischen Impulse zu einer hohen und weiter anwachsenden Staatsverschuldung bei, die sich in einigen Ländern eindeutig auf einem nicht nachhaltigen Pfad befindet.

Mittlerweile stellt sich die Frage, wann und wie diese umfangreichen Maßnahmen zurückgeführt werden können. Es ist nicht zu leugnen, dass die zunehmenden Nebenwirkungen für sich genommen eine Gefahr darstellen, die zumindest einen Ausstiegszeitpunkt nahelegt, der früher käme, als viele es für angemessen halten dürften. Allerdings wird die Rückführung zahlreicher Maßnahmen durch die Lage des Finanzsektors und die Konjunkturaussichten erschwert. Beide sind für weite Teile der industrialisierten Welt fragil, was eine Straffung der Wirtschaftspolitik zu einem riskanten Unterfangen macht.

Die Arbeit an Reformen schreitet derweil zügig voran: Detaillierte und weitreichende Vorschläge zielen auf die vielfältigen Ursachen der Krise sowie auf die Auswirkungen potenzieller künftiger Bedrohungen ab. Dank dieser Reformen wird die nächste Krise weniger wahrscheinlich – und, sollte es doch dazu kommen, weniger schwerwiegend. Doch wie bereits im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt, erfordert der Erfolg das Mitwirken aller Beteiligten:<sup>1</sup> Die Aufsichtsinstanzen müssen ihre Vorgehensweise hinsichtlich der Sicherheit der drei Hauptbestandteile des Finanzsystems – Finanzinstrumente, Märkte und Finanzinstitute – überarbeiten. Sie dürfen sich aber nicht nur auf die Sicherheit der einzelnen Bestandteile konzentrieren, sondern müssen ihren Handlungsrahmen mit einem makroprudenziellen Ansatz ergänzen, um die Stabilität des Finanzsystems als Ganzes zu fördern. Die Regierungen müssen die langfristige Nachhaltigkeit ihrer Fiskalpolitik sicherstellen, damit Schocks absorbiert anstatt verstärkt werden; das bedeutet, in guten Zeiten Reserven aufzubauen, die zur Verfügung stehen, wenn negative Entwicklungen ein Eingreifen erfordern. Schließlich müssen die Zentralbanken Boomphasen bei Vermögenspreisen und Kreditvergabe als die Bedrohung für Preisstabilität und Wachstum erkennen, die sie wirklich darstellen. Die Reformprogramme in all diesen Bereichen – Finanzaufsicht, Fiskal- und Geldpolitik – müssen verabschiedet und vollständig umgesetzt werden.

Der erste Teil dieses einleitenden Kapitels stellt kurz die im Laufe der Krise umgesetzten außerordentlichen Maßnahmen dar und beleuchtet die Risiken der seit geraumer Zeit anhaltenden Behandlung, mit der primär die Symptome kuriert wurden. In den nachfolgenden Teilen untersuchen wir die grundlegenden Ursachen der Krise, fassen die laufenden Anstrengungen zur Reform des Finanzsystems zusammen und werfen einen Blick auf den verbleibenden Handlungsbedarf.

## In der Notaufnahme: Die ersten Reaktionen auf die Krise

Als sich die Krise mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers verschärfte, setzten die zuständigen Behörden immer neue Notfallmaßnahmen in Kraft, um ihre Finanzsysteme und die Realwirtschaft zu stützen. Im Grunde war dies eine Notfallversorgung – angesichts der Dringlichkeit war keine Zeit, über Nebenwirkungen nachzudenken.

Abhängig von der Struktur der jeweiligen Volkswirtschaft bzw. des Finanzsystems entschieden sich die öffentlichen Entscheidungsträger für diverse Maßnahmen: Garantien für Bankaktiva und -passiva zur Abwendung eines möglichen Runs auf die Banken; eine direkte Kreditvergabe von Fiskalbehörden und Zentralbanken sowie internationalen Finanzorganisationen zur Sicherstellung von Refinanzierungen und zur Verhinderung von Ausfällen; den Einsatz von Kapitalspritzen zur Vermeidung von Insolvenzen; die Verstaatlichung insolventer Institute zur Fortführung der Kundenbeziehungen; die Herauslösung bonitätsschwacher Kredite aus den Bilanzen des privaten Sektors; die Stützung der Preise von Vermögenswerten, für die keine liquiden Märkte mehr existierten

<sup>1</sup> S. BIZ, 79. Jahresbericht, Juni 2009, Kapitel VII.

(was zur Aufblähung der Zentralbankbilanzen führte); und schließlich die öffentliche Bestätigung der Angemessenheit der Kapitalausstattung großer Kreditinstitute durch die Aufsichtsinstanzen. Eine vollständige Aufzählung der eingeleiteten Maßnahmen würde noch Dutzende von Einzelprogrammen praktisch aller fortgeschrittenen Volkswirtschaften wie auch zahlreicher aufstrebender Volkswirtschaften beinhalten.<sup>2</sup>

Das breite Spektrum von direkten Maßnahmen zur Stützung des Finanzsystems wurde von wirtschaftspolitischen Maßnahmen in beispiellosem Umfang flankiert. Als Reaktion auf die Auswirkungen der Krise wurde eine äußerst akkommodierende Geld- und Fiskalpolitik verfolgt. In den USA, Europa und Japan betragen die Haushaltsdefizite inzwischen über 5% des BIP, und die Leitzinssätze liegen nahe null. Nachdem die Möglichkeiten einer konventionellen geldpolitischen Lockerung ausgeschöpft waren, verlegten die Zentralbanken in einer Reihe von wichtigen Ländern ihren Schwerpunkt von einer Preis- hin zu einer Mengensteuerung. Das Gesamtvolumen der von diesen Zentralbanken gehaltenen Vermögenswerte hat sich in den letzten zwei Jahren ungefähr verdoppelt und verbleibt auf (oder nahe) diesem aufgeblähten Niveau.

### Intensivbehandlung: Das Problem gefährlicher Nebenwirkungen

Die Notfallmaßnahmen waren seinerzeit dringend notwendig und haben die kurzfristigen Ziele weitgehend erreicht. Allerdings sind sie auch heute noch in Kraft – drei Jahre nach Ausbruch der Krise. Ganz offen gesagt, drohen verbleibende Schwachstellen des Finanzsystems zusammen mit den Nebenwirkungen einer derart lange andauernden Intensivbehandlung einen Rückfall des Patienten zu verursachen.

Die Lage der Weltwirtschaft stellt sich aufgrund der Krise weit schlechter dar als vor drei Jahren. In Europa und den USA ist die Arbeitslosigkeit hoch, und die Aussichten für die Nachfrage sind schwach. Durch die Stützungsprogramme für Märkte und Finanzinstitute ist eine Abhängigkeit entstanden, von der sich das Finanzsystem ohne eine Fortsetzung der sehr lockeren Geldpolitik möglicherweise nur schwer zu lösen vermag. Zudem haben einige Banken und Bankensysteme weiterhin einen sehr hohen Fremdkapitalanteil und scheinen immer noch lebenserhaltende Maßnahmen zu benötigen.

Die griechische Staatsschuldenkrise zeigt, wie instabil das Finanzsystem immer noch ist. Mitte Mai eskalierte die griechische Bonitätskrise und führte zu Refinanzierungsproblemen für eine Reihe von Banken, insbesondere in Europa – eine Situation, die an die Lage nach dem Lehman-Zusammenbruch erinnert. Diese Refinanzierungsschwierigkeiten spiegelten nicht nur die neue Problematik der Staatsverschuldung wider, sondern auch die anhaltenden Zweifel im Hinblick auf die Qualität der Bilanzen von Geschäftsbanken. Angesichts dieser Schwierigkeiten betrat die EZB Neuland und gab ihre Bereitschaft zum Ankauf von Staatsanleihen bekannt. Wie bei der vorangegangenen Krise

<sup>2</sup> Einzelheiten dazu s. BIZ, 79. Jahresbericht, Juni 2009, sowie die Kapitel II und VI des vorliegenden Jahresberichts.

wurden Notfallswaplinien der Zentralbanken eingerichtet, um Problemen bei der Fremdwährungsfinanzierung entgegenzuwirken.

Der Verschuldungsgrad außerhalb des Finanzsektors ist in vielen von der Krise unmittelbar betroffenen Ländern unverändert hoch. Wie in Kapitel II ausgeführt, haben die privaten Haushalte in diesen Ländern zwar begonnen, ihre Verschuldung zurückzuführen. Rechnet man aber die stark gestiegenen Schulden der öffentlichen Hand mit ein, ist die Verschuldung außerhalb des Finanzsektors seit 2007 beträchtlich angewachsen. Der Anstieg dieser Schuldenstände dürfte in Deutschland, Frankreich, Spanien, den USA und dem Vereinigten Königreich bis Ende 2010 20–40% des BIP entsprechen. Der anhaltend hohe Verschuldungsgrad bedeutet nicht nur, dass die Finanzlage im privaten und öffentlichen Sektor noch über Jahre hinaus fragil bleiben wird. Er schränkt auch den Spielraum für fiskalpolitische Maßnahmen erheblich ein, sofern weitere Rettungsaktionen – für staatliche oder private Schuldner – erforderlich werden sollten.

Die Ereignisse um Griechenland zeigen deutlich, dass hochverschuldete Staaten Banken in einer Krise möglicherweise nicht mehr herauskaufen können. Als Ende 2008 und Anfang 2009 die Banken in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, standen Staaten zur Unterstützung bereit. Sobald ein Staat jedoch selbst keine Anleihen mehr platzieren kann, ist er für weitere Bankenrettungen auf externe Hilfe angewiesen.

Die griechische Staatsschuldenkrise könnte eine Straffung der Geldpolitik verzögert haben. Doch je länger die Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften niedrig bleiben, desto drastischer werden die daraus resultierenden nationalen und internationalen Verzerrungen ausfallen. Wie in Kapitel III erörtert, verzerrt eine lange Phase außergewöhnlich niedriger Realzinsen die Investitionsentscheidungen, verzögert die Verbuchung von Verlusten, zieht ein Streben nach Rendite und damit das Eingehen höherer Risiken nach sich und fördert einen hohen Verschuldungsgrad. Vor dem Hintergrund der jüngsten Erfahrungen mit genau diesen Verzerrungen – vor gerade einmal fünf Jahren – ist dieses Mal ganz besondere Vorsicht geboten. Zwar unterscheidet sich das aktuelle Umfeld markant von der Situation in der ersten Hälfte des zurückliegenden Jahrzehnts. Die Krise von 2007 bis 2009 zeigt jedoch, dass die durch derart niedrige Leitzinsen begünstigten finanziellen Exzesse – Boomphasen bei den Vermögenspreisen und der Kreditvergabe, die Unterbewertung von Risiken und ähnliche Entwicklungen – letztendlich verheerende Auswirkungen haben.

Für kräftig wachsende Volkswirtschaften, in denen höhere Leitzinssätze angemessen sind, sind die Niedrigzinsen im Kern des globalen Finanzsystems – vorsichtig ausgedrückt – nicht sehr hilfreich, da die Zinsdifferenzen Kapitalströme auslösen. Wie in Kapitel III und IV dargestellt, erzeugen diese Kapitalströme einen Aufwertungsdruck auf die Währung und führen zu einer starken Ausweitung der Kreditvergabe sowie zu Vermögenspreisblasen. Bilden sich die Zinsdifferenzen zurück, wirkt sich die Umkehrung der Kapitalströme destabilisierend auf die Wirtschaft aus.

Die gewaltigen Staatsausgaben zur Stützung der Gesamtnachfrage angesichts der Krise 2007–09 haben zusammen mit vorangegangenen Leistungs-

zusagen im Gesundheitswesen sowie bei den Renten- und Sozialversicherungssystemen in vielen Industrieländern zu einem steilen Anstieg der Staatsverschuldung geführt, der auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten ist. Wie in Kapitel V diskutiert, führt die Bevölkerungsalterung in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften allmählich zu hohen Belastungen der öffentlichen Haushalte. Die Ereignisse im ersten Halbjahr 2010 haben gezeigt, dass es für einige Länder bereits zu spät sein könnte, um ihre Bonität an den Anleihemärkten ohne externe Hilfe zu schützen oder rasch wiederherzustellen. Auf jeden Fall sind in einer Reihe von Industrieländern umfangreiche Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung dringend notwendig – und zwar müssen grundsätzlich sowohl die laufenden Defizite reduziert als auch glaubwürdige Maßnahmen ergriffen werden, um eine sprunghafte Ausweitung der Defizite in der Zukunft zu vermeiden.

Die Haushaltskonsolidierung ist noch dringlicher in Ländern, die aufgrund einer verschwenderischen Haushaltspolitik und eines geringen Wachstumspotenzials infolge ihrer mangelnden internationalen Wettbewerbsfähigkeit bereits bei Ausbruch der Krise hoch verschuldet waren. Ersteres lässt sich zwar nicht ohne schmerzhaftes Einschnitte, aber doch relativ einfach bereinigen. Für Länder hingegen, die sich mit ihren Haupthandelspartnern in einer Währungsunion befinden, ist eine Abwertung keine Option. Ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit kann sich daher nur durch höhere Produktivität oder tiefere Nominallöhne verbessern. Wie zahlreiche historische Erfahrungen mit Staatsschuldenkrisen belegen, sind Rettungspakete, Schuldenübernahmen oder gar die Restrukturierung der Staatsschulden die einzigen verbleibenden Optionen, wenn die Anleger ihr Vertrauen in die Schuldendienstfähigkeit eines Landes einmal verloren haben und keine entsprechenden Schuldtitel mehr halten wollen.

## Diagnose: Die Ursachen der Krise

Jeder gute Arzt muss dem Grundsatz folgen, die Symptome einer Krankheit zu behandeln, ohne dabei ihre Ursachen außer Acht zu lassen. Was für Krankheiten gilt, gilt auch für eine Finanz- und Wirtschaftskrise: Die öffentlichen Entscheidungsträger müssen die Symptome kurieren – gleichzeitig müssen sie Reformen vorantreiben, die die Ursachen der Krise angehen, um so schnell wie möglich die Systemrisiken des Finanzsektors zu mindern. Für eine bessere Beurteilung der Fortschritte dieser Reformen fassen wir die Ursachen der Krise zunächst kurz zusammen. Zweifellos sind alle Ursachen miteinander verbunden. Zugunsten einer einfacheren Darstellung unterteilen wir sie hier jedoch in zwei Hauptkategorien: mikroökonomische und makroökonomische Ursachen.<sup>3</sup>

### *Mikroökonomische Ursachen*

Bei den mikroökonomischen Ursachen sind drei Bereiche zu nennen: verzerrte Anreize, Versagen bei Risikomessung und -steuerung sowie Schwachstellen in der Regulierung und Aufsicht. Durch die Kombination dieser Faktoren war es

<sup>3</sup> Der folgende Abschnitt fasst Erörterungen aus Kapitel I des 79. BIZ-Jahresberichts vom Juni 2009 zusammen.

im gesamten Finanzsektor möglich, Gewinne zu früh, zu leicht und nicht risikobereinig zu verbuchen.

Die Krise hat verzerrte Anreize für Verbraucher und Anleger ebenso wie für im Finanzsektor Beschäftigte und Ratingagenturen offengelegt. Verbraucher und Anleger kümmerten sich zu wenig um ihre Finanzgeschäfte: Sie verschuldeten sich in hohem Umfang und investierten in allzu komplexe und undurchsichtige Produkte. Führungskräfte in den Finanzinstituten erhöhten den Fremdfinanzierungsgrad und gingen enorme Risiken ein, ermuntert durch Vergütungssysteme, die auf kurzfristige Erträge und Geschäftsvolumina abstellten. Ratingagenturen – durch die Fülle von komplexen strukturierten Produkten überfordert, jedoch nicht bereit, sich den Gewinn aus diesem Geschäft entgehen zu lassen – waren nicht in der Lage, die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung durch den Schuldner korrekt zu beurteilen.

Messung, Bewertung und Steuerung von Risiken erfordern allesamt moderne statistische Instrumente, die größtenteils auf historischen Erfahrungswerten basieren. Selbst wenn lange Datenreihen vorhanden sind, wird weiter zurückliegenden Werten und vergangenen Turbulenzen in dem Bewusstsein, dass sich die Welt langsam, aber stetig weiterentwickelt, tendenziell weniger Bedeutung beigemessen. Entsprechend führte die lange Phase relativer Stabilität in der jüngeren Vergangenheit zu der Einschätzung, dass die Risiken dauerhaft abgenommen hätten – woraus eine Bereitschaft erwuchs, Risiken sehr niedrig zu bewerten. Die volkswirtschaftlichen Kosten waren jedoch hoch, und wir mussten schmerzlich lernen, dass diese weitverbreiteten statistischen Methoden besonders ungeeignet sind, die Konsequenzen selten auftretender Extremereignisse einzuschätzen. Die Ergebnisse dieser Methoden sind dann am wenigsten brauchbar, wenn sie am dringendsten benötigt werden.

Unzulängliche betriebliche Risikokontrollinstanzen sorgten für weitere Probleme.<sup>4</sup> Risikomanager haben die äußerst unpopuläre Aufgabe, Händler anzuweisen, gewinnbringende Geschäfte einzustellen. Mangels Unterstützung durch die oberste Führungsebene fanden die Risikomanager kein Gehör.

Die Finanzaufsicht schließlich war zu nachsichtig und – bei einigen Aktivitäten – zu leicht zu umgehen. Das übermäßige Vertrauen von Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen in die Disziplin der Märkte (einschließlich der vermeintlich durch Ratingagenturen verordneten Disziplin) führte dazu, dass sie ihren Einfluss in einigen Ländern im Zentrum des globalen Finanzsystems nur noch äußerst zurückhaltend ausübten. Und wenn selbst diese geringen Einschränkungen als zu belastend angesehen wurden, konnten Finanzinstitute bestimmte Aktivitäten leicht der Aufsicht entziehen. Indem sie also an den falschen Fronten – oder überhaupt nicht – kämpften, ermöglichten schwache Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen den Aufbau enormer Risiken.

### *Makroökonomische Ursachen*

Die makroökonomischen Ursachen der Krise fallen in zwei große Kategorien: Probleme infolge wachsender Ungleichgewichte bei den internationalen Finanz-

<sup>4</sup> S. Counterparty Risk Management Policy Group, *Containing systemic risk: the road to reform*, Bericht III der CRMPG, 6. August 2008.

forderungen sowie Schwierigkeiten aufgrund der langen Phase niedriger Realzinsen.

Anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschüsse bzw. -defizite führten vor der Krise fast zehn Jahre lang zu einem Nettokapitalabfluss aus den kapitalarmen aufstrebenden Volkswirtschaften in die kapitalreichen Industrieländer. Es gibt eine Reihe unterschiedlicher Erklärungen zur Entstehung dieser Kapitalströme sowie des daraus resultierenden Anstiegs grenzüberschreitender Forderungen: die exzessive Inlandsnachfrage in einigen der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, eine Ersparnisschwemme, mangelnde Investitionsmöglichkeiten, die Nachfrage nach internationalen risikoarmen Vermögensanlagen zur Portfoliodiversifizierung sowie der vorsorgliche Aufbau von Währungsreserven durch aufstrebende Volkswirtschaften. Die genauen Ursachen sind jedoch von untergeordneter Bedeutung. Primär ist entscheidend, dass das symbiotische Verhältnis zwischen exportgestütztem Wachstum in einer Ländergruppe und schuldeninduziertem Wachstum in einer anderen Ländergruppe die großen Bruttokapitalströme und die enormen Forderungsbestände der Exportländer gegenüber den Importländern hervorbrachte. Diese Kapitalströme und Forderungsbestände trugen zur Fehlbewertung von Vermögenswerten und zur globalen Ausbreitung der Krise bei.

Die zweite Kategorie makroökonomischer Ursachen hat ihren Ursprung in der seit 2001 andauernden langen Phase niedriger realer Leitzinsen und niedriger langfristiger Realzinsen. Dieses geringe Zinsniveau hatte eine Reihe bedeutsamer Auswirkungen, wie etwa einen sprunghaften Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften, der in einigen Ländern zu einem eindeutig unhaltbaren Boom bei den Wohnimmobilienpreisen beitrug. Eine weitere Konsequenz war das Streben nach Rendite, das bei institutionellen Anlegern zur Übernahme erheblicher zusätzlicher Risiken führte, selbst wenn sie damit nur geringfügig höhere Erträge erzielen konnten.

## Behandlung der Ursachen der Krise

Wenn das Finanzsystem auf eine stabilere Basis gestellt werden soll, müssen die Ursachen der globalen Finanzkrise bei der Ausgestaltung der Reformen berücksichtigt werden. Um die richtige Medizin verordnen zu können, ist es entscheidend, die richtigen Schlüsse aus der Ursachenanalyse zu ziehen. Man könnte aus den in der Krise gesammelten Erfahrungen ableiten, dass bestimmte Geschäftsaktivitäten (etwa Verbriefungen und außerbörslicher Handel) oder bestimmte Finanzinstrumente (wie Collateralised-Debt-Obligations und Credit-Default-Swaps) verboten werden sollten, um weitere Finanzkrisen zu vermeiden. Aber selbst wenn ein solches Verbot möglich wäre: Die Rezepte von gestern taugen nicht für die Krise von morgen. Stattdessen gilt es, einen flexiblen und zukunftsorientierten Ansatz zu verfolgen, der die Externalitäten berücksichtigt, die dazu führten, dass bestimmte Geschäftsaktivitäten dem Finanzsystem Schaden zufügen konnten. Statt des illusorischen Versuchs, Krisen aus der Welt zu schaffen, müssen wir danach trachten, ihre Wahrscheinlichkeit und ihr Ausmaß zu reduzieren.

Fortschritte bei der Reform des Finanzsystems			
Reduzierung des Ausfallrisikos einzelner Institute	Begrenzung von Spillover-Effekten und Prozyklizität		
	Institute	Märkte	Finanzinstrumente
<p>Einflussnahme auf Umfang, Zusammensetzung und Risikogehalt der Bilanz; Stärkung der Kapitalausstattung (quantitativ und qualitativ) Einführung von Mindestliquiditätsanforderungen</p> <p>Verbesserte Risikodeckung</p> <p>Begrenzung des Fremdfinanzierungsgrads</p> <p>Verbesserte Unternehmensführung und Anreizsysteme:</p> <p>Stärkung des Risikomanagements</p> <p>Verbesserte Vergütungssysteme</p> <p>Verbesserte Aufsichts- und Regulierungsstandards</p> <p>Stärkung der Marktdisziplin:</p> <p>Ausweitung der Offenlegungspflichten (auch für Verbriefungspositionen)</p> <p>Internationale Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards</p> <p>Stärkere Überwachung von Ratingagenturen</p>	<p><b>Laufende oder abgeschlossene Reformen</b></p> <p>Erhöhung der Stabilität systemrelevanter Finanzinstitute: Beschränkung von Art und Umfang der Geschäftstätigkeit</p> <p>Einführung von auf das Systemrisiko bezogenen Kapital- und Liquiditätsanforderungen</p> <p>Begrenzung von Spillover-Effekten beim Ausfall eines systemrelevanten Finanzinstituts: Umsetzung einer grenzüberschreitenden Überwachung</p> <p>Entwicklung grenzüberschreitender Konzepte für Krisenmanagement und -bewältigung</p> <p>Belastung der Bankengläubiger mit den Kosten der Krisenbewältigung (auch bei systemrelevanten Instituten)</p> <p>Ausdehnung des Aufsichtsbereichs auf alle systemrelevanten Institute</p> <p>Reduzierung der Prozyklizität des Finanzsystems: Einführung konjunkturunabhängiger Kapitalpolster</p> <p>Umsetzung von konjunkturunabhängigen Ein- und Nachschussverpflichtungen und Sicherheitsabschlägen</p> <p>Einsatz weiterer Instrumente wie z.B. Beleihungsquoten und Begrenzung von Fremdwährungsrisiken</p>	<p>Verlagerung der Abwicklung außerbörslicher Geschäfte auf zentrale Gegenparteien</p> <p>Mehr Handelstransparenz, auch durch verstärkte Nutzung von Datenbanken zu Handelsgeschäften</p> <p>Verlagerung des außerbörslichen Handels auf Börsen bzw. elektronische Plattformen</p>	<p>Wirtschaftspolitik</p> <p>Integration des Finanzstabilitätsziels in den wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen</p>
	<p><b>Ausstehende Reformen</b></p> <p>Lückenlose Aufsicht über systemrelevante Finanzinstitute</p>	<p>Registrierung und Risiko-ratings</p>	
Tabelle I.1			

Wie bereits im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt, müssen wir beim Aufbau eines widerstandsfähigeren Finanzsystems die Risiken beachten, die von zwei Arten von Externalitäten in diesem System ausgehen. Die erste Externalität ist gegeben, wenn mehrere Finanzinstitute gleichzeitig insolvent werden, und zwar aufgrund zusammenhängender Engagements (d.h. die Institute sind alle dem gleichen Risiko ausgesetzt) oder infolge enger Verflechtungen zwischen Instituten. Die zweite Externalität ist die sog. Prozyklizität.<sup>5</sup> In den nächsten beiden Abschnitten fassen wir die wichtigsten Reformen zusammen, um diesen Externalitäten zu begegnen (s. auch Tabelle I.1), und geben einen Überblick, wie sie einzuordnen sind.

## Rezept: Abbau der Risiken von zusammenhängenden Engagements und Verflechtungen

Neue und verbesserte Regelungen zur Verringerung von Systemrisiken aus zusammenhängenden Engagements und Verflechtungen wirken auf zwei Ebenen: durch eine Reduzierung des Ausfallrisikos eines einzelnen Instituts und durch die Verringerung der Wahrscheinlichkeit eines systemweiten Zusammenbruchs.

### *Reduzierung des Ausfallrisikos einzelner Institute*

Die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Finanzinstituts lässt sich mittels unterschiedlicher Instrumente reduzieren: i) durch Einflussnahme auf Umfang, Zusammensetzung und Risikogehalt der Bilanz, ii) durch Verbesserung der Unternehmensführung des Instituts sowie der Anreizsysteme für die Führungskräfte und iii) durch Stärkung der Marktdisziplin. Zusammengenommen – und richtig implementiert – dürften diese Instrumente dazu beitragen, eingegangene Risiken zu mindern, die Verlusttoleranz der Institute zu steigern und die Wahrscheinlichkeit von Ausfällen zu senken.

Mit Blick auf die erste Art von Instrumenten hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) vier auf die Bankbilanzen abzielende Maßnahmenpakete empfohlen, mit denen die Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung von Banken ihrem Risikoengagement besser gerecht werden soll.<sup>6</sup>

Der erste Vorschlag des BCBS zu bilanziellen Änderungen stärkt das Eigenkapital von Banken quantitativ und qualitativ, sodass sie unerwartete Wertverluste besser absorbieren können.

Der zweite Vorschlag soll Illiquidität verhindern, indem sowohl der Umfang der Fristentransformation der Banken (kurzfristige Mittelaufnahme zur langfristigen Kreditvergabe) als auch die Abhängigkeit von Kapitalmarktfinanzierungen

<sup>5</sup> S. BIZ, 79. Jahresbericht, Juni 2009, Kapitel VII.

<sup>6</sup> Im Dezember 2009 veröffentlichte der BCBS zwei wichtige Dokumente mit Vorschlägen zur stärkeren Regulierung der Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung, einschl. eines Maßnahmenpakets zur Steigerung der Qualität, Konsistenz und Transparenz der Kapitalbasis (*Strengthening the resilience of the banking sector* und *International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*, Konsultationspapiere, 17. Dezember 2009). Analog hierzu hat das IASB einen vermehrt zukunftsbezogenen Ansatz zur Bildung von Rückstellungen vorgelegt (International Accounting Standards Board, *Financial Instruments: amortised cost and impairment*, Exposure Draft ED/2009/12, November 2009).

beschränkt werden. Man muss in diesem Zusammenhang auch vermeintlich Offensichtliches betonen: je ausgeprägter die Fristentransformation einer Bank, desto geringer ihre Liquidität. Wie die letzte Krise zeigte, ist Liquidität bei Turbulenzen mindestens so wichtig wie Kapital – dies gilt besonders für Banken, die sich an internationalen Märkten refinanzieren oder in unterschiedlichen Ländern tätig sind.

Mit dem dritten Vorschlag wird die Deckung von Kontrahentenrisiken aus Derivaten, Repos, Wertpapierleihegeschäften und komplexen Verbriefungstransaktionen verbessert.

Der vierte Vorschlag ergänzt die komplexen, risikogewichteten Eigenkapitalanforderungen durch einen weiteren Sicherheitsmechanismus: die Limitierung des Fremdfinanzierungsgrads. Da sowohl Gewinne als auch Verluste durch den Fremdfinanzierungsgrad verstärkt werden können, erhöht dieser in schlechten Zeiten das Ausfallrisiko.<sup>7</sup>

Einige Länder – darunter die Schweiz und zuletzt Irland – haben bereits damit begonnen, strengere Anforderungen für die Banken in Bezug auf Kapitalausstattung und Fremdfinanzierungsgrad einzuführen.<sup>8</sup> Die im Vereinigten Königreich und in den USA umgesetzten Stresstestverfahren haben letztlich die gleiche Wirkung. Diese Bemühungen werden durch die Banken selbst unterstützt, von denen viele ihre Kapitalbasis bereits beträchtlich ausgeweitet haben. Hier waren die Vorwegnahme solcher aufsichtsrechtlicher Anforderungen durch die Banken und die Erwartungen der Anleger maßgebend.

Die zweite Art von Instrumenten zur Reduzierung des Ausfallrisikos einzelner Institute befasst sich mit der Unternehmensführung sowie den Anreizsystemen für die Führungskräfte. In vielen Ländern haben die Aufsichtsinstanzen ihre Überwachung intensiviert, um das Risikomanagement der Finanzinstitute zu verbessern. Mit zahlreichen Maßnahmen werden Rahmenbedingungen für die Abwicklung krisengeschwächter, systemrelevanter Banken („special resolution regimes“) geschaffen, einschließlich sog. Living Wills, mit denen Banken eine vorsorgliche Planung für ihre potenzielle Abwicklung aufstellen. Als erhoffter Zusatzeffekt dieser Maßnahmen soll das Bewusstsein der Geschäftsleitungen für die Risiken ihrer Institute geschärft werden.<sup>9</sup> Damit im Zusammenhang stehen Anstrengungen, um die Vergütungsstrukturen besser mit einer umsichtigen Risikokultur in Einklang zu bringen. Ziel ist es, verzerrte Anreize abzubauen, die Manager veranlassen, kurzfristige Profite zu steigern

<sup>7</sup> Die vorliegende Erörterung konzentriert sich auf Banken; die Anstrengungen zur Reduzierung von Ausfallrisiken beziehen aber auch andere Arten von Finanzinstituten mit ein. Ein Beispiel hierfür ist „Solvency II“, ein von internationalen Aufsichtsinstanzen für die Versicherungsbranche entwickeltes globales Rahmenkonzept, das in der Europäischen Union bereits umgesetzt wurde.

<sup>8</sup> Im November 2008 führte die Schweizer Bankenaufsicht konjunkturunabhängige Kapitalpolster und Liquiditätsquoten für die zwei größten Banken des Landes ein. Diese bis 2013 umzusetzenden Kapitalanforderungen liegen um 50–100% über den Anforderungen gemäß Säule 1 der Basel-II-Rahmenvereinbarung. Im März 2010 gab die irische Finanzmarktaufsichtsbehörde bekannt, dass Banken in Irland ab Ende 2010 Kapital in Höhe von 8% des Kernkapitals vorhalten müssen, wovon 7 Prozentpunkte aus Kapital höchster Qualität (Beteiligungskapital) bestehen müssen. Bei der Berechnung künftiger Forderungsverluste werden institutsspezifisch zusätzliche Beträge hinzugerechnet.

<sup>9</sup> Rahmenbedingungen für die Abwicklung großer Finanzinstitute wurden in mehreren Ländern vorgeschlagen oder umgesetzt, u.a. in Deutschland, der Schweiz, den USA und dem Vereinigten Königreich. Des Weiteren wird in Erwägung gezogen, solche Rahmenbedingungen auch grenzüberschreitend einzuführen, wie nachstehend erörtert.

und dabei die langfristigen Risiken für das Institut – und das ganze System – außer Acht zu lassen.<sup>10</sup>

Darüber hinaus bereitet der BCBS Regelwerke zur Verbesserung von Aufsichtsstandards, Bewertungsmethoden, Liquiditätsvorkehrungen und Stress-tests vor. Dabei ist die bessere Einhaltung internationaler Standards für Aufsicht und Regulierung sicherlich nur ein erster Schritt. Im Januar 2010 veröffentlichte das FSB ein Rahmenkonzept zu diesem Thema, das zurzeit umgesetzt wird. Es umfasst drei Kernelemente: Führung durch vorbildliches Verhalten, gegenseitige Prüfungen („peer reviews“) und die Förderung der weltweiten Einhaltung internationaler Finanzstandards.

Die dritte Art von Instrumenten zielt auf die Stärkung der Marktdisziplin durch höhere Transparenz ab. So befassen sich die im Juli 2009 vom BCBS veröffentlichten Verbesserungen der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen von Basel II mit Schwachstellen bei der Offenlegung der Verbriefungspositionen von Banken.<sup>11</sup> Weitere Maßnahmen umfassen die Anstrengungen des IASB und des Financial Accounting Standards Board zur verstärkten internationalen Harmonisierung von Rechnungslegungsstandards und die Umsetzung der von der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) vorgeschlagenen Regulierung mit Blick auf die notwendige Stärkung der Standards und der Überwachung von Ratingagenturen. Schließlich soll auch die Offenlegung von Risiken generell verbessert werden.

#### *Verringerung der Wahrscheinlichkeit eines systemweiten Zusammenbruchs*

Angestrebt wird ein System, das – in der zuvor beschriebenen Weise – unnötige strukturelle Schwachstellen einzelner Institute behebt, in dem der Ausfall einzelner Institute aber grundsätzlich möglich ist.<sup>12</sup> Was es zu vermeiden gilt, ist ein System, in dem zahlreiche Institute gleichzeitig ausfallen – unabhängig davon, ob dies aufgrund zusammenhängender Engagements geschieht oder ob ein einzelnes Institut so groß oder mit anderen Instituten so stark verflochten ist, dass sein Scheitern zu einer Welle von Insolvenzen und damit einem systemweiten Zusammenbruch führt.

Das Problem zusammenhängender Engagements ist relativ leicht zu erfassen: Es bedeutet, dass ein Finanzsystem mit einer großen Zahl kleiner, aber gleichartiger Institute ebenso anfällig ist wie ein System, das aus einer kleinen Zahl sehr großer Finanzinstitute besteht. Um beiden Ausprägungen dieses Risikos zu begegnen, müssen Regulierungs- und Aufsichtsinstanzen grundsätzlich nur sicherstellen, dass nicht alle Intermediäre den gleichen Gefahren ausgesetzt sind.

<sup>10</sup> Das Financial Stability Board (FSB) hat Richtlinien für eine Reform der Regulierungs- und Aufsichtssysteme vorgelegt, die sich mit diesen Problemereichen beschäftigen. S. *FSB principles for sound compensation practices – implementation standards*, September 2009 (basierend auf einem Bericht, den das Financial Stability Forum – die Vorgängerorganisation des FSB – im April 2009 vorgelegt hatte). Das FSB berichtete zum Umsetzungsstand dieser Standards in *Thematic review of compensation*, März 2010.

<sup>11</sup> S. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, *Enhancements to the Basel II framework, Revisions to Pillar 3*, Juli 2009. Das FSB arbeitet zurzeit an einem sog. Peer-reviewed Progress Report zu den Fortschritten bei der Offenlegung der Risikopositionen von Marktteilnehmern.

<sup>12</sup> Allerdings bleibt kleineren Ländern mit einer geringen Zahl von Instituten, die alle systemrelevant sind, keine andere Wahl, als sämtliche Möglichkeiten eines Ausfalls weitestgehend auszuschließen.

Schwieriger ist es, zu verhindern, dass ein einzelnes Finanzinstitut eine Welle von Zusammenbrüchen auslöst. Dazu ist dreierlei erforderlich: i) Die Systemrelevanz einzelner Finanzinstitute muss verringert werden. ii) Beim Zusammenbruch eines Instituts sind die Spillover-Effekte zu begrenzen, indem sichergestellt wird, dass die Kosten eines Zusammenbruchs von den unbesicherten Gläubigern des Instituts getragen werden. iii) Alle systemrelevanten Finanzinstitute und -aktivitäten müssen dauerhaft der Aufsicht unterstellt werden. In allen drei Bereichen sind Fortschritte sichtbar – dank der Regulierung und Beaufsichtigung einzelner Institute, die vielfach willkommene Schritte auf dem Weg zu einem makroprudenziellen Ansatz darstellen, sowie aufgrund von Reformen der Marktstrukturen.

*Verringerung der Systemrelevanz.* Die erste Aufgabe ist es, zu verhindern, dass ein Finanzinstitut so groß wird oder mit anderen Instituten so stark verbunden ist, dass sein Ausfall nicht zugelassen werden könnte. Auf diese Weise wird dem von seinem potenziellen Ausfall ausgehenden Systemrisiko entgegengewirkt. Das Systemrisiko lässt sich mit Umweltverschmutzung vergleichen. Ebenso wie die Menschen auf unterschiedliche Weise davon abgehalten werden, die Luft oder das Wasser zu verschmutzen, gibt es verschiedene Möglichkeiten, Institute davon abzuhalten, das systemweite Risiko zu erhöhen. Hierzu gehören beispielsweise Einschränkungen der Geschäftstätigkeit oder Maßnahmen in Bezug auf die Risikobewertung.

Im Hinblick auf die Geschäftstätigkeit gibt es Überlegungen öffentlicher Entscheidungsträger, den Umfang der Aktivitäten von Finanzintermediären in unterschiedlicher Form zu begrenzen oder einfach ein Limit für die Bilanzsumme von Instituten zu erlassen. Ein Beispiel für die Einschränkung der Geschäftsaktivität ist der Volcker-Vorschlag, nach dem es den im Einlagen-geschäft tätigen US-Banken untersagt wäre, Eigenhandel zu betreiben.<sup>13</sup>

Im Rahmen der Risikobewertung könnten Banken und andere Institute gezwungen werden, dafür zu bezahlen, dass sie Systemrisiken verursachen. Unter den diversen Gestaltungsoptionen erscheint ein auf das Systemrisiko bezogener Kapitalaufschlag in Form zusätzlicher Eigenkapital- oder Liquiditätsanforderungen am besten geeignet: Systemrelevante Institute wären dadurch gezwungen, mehr Kapital und Liquidität vorzuhalten als andere Institute, was ihre Ausfallwahrscheinlichkeit mindern würde. Theoretisch könnte auch eine Steuer bei gleicher Lastenverteilung dieselben Ziele erreichen wie ein auf das Systemrisiko bezogener Kapitalaufschlag. Letztendlich ist dieser Ansatz aber aufgrund seiner Komplexität unattraktiv.<sup>14</sup>

*Begrenzung von Abwicklungskosten und Spillover-Effekten.* Die Verringerung der Systemrelevanz einzelner Institute erleichtert die zweite Aufgabe – die

<sup>13</sup> Erklärung von Paul A. Volcker vor dem US-Senatsausschuss für Banken, Wohnungsbau und Städtefragen, Washington D.C., 2. Februar 2010.

<sup>14</sup> Ein dritter, deutlich weniger reizvoller Ansatz wäre die Ex-post-Besteuerung aller Finanzinstitute, um die Belastungen großer Insolvenzen für die öffentlichen Haushalte auszugleichen. Das Problem einer solchen Steuer liegt darin, dass sie die Banken nicht wirksam davon abhält, zusätzliche Risiken einzugehen.

Begrenzung von Spillover-Effekten –, indem die Kosten einer Insolvenz den unbesicherten Gläubigern des betreffenden Instituts auferlegt werden. Dies ist machbar, sofern Risikokonzentrationen im System bereits vor einem Ausfall identifiziert werden können und stabile wie auch transparente Abwicklungsprozesse existieren. Diese Aufgabe hat offensichtliche internationale Aspekte, während die Frage der Transparenz die Finanzmarktstrukturen tangiert.

Wie uns die jüngste Krise gelehrt hat, müssen Abwicklungsprozesse grenzüberschreitende Konzepte für Krisenmanagement und -bewältigung beinhalten, wenn Dominoeffekte aus dem Zusammenbruch eines großen Finanzinstituts mit globalen Geschäftsaktivitäten eingegrenzt werden sollen.<sup>15</sup> International koordinierte Maßnahmen, die ein konsistentes Vorgehen der verschiedenen nationalen Instanzen bei der Beaufsichtigung solcher Institute sicherstellen, werden es den Regulierungsinstanzen ermöglichen, bereits vor Ausbruch einer Krise tätig zu werden.

Im Rahmen von Aufsichtszusammenschlüssen („supervisory colleges“) koordinieren jeweils alle Aufsichtsinstanzen, die einen großen, international tätigen Finanzintermediär beaufsichtigen, ihre Anstrengungen. Die Einrichtung solcher Zusammenschlüsse für alle großen, global tätigen Intermediäre ist ein Gemeinschaftsprojekt des FSB, des BCBS und der internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS). Die Europäische Kommission hat eine solche Vorgehensweise für die Europäische Union bereits angeordnet.<sup>16</sup>

Intransparenz bei Abwicklungsprozessen hat Auswirkungen auf die Finanzmärkte, und Informationsasymmetrien bilden den Nährboden für Panikreaktionen der Marktteilnehmer. Die Krise 2007–09 breitete sich aufgrund von Unsicherheiten in Bezug auf Kontrahentenrisiken aus – es war nicht klar, wer eventuell anfallende Verluste zu tragen hätte. Transparenz und Information sind Schlüsselfaktoren für jeden Lösungsansatz, auch im Hinblick auf die Märkte. Ein zentrales Reformprojekt in Bezug auf die Infrastruktur der Finanzmärkte ist konzeptionell einfach, aber technisch komplex: die Einrichtung zentraler Gegenparteien, verbunden mit der Vorgabe, einen höheren Anteil der Handelsaktivitäten auf Börsen zu verlagern. Diese Verlagerung des Handels von einem überwiegend bilateralen, außerbörslichen Markt in ein von zentralen Gegenparteien dominiertes Umfeld hat eine Reihe unbestreitbarer Vorteile. Die zentrale Gegenpartei ist ein Akteur, der sich bei Transaktionen dazwischenschaltet, was die Steuerung von Kontrahentenrisiken verbessert. Das multilaterale Netting von Positionen und Zahlungen wird vereinfacht, und die Transparenz wird erhöht, da den Aufsichtsinstanzen und der Öffentlichkeit

<sup>15</sup> Zur Begrenzung von Dominoeffekten werden zahlreiche Schritte unternommen. Im März 2010 gab der BCBS eine Reihe von Empfehlungen heraus. Eine Arbeitsgruppe des FSB analysiert die Liquidation von Finanzinstituten unter den jeweiligen nationalen Rahmenbedingungen sowie deren Zusammenspiel auf internationaler Ebene. Bis Oktober 2010 will das FSB Grundsätze zur Harmonisierung der nationalen Rahmenbedingungen vorlegen. Auch der IWF untersucht Möglichkeiten zur effektiven Liquidation international tätiger Finanzinstitute.

<sup>16</sup> Bis Ende 2010 muss gemäß den Anforderungen aus der 2009 erlassenen Änderung der Eigenkapitalrichtlinie 2 (CRD2) ein „supervisory college“ für alle grenzüberschreitend tätigen europäischen Bankkonzerne eingerichtet sein. Darüber hinaus verlangt die Solvency-II-Richtlinie bis Ende Oktober 2012 die Einrichtung eines solchen Gremiums für alle grenzüberschreitend tätigen Versicherungskonzerne.

Informationen zu Marktaktivitäten und Risikopositionen (mit Angaben zu Preisen und Volumina) zur Verfügung stehen.<sup>17</sup>

Glücklicherweise haben Gesetzgeber und Regulierungsinstanzen die Vorteile zentraler Gegenparteien sowie zentralisierter Clearingstellen und Börsen erkannt und machen erhebliche Fortschritte bei entsprechenden Reformen, die die Sicherheit des Finanzsystems erhöhen werden.<sup>18</sup>

*Errichtung eines lückenlosen Aufsichtsbereichs.* Die dritte Aufgabe, die Erweiterung des Einflussbereichs der Aufsicht, sodass alle systemrelevanten Finanzinstitute und -aktivitäten dauerhaft erfasst werden, ergibt sich aus der kostspieligen Lektion, die uns die Finanzkrise erteilt hat. In diesem Bereich sind bereits erste Fortschritte zu verzeichnen. So hat das Gemeinsame Forum ein breit gefächertes Paket an Empfehlungen vorgelegt, die sich mit der Konsistenz und Lückenlosigkeit der Aufsicht über die unterschiedlichen Segmente und Produkte des Finanzsektors befassen.<sup>19</sup> Trotzdem bleibt noch viel zu tun.

## Rezept: Verringerung der Prozyklizität

Wie oben dargelegt, müssen Rezepte für ein widerstandsfähigeres Finanzsystem die Risiken zweier Arten von Externalitäten behandeln. Die erste Art – der zeitgleiche Ausfall mehrerer Finanzinstitute aufgrund zusammenhängender Engagements oder infolge von Verflechtungen – wurde bereits beleuchtet. Die zweite Art von Externalitäten, die als Prozyklizität bezeichnet wird, sind sich verstärkende Rückkopplungseffekte zwischen dem Finanzsystem und der Realwirtschaft. Die grundsätzliche Problematik der Prozyklizität lässt sich leicht beschreiben: In einer wirtschaftlichen Boomphase sind Kredite tendenziell leichter und billiger zu bekommen. Die Banken verfügen über ausreichend Liquidität und Kapital, die Bonität der Kreditnehmer steigt, und die Sicherheiten werden höher bewertet. In einem Abschwung kehren sich diese Rahmenbedingungen

<sup>17</sup> Einzelheiten dazu s. S. Cecchetti, J. Gyntelberg und M. Hollanders, „Central counterparties for over-the-counter derivatives“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2009, S. 45–58.

<sup>18</sup> Im Hinblick auf eine stärkere Nutzung von zentralen Gegenparteien wurden u.a. folgende Schritte unternommen: die Gründung eines Forums für Regulierungsinstanzen der außerbörslichen Derivatmärkte im September 2009; die ebenfalls vergangenen September eingegangene Selbstverpflichtung führender Derivatehändler aus den G15-Ländern, bestimmte Zielgrößen beim zentralisierten Clearing von außerbörslichen Kreditderivaten zu erreichen; die im Januar 2010 veröffentlichten Empfehlungen des Gemeinsamen Forums der Regulierungsinstanzen für das Bank-, Versicherungs- und Wertpapiergeschäft für eine schärfere Überwachung von Instrumenten zur Übertragung von Kreditrisiken; die vom Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und von der IOSCO im Mai 2010 veröffentlichten, überarbeiteten Standards für zentrale Gegenparteien zur besseren Handhabung der Risiken aus dem Clearing von außerbörslichen Derivaten; die Vorschläge des BCBS, Kapitalanforderungen so anzupassen, dass die Verlagerung von Positionen vom außerbörslichen Markt hin zu zentralen Gegenparteien gefördert wird; entsprechende Gesetzesvorlagen in Europa und den USA für eine rechtliche Verankerung dieser Reformen.

<sup>19</sup> Im Januar 2010 veröffentlichte das Gemeinsame Forum (bestehend aus dem BCBS, der IOSCO und der IAIS) den Bericht *Review of the differentiated nature and scope of financial regulation: key issues and recommendations*. Darin wurden eine Reihe von Maßnahmen vorgeschlagen, die sich mit der Angemessenheit des Einflussbereichs der Aufsicht befassen, etwa die Harmonisierung der Aufsicht im Bank-, Versicherungs- und Wertpapiergeschäft, eine stärkere Regulierung und Beaufsichtigung von Finanzkonzernen (insbesondere grenzüberschreitenden Finanzdienstleistern), die Schaffung konsistenter und effektiver Standards für die Vergabe von Hypothekenkrediten, die Ausweitung der Aufsicht auf das Hedgefonds-Geschäft sowie die verstärkte Überwachung von Instrumenten zur Übertragung von Kreditrisiken.

um: Banken müssen unerwartete Verluste absorbieren, wodurch ihre Kapitalbasis schrumpft und sie die Kreditvergabe entsprechend zurückfahren müssen. Die Bonität der Kreditnehmer verschlechtert sich, und die Sicherheiten verlieren an Wert.

Währungsbehörden und Aufsichtsinstanzen entwickeln automatische Stabilisierungsmechanismen als Ergänzung zu diskretionären geldpolitischen Maßnahmen, um die natürlichen Verstärkungseffekte im Finanzsystem abzuschwächen. Wie in Kapitel VII ausführlich erörtert, sind diese Mechanismen ein zentrales Element des makroprudenziellen Regelwerks. Dazu gehören beispielsweise Kapitalpolster, die sich am Verhältnis des Kreditvolumens zur wirtschaftlichen Aktivität orientieren und somit in Aufschwungsphasen auf- bzw. in Abschwungsphasen abgebaut werden. Zu nennen sind aber auch eine konjunkturunabhängige Risikovorsorge, Ein- und Nachschussverpflichtungen sowie Sicherheitsabschläge für Kreditgeber, die über den Konjunkturzyklus stabiler sind. Der BCBS befasst sich mit Kapitalpolstern und der konjunkturunabhängigen Risikovorsorge. Ein- und Nachschussverpflichtungen sowie Sicherheitsabschläge werden in einem kürzlich vom Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (CGFS) veröffentlichten Bericht behandelt.<sup>20</sup> Kapitel VII beleuchtet zudem eine Vielzahl antizyklischer Aufsichtsinstrumente, die zurzeit entwickelt werden, u.a. variable Höchstgrenzen für Beleihungsquoten sowie Grenzwerte für Fremdwährungsrisiken.

## Reformen: Zentrale noch ausstehende Aufgaben

Auf dem Weg zu einem stabileren Finanzsystem wurden bereits wichtige Fortschritte erzielt. Die initiierten Reformen sollten verabschiedet und umgesetzt werden. Doch es braucht noch mehr. Die Aufsicht sollte sich weiter mit den Instituten befassen, ihre Aufmerksamkeit aber verstärkt auch auf Finanzinstrumente und Märkte richten. Des Weiteren gilt es, alle Kraft daran zu setzen, damit die unweigerlichen Versuche, sich dem Einflussbereich der Aufsicht zu entziehen, scheitern. Auch sollte klarer herausgestellt werden, dass verbesserte Regulierung allein nicht ausreicht: Die Wirtschaftspolitik spielt eine zentrale Rolle – und um das erforderliche stabilere Finanzsystem zu erreichen, muss diese Rolle gestärkt werden.

Wie bereits vor einem Jahr an dieser Stelle festgehalten, hängt der Erfolg beim Aufbau eines sichereren Finanzsystems davon ab, dass Systemrisiken bei allen drei Hauptbestandteilen des Systems erkannt und reduziert werden: bei Märkten, Finanzinstrumenten und Instituten.<sup>21</sup> Es gilt, die Sicherheit und Transparenz aller Bestandteile zu erhöhen, ohne dabei produktivitätssteigernde Innovationen zu hemmen oder die Kernfunktion dieser Bestandteile – die Verbesserung der Allokationseffizienz in der Gesamtwirtschaft – zu behindern. An den Finanzmärkten stellen Initiativen zur Einführung einer zentralen Stelle für Clearing und Abwicklung außerbörslicher Derivate eine hilfreiche Verbesserung

<sup>20</sup> S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „The role of margin requirements and haircuts in procyclicality“, *CGFS Papers*, Nr. 36, März 2010.

<sup>21</sup> S. BIZ, 79. *Jahresbericht*, Juni 2009, Kapitel VII.

der Infrastruktur und einen ersten Schritt hin zum obligatorischen Handel an organisierten Börsen dar.

Für Finanzinstrumente ist – wie im letztjährigen Jahresbericht ausgeführt – als möglicher Kompromiss zwischen Innovation und Sicherheit eine Art Produktregistrierung denkbar, die den Zugang von Anlegern zu Finanzinstrumenten in Abhängigkeit von deren Sicherheitsgrad einschränken würde. In diese Richtung gehen die bereits unternommenen Anstrengungen für eine bessere Standardisierung und Dokumentierung von Finanzinstrumenten, beispielsweise durch den vermehrten Einsatz von zentralen Gegenparteien. Zu erwähnen sind aber auch Initiativen für eine Verbesserung der Kundeninformationen durch umfangreiche Offenlegungspflichten bei Anlageprodukten. Auf diese Schritte sollten aber noch umfassendere Reformen folgen.

In einer dynamischen Marktwirtschaft – in der die Steigerung der Profitabilität den Hauptanreiz darstellt – sollte es nicht überraschen, dass Finanzinstitute stets versuchen, die Grenzen der Regulierung auszutesten und einige ihrer Aktivitäten dem Einflussbereich der Aufsicht zu entziehen, wann und wo ihnen dies möglich ist. Die Regulierungsinstanzen sollten Innovationen nicht unterdrücken, sie müssen aber sicherstellen, dass die Grundregeln auch bei neuen Geschäftspraktiken eingehalten werden. Anders ausgedrückt: Die Aufsicht und die Regulierung müssen die systemrelevanten Finanzinstitute lückenlos erfassen – ungeachtet ihrer Größe oder Rechtsform. Dies gilt insbesondere für den makroprudenziellen Ansatz der Aufsicht. Wie die Krise gezeigt hat, ist stetige Wachsamkeit gegenüber Gefahren notwendig, die in den Randbereichen des Finanzsystems entstehen und seine Stabilität beeinträchtigen können.

Die Reform des regulatorischen Umfeldes allein reicht jedoch nicht aus, um Finanzstabilität zu gewährleisten. Geld- und Fiskalpolitik spielen ebenfalls eine Rolle. Damit sie diese auch ausfüllen können, ist ein breiterer und stärker zukunftsorientierter politischer Handlungsrahmen erforderlich. Wie in Kapitel VII betont, ergänzen sich Zinspolitik und ein antizyklisch ausgelegtes Aufsichtssystem beim Aufbau eines widerstandsfähigeren Finanzsystems. Dennoch bedeutet größere Aufmerksamkeit hinsichtlich der Auswirkungen der Zinspolitik auf die Preise von Vermögenswerten und die Verschuldung nicht zwangsläufig eine Abkehr von den traditionellen Zielen der Zentralbanken. Vielmehr sind Geldpolitik und Aufsicht zentrale Partner bei der Sicherstellung eines hohen und stabilen Wachstums.

Ziel fiskalpolitischer Reformen sollte es sein, die Regierungen in die Lage zu versetzen, die in der Rezession auftretenden Defizite durch Überschüsse aus Boomphasen auszugleichen – und immer noch Reserven für Notfälle zu haben.

Nationale Behörden müssen sich auch darüber im Klaren sein, dass sie in einem globalen Umfeld tätig sind: Für viele aufstrebende Volkswirtschaften bedeutet dies, bei ihren Maßnahmen zu berücksichtigen, dass Kapitalströme destabilisierend wirken können, der Aufbau von Währungsreserven kein Allheilmittel ist und dass exportinduziertes Wachstum mit anhaltenden Leistungsbilanzungleichgewichten nicht ewig andauern kann. Insbesondere – so die Schlussfolgerung von Kapitel IV – sind eine straffere Geldpolitik und höhere Wechselkursflexibilität unerlässlich, um eine geordnete gesamtwirtschaftliche Anpassung und ein ausgewogenes globales Wachstum zu fördern.

## Zusammenfassung

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten in der ersten Jahreshälfte 2010 haben die Instabilität des Finanzsystems in der industrialisierten Welt sehr deutlich gemacht: Was wir Ende 2008 und Anfang 2009 erlebt haben, könnte sich durch einen Schock beliebiger Größenordnung wiederholen. Die griechische Staatsschuldenkrise gefährdet ohne Zweifel die beginnende Erholung der europäischen Konjunktur von der tiefen Rezession, in die die letzte Krise geführt hat.

Jedoch besteht im Gegensatz zu jener Krise derzeit kaum noch Spielraum. Die Leitzinssätze liegen nahe null, und die Zentralbankbilanzen sind aufgebläht. Zwar hat ein Rückgang der Verschuldung im privaten Sektor eingesetzt, doch wurde die private Verschuldung durch Schulden der öffentlichen Hand ersetzt, und in einigen Ländern befinden sich die öffentlichen Finanzen auf einem nicht nachhaltigen Pfad. Kurz gesagt, die Lage der Wirtschaftspolitik ist weit schwieriger als vor drei Jahren: Sollte es zu einer weiteren Krise kommen, wären Mittel und Möglichkeiten für erneute Eingriffe eng begrenzt. Die Wiederherstellung der Fähigkeit, auf wirtschaftliche und finanzielle Krisen reagieren zu können, ist also eine Priorität für die Wirtschaftspolitik – und dazu müssen die Fiskal- und die Geldpolitik auf einen tragfähigen Pfad zurückgeführt werden.

In Bezug auf die Fiskalpolitik sind in einer Reihe von Industrieländern umfangreiche Maßnahmen zur Haushaltskonsolidierung dringend notwendig, um einerseits die laufenden Defizite zu verringern und andererseits die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen. In Bezug auf die Geldpolitik könnte die Konjunkturschwäche die Straffung verzögern. Die Entscheidungsträger sollten aber die Risiken, die die lange Phase sehr niedriger Zinsen für die Stabilität des Finanzsystems und der Wirtschaft birgt, nicht außer Acht lassen. Die Nebenwirkungen dürften weiter zunehmen und schließlich genau die Entwicklungen verstärken, die zur Instabilität des Finanzsystems beigetragen und es krisenanfällig gemacht haben.

Der Abschluss der begonnenen Reformen des Finanzsystems ist noch dringlicher geworden. Dies gilt insbesondere für Reformen, die die Widerstandsfähigkeit des Systems rasch erhöhen, da sie das Finanzsystem bei einer weiteren Krise am unmittelbarsten schützen. Wenn jetzt Maßnahmen zur Stärkung der Kapital- und Liquiditätsausstattung der Banken ergriffen werden, gefährdet dies die Konjunkturerholung letztendlich nicht. Vielmehr fördern diese Maßnahmen eine nachhaltige Erholung, indem sie die Finanzinstitute stärken.

Diese Anstrengungen bringen uns dem langfristigen Ziel näher, dass künftige Krisen weniger wahrscheinlich und weniger schwerwiegend sind. Um diese Aufgabe zu Ende zu bringen, sollten wir die noch ausstehenden Reformen unverzüglich angehen: die Errichtung eines lückenlosen Aufsichtsbereichs, der alle systemrelevanten Finanzinstitute erfasst, die Beseitigung von Schwachstellen der Finanzmarktinfrastruktur und der Finanzinstrumente, die das System gefährden, sowie die Integration des Finanzstabilitätsziels in den wirtschaftspolitischen Handlungsrahmen.