

# zfsö

## ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Gerhard Scherhorn **3** Das Finanzkapital zwischen Gier und Verantwortung
- Bernd Senf **14** Geldfluss, Realwirtschaft und Finanzmärkte aus der Sicht verschiedener Wirtschaftstheorien
- Helmut Creutz **23** Geldspritzen und Leitzinskorrekturen
- Andreas Rams **28** "Subprime"-Kreditkrise – finanz- und realwirtschaftliche Entwicklungen
- Eckhard Behrens **35** Die Notenbanken, die Kapitalmärkte und der Boden
- Fabian Thiel **45** Sharia-kompatibles Landmanagement für den Nahen und Mittleren Osten
- Oliver Arndt **53** Die Transformation des Bodenrechts auf den Malediven
- Gerhard Senft **58** Zum Verhältnis von Geschichte und Ökonomie
- 63** Bücher – Personalie – Veranstaltungen
- 75** 42. Mündener Gespräche

# „Subprime“-Kreditkrise – finanz- und realwirtschaftliche Entwicklungen

Andreas Rams

## 1 Einführung

Der Markt für schlechter besicherte Hypothekendarlehen („subprime“) in den USA ist in erhebliche Schwierigkeiten geraten, da viele Hausbesitzer angesichts steigender Zinsen und fallender Immobilienpreise ihren Kapitaldienst nicht mehr planmäßig leisten können. Die sich daraus mittelbar entwickelnde weit umfassendere Kreditkrise beherrscht gegenwärtig das internationale Wirtschaftsgeschehen. Von einigen Wirtschaftswissenschaftlern wird bereits diskutiert, ob die „Subprime“-Kreditkrise nicht nur das komplexe internationale Finanzsystem als Ganzes infizieren, sondern überdies auch die Realwirtschaft weltweit in Mitleidenschaft ziehen könnte. Auf der anderen Seite wird aber auch abgeschwächt argumentiert, es handle sich hier nur um eine periodische Krise, wie sie in Marktwirtschaften von Zeit zu Zeit unvermeidlich vorkommen („inhärente Instabilität der Marktwirtschaft“).

Ziel dieses Beitrags ist es, erstens den aktuellen Stand der Kreditkrise und der Diskussionen um diese nachzuzeichnen. Zweitens sollen die wesentlichen Gesetzmäßigkeiten und Reaktionsketten, die an den betroffenen Märkten wirksam werden, herausgearbeitet werden. Im zweiten Kapitel werden zunächst die Ursachen und der Verlauf der aktuellen Kreditkrise beleuchtet. Das dritte Kapitel behandelt die sich abzeichnenden Kettenreaktionen der Kreditkrise über verschiedene Teilmärkte des Finanzmarktes hinweg. Die möglichen Auswirkungen der Kreditkrise auf die Realwirtschaft sind dann Thema des vierten Kapitels. Sowohl im dritten als auch im vierten Kapitel steht die Herausarbeitung der wirksam werdenden Transmissionsmechanismen im Mittelpunkt der Betrachtung. Das fünfte Kapitel stellt die mögliche Rolle der Notenbanken für das Entstehen der aktuellen Kreditkrise als auch für

deren Bekämpfung heraus. Das letzte Kapitel schließlich liefert eine Zusammenfassung des Beitrags und gibt einen Ausblick auf mögliche weitere Entwicklungen.

## 2 Ursachen und Verlauf der Kreditkrise

Mit Investitionen in Wohneigentum konnte in den USA bis vor kurzer Zeit viel Geld verdient werden. In einigen Regionen hatten sich die Preise in nur fünf Jahren verdoppelt.<sup>1</sup> Neben den schnell steigenden Preisen hat zudem das niedrige Zinsniveau<sup>2</sup> neben dem eigentlichen Wohnzweck auch die Spekulation als Kaufmotiv angeregt. Nicht nur zur Eigennutzung, sondern auch als Investitionsobjekt wurden Zweit- und Dritthäuser in der Absicht erworben, diese nach verhältnismäßig kurzer Zeit mit Gewinn wieder verkaufen zu können.

Angesichts der anhaltend steigenden Objektpreise hatten Banken die Immobilieninvestitionen bereitwillig finanziert. Dies galt im Verlaufe sogar für Kunden mit erkennbar schlechter Bonität, die den Kapitaldienst von Beginn ihrer Finanzierung an nicht oder zumindest nicht vollständig leisten konnten. Überdies wurden viele Immobilien bis zu 100% – das heißt vollständig ohne die Einbringung von Eigenkapital – finanziert. Überdies haben auch eine Reihe von Immobilieneigentümer die – temporären – Wertsteigerungen ihrer Objekte genutzt, um sie höher zu beleihen und den betreffenden Betrag für anderweitige Investitionen oder den Konsum zu verwenden.<sup>3</sup> Entsprechende Finanzierungen von Schuldnern schlechterer Bonität und geringerer Eigenkapitalanteile belaufen sich in den USA auf ca. 20% des Marktes für Immobilienfinanzierungen.

Während für den Immobilienmarkt festgestellt werden kann, dass dieser nach zunächst starkem

Wachstum nun eine konsolidierende Schwächephase durchläuft, befindet sich der Markt für Hypothekendarlehen – wesentlich begründet durch die sich eingespielte Finanzierungspraxis – in größeren Schwierigkeiten. Vor dem Hintergrund der steigenden Immobilienwerte hatten sich Finanzierungsstrukturen herausgebildet, bei denen über viele Jahre nur Zins-, aber keine Tilgungszahlungen fällig werden. Andere Konstruktionen sahen vor, dass der Kreditnehmer seine Tilgungen selbst bestimmen konnte oder Tilgungen zunächst gar nicht erfolgen mussten. Schließlich war es vor dem Hintergrund der erwarteten Wertsteigerungen der Immobilien sogar möglich, die Zinsen endfällig zu stellen und im Kreditsaldo auflaufen zu lassen. Verbunden mit schlechter und mit steigendem Zinsniveau sich weiter verschlechternden Bonität vieler Kreditnehmer hat sich hier der Ursprung der aktuellen Kreditkrise herausgebildet.

Die betreffenden Hypothekendarlehen wurden von den Kreditgebern zu einem großen Anteil in Wertpapiere gebündelt und – weltweit – an Investoren verkauft. Käufer dieser Wertpapiere waren oft Zweckgesellschaften („Conduits“ und „Structured Investment Vehicle – SIV“), die sich ihrerseits durch den Verkauf kurz laufender Wertpapiere („Commercial Paper“) refinanzierten.<sup>4</sup> Den Hypothekenanleihen, welche die Zweckgesellschaften halten, drohen wegen des Anstiegs der Zinsen und des Rückgangs der Immobilienwerte nun Verluste. Es wird befürchtet, dass selbst Tranchen mit guten Bonitätsnoten nicht mehr zu 100 % von den Schuldnern bedient werden können. Tranchen mit Note „BBB-“ notieren wegen des Risikos eines Totalverlusts mitunter zu weniger als 20 % ihres Nominalwertes.<sup>5</sup> Aufgrund des erkennbaren Verlustrisikos sind nun die Investoren, die den Conduits und SIVs bislang die Commercial Paper zu deren Finanzierung abgekauft haben, zu weiteren Investitionen in diese Papiere nicht mehr bereit. Viele Conduits haben aus diesem Grunde die Kreditlinien in Anspruch genommen, die sie für diesen Fall mit – verbundenen – Banken vereinbart hatten.<sup>6</sup>

Der umfassende Einzug der Verbriefungspraxis in die Kreditfinanzierung hatte im Verlaufe der Zeit dazu geführt, dass von den Geldgebern

höhere Kreditrisiken eingegangen wurden, als dies bei einer reinen Bankenfinanzierung möglich gewesen wäre. Solange Immobilienkredite in den Büchern der ausgebenden Banken verblieben waren, hatten diese Anreize, die Vergabe von – zumindest in der Summe – zu riskanter Kredite zu vermeiden. Die Verbriefung ermöglicht es aber nun, diese Kreditrisiken an die Finanzierungsmärkte weiterzugeben, in unterschiedliche Tranchen zu zerteilen und breit zu streuen. Das Instrument der Kreditverbriefung regt die Bereitschaft zur Kreditvergabe nahezu automatisch an.<sup>7</sup>

Mit dem Anstieg der Kreditzinsen in den letzten kam es in den USA<sup>8</sup> bei immer mehr Hypothekendarlehen zu Schwierigkeiten. Betroffen waren insbesondere variabel verzinsliche Kredite und solche mit in den Anfangsjahren künstlich geringen Zinsen, die in den Folgejahren dann planmäßig erhöht wurden. Folge dieser Entwicklung war eine Zunahme der „Notverkäufe“ von Immobilien, da einige Schuldner ihre Hypothekendarlehen schließlich nicht mehr bedienen konnten. Das vermehrte Auftreten dieser Notverkäufe sowie die gleichzeitige Verringerung der Nachfrage reduzierten und reduzieren weiter die erzielbaren Marktpreise für Immobilien. Immer mehr bestehende Kreditbeziehungen geraten damit in Schwierigkeiten, da die finanzierten Immobilien aufgrund der gesunkenen Werte vielfach keine hinreichenden Sicherheiten für die Kreditvolumina mehr darstellen. Ausgehend von den Märkten für Hypothekendarlehen setzt sich damit eine Kettenreaktion in Gang, die aktuell vermittels der Verbriefungspraxis sowie der Vernetztheit der Kreditmärkte auf die Finanzmärkte generell überschlägt.

### 3 Kettenreaktionen an den Finanzmärkten

Vor dem Hintergrund der Entwicklung an den „Subprime“-Hypothekendarlehen wird ein Übergreifen der Kreditkrise auf weitere Teile des Hypothekendarlehenmarktes sowie darüber hinaus auf die Kredit- und Finanzmärkte allgemein befürchtet. Tatsächlich zeichnet sich ein entsprechender Verlauf aktuell auch ab. Direkt mit den Hypothekendarlehen betroffen waren und sind schon

die Märkte für Konsumentenkredite wie Kreditkarten und Autofinanzierungen. Von einem Teil der mit den Hypothekenschulden in Schwierigkeiten geratenen Schuldner werden diese einzelnen Kreditquellen mitunter als Substitute betrachtet.

Von der Krise an den „Subprime“-Hypothekemärkten im nächsten Schritt betroffen sind die – direkten und indirekten – Anleger der mit den betreffenden Hypotheken besicherten Anleihen.<sup>9</sup> Ausgehend vom Wertverfall der Sicherheiten sind die Werte der jeweiligen Anleihen ebenfalls gefallen. Besonders betroffen sind hier die Investoren, die sich die Mittel für ihre Langfristanlagen selbst als kurzfristige Kredite beschafft hatten (sog. Carry Trades).

Weiter ist der Markt für Übernahmekredite („Leveraged Loans“) sehr deutlich in Mitleidenschaft gezogen worden. Die schlagend werden den Risiken an den Märkten für Hypotheken haben auch hier zu einer größeren Zurückhaltung bei den Kreditzusagen und einer Ausweitung der Risikozuschläge geführt. Die Marktteilnehmer unterstellen – und hatten teilweise auch zuvor schon erwartet –, dass die Risiken auch in diesem Kreditsegment nicht mehr richtig bewertet waren. Ähnlich wie im Hypothekemarkt wurde hier mit hohem Fremdkapitalanteil, steigenden Sicherungswerten und dem Instrument der Kreditverbriefung finanziert.

Vom Markt für Übernahmekredite ausgehend sind die Werte derjenigen Beteiligungen direkt weiter betroffen, die diese Kredite im Normalfall bedienen müssen. Höhere Konditionen oder sogar das Ausbleiben von Anschlussfinanzierungen haben die Werte der Beteiligungen beeinträchtigt. Auf diesem Wege sind ausgehend von der Kreditkrise somit auch Eigenkapitalwerte in Mitleidenschaft gezogen worden. Dies gilt zwischenzeitlich überdies noch deutlicher für weite Teile der internationalen Aktienmärkte. Diese waren bis Ende 2007 von den Entwicklungen an den Kreditmärkten noch relativ unbeeinflusst; seit Beginn 2008 geben die führenden Börsen jedoch deutlich nach. An den Aktienmärkten sind insbesondere die Werte von Investmentbanken sowie der Kredit- und Finanzwirtschaft allgemein unter Druck geraten.

Die Turbulenzen an keinem der verschiedenen Finanzmarktfelder bedrohen allein für sich ernsthaft die Stabilität des internationalen Finanzsystems. Grundsätzlich wird aber auch eine weiter beschleunigte Kettenreaktion über mehrere oder sogar alle Marktsegmente nicht mehr ausgeschlossen. Sobald die Finanzierungsmärkte umfassend und nachhaltig in Mitleidenschaft gezogen worden sind, würde die Finanzierung der Unternehmen oder der Wirtschaft insgesamt beeinträchtigt. Mit der vom amerikanischen Hypothekemarkt ausgehenden Krise ist die Risikobereitschaft von breiten Investorenkreisen eingeschränkt worden. Die Risikoprämien für Kredite allgemein und insbesondere Unternehmensanleihen haben sich seit Beginn der Kreditkrise bereits mehr als verdoppelt. Die Sorge vor einer allgemeinen Kreditklemme bringt den Finanzierungskreditkreislauf bereits stellenweise zum Erliegen. So ist die Bereitschaft von Banken, sich gegenseitig Kredite einzuräumen, spürbar zurückgegangen.

Als ein wesentlicher Auslöser oder mindestens Treiber der Kreditkrise wird von Marktteilnehmern heute die Intransparenz der Kreditmärkte angeführt. Liquidität, die vorher scheinbar im Überfluss vorhanden war, trocknete plötzlich aus. Banken, die über liquide Mittel verfügten, waren nicht mehr bereit, sie weiterzugeben, weil sie die Bonität der Geschäftspartner oder der als Sicherheiten hinterlegten Wertpapiere nicht mehr einschätzen konnten. Inhaber verbriefteter Anleihen selbst guter Qualität fanden keine Käufer mehr, die realistische Preise zu zahlen bereit waren. Seit das Bewusstsein für Anlagerisiken wieder gestiegen ist, sinkt auch der Wert vieler klassischer Unternehmensanleihen – mitunter unabhängig von den tatsächlichen Risiken der Schuldtitel.

Einige Wirtschaftswissenschaftler vergleichen die aktuelle Finanzkrise mit einer Virusinfektion. Dass Banken und Versicherer infiziert sind, ist bekannt, da sie fast alle mehr oder weniger umfangreich in bonitätsschwache Hypotheken sowie auch weitere Kreditklassen wie insbesondere die Übernahmekredite investiert haben. Offen ist jedoch, wie stark die Belastung einzelner Adressen ist und wie weit die Infektion

des gesamten Finanzsystems sowie der gesamten Volkswirtschaft(en) noch reichen wird.<sup>10</sup>

#### 4 Effekte in der Realwirtschaft

Noch offen ist die Frage, wie weit die Ausläufer der über die „Subprime“-Märkte hinausgehende Kreditkrise über das Finanzsystem selbst hinausgehen und die Realwirtschaft beeinträchtigen werden. Über den Zusammenhang zwischen dem Finanzsystem und der realen Wirtschaft haben Wirtschaftswissenschaftler seit langem kontroverse Diskussionen geführt (Klassik/Neoklassik vs. Keynesianismus). Die diesbezüglichen Ansichten gingen lange Zeit auseinander. Unter Einfluss der Neoklassiker/Monetaristen tendierte zuletzt die Mehrheit der Wirtschaftswissenschaftler dazu, dem Geld und dem Finanzwesen keinen bedeutenden Einfluss auf die reale Wirtschaft zuzubilligen („Money doesn't matter.“)

Mitunter wird dem Erklärungsansatz der „Neutralität des Geldes für die reale Wirtschaft“ jedoch auch grundlegend widersprochen. Gleichwohl lässt sich feststellen, dass sich zum heutigen Stand der Diskussion ein stabiler Konsens herausgebildet hat, wonach das Geld und das Finanzwesen auf lange Sicht das reale Wachstumspotential einer Wirtschaft nicht oder allenfalls nur geringfügig beeinflussen („Dichotomie der Finanz- und der Realwirtschaft“). Das langfristige Potential einer Volkswirtschaft hängt demnach von anderen Faktoren ab. Dies sind unter anderem die Flexibilität und Offenheit von Märkten, der Schutz des Privateigentums, der Solidität der Finanzpolitik und generell der politischen Stabilität. Ausgehend von dieser Betrachtungsweise bleibt trotz der bestehenden Kreditkrise eine im Grundsatz optimistische Prognose für die internationale wirtschaftliche Entwicklung möglich. Die Weltwirtschaft ist in den vergangenen Jahrzehnten insgesamt betrachtet flexibler geworden. Die Offenheit von Märkten und der Schutz privaten Eigentums gewinnen international zunehmend an Bedeutung. Sogar das Verständnis für die Vorteilhaftigkeit einer nachhaltigen Finanzpolitik scheint zwischenzeitlich gewachsen zu sein.

Mit dieser auf die lange Frist ausgerichteten Betrachtungsweise bleibt jedoch offen, wie sehr Schwankungen an den Finanzmärkten kurzfristig die Realwirtschaft erreichen und beeinflussen können. Einig sind sich Beobachter darüber, dass die Entwicklung auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt eine fühlbare Bedeutung für die dortige Konjunkturentwicklung haben wird. Erstens führen die gestiegenen Zins- und Tilgungsbelastungen zu einer Verringerung der verfügbaren Einkommen und beeinträchtigen auf diesem Wege die Konsumgüternachfrage. Weiter geht vom Verfall der Werte von Immobilien, Anleihen und Aktien ein negativer Vermögenseffekt aus. Die potenziellen Nachfrager fühlen sich weniger wohlhabend und streben mitunter an, das verlorene Vermögen zumindest teilweise durch Ersparnisbildung wieder aufzufüllen. Während der schnellen Preissteigerungen der zurückliegenden Jahre hat besonders die amerikanische Konjunktur von einem Vermögenseffekt in die andere Richtung profitiert; der Vermögenszuwachs hatte den privaten Verbrauch angetrieben. Nicht zuletzt beeinträchtigt die Krise an den Finanzmärkten die Marktteilnehmer und verbreitet auf diesem Wege eine pessimistische Stimmung in der Realwirtschaft. Die Bereitschaft zu konsumieren oder zu investieren wird von diesen psychologischen Faktoren negativ beeinflusst.

Eine mögliche Rezession in den USA würde aufgrund der starken Stellung und Verflechtung der amerikanischen Volkswirtschaft in der Welt auch andere Volkswirtschaften in Mitleidenschaft ziehen. Die Kursentwicklungen an den internationalen Aktienmärkten unterstützen diese Interpretation seit Beginn des Jahres 2008.<sup>11</sup> Die Marktteilnehmer gehen nicht davon aus, dass sich andere führende Wirtschaftszentren vom Einfluss der amerikanischen Konjunktur vollständig isolieren können. Aber anders als früher könnte es hier allerdings heißen, dass wenn die USA eine Lungenentzündung haben, Europa einen Schnupfen bekommt.<sup>12</sup>

Realwirtschaftliche Effekte gehen von den Finanzmärkten nicht zuletzt von der Kreditvergabebereitschaft aus. Im Euro-Raum verschärften zwei von fünf Banken im vierten Quartal

2007 ihre Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten. In Deutschland war der Anteil jedoch nur halb so hoch.<sup>13</sup> Wenn sich die Kreditvergabebereitschaft in einer Marktwirtschaft auch langfristig an den langfristigen Wachstumsperspektiven der betreffenden Volkswirtschaft orientiert, so können doch zumindest kurzfristig von einer aus einer Kredit-/Finanzkrise begründbaren Einschränkung der Kreditvergabe negative realwirtschaftliche Effekte erwachsen. So kann die Kreditkrise sichtbaren realwirtschaftlichen Schaden anrichten, wenn die Banken auch Unternehmen mit guter und sehr guter Bonität keine Kredite mehr zur Verfügung stellen. Das könnte zu einer verringerten Investitionstätigkeit und insgesamt reduzierten wirtschaftlichen Aktivität und schließlich auch zu einer Rezession führen. Im Kern geht es dabei dann jedoch nicht um Finanzen, sondern um Vertrauen, Risiko und Transparenz.

## 5 Rolle und Reaktionen der Notenbanken

Die amerikanische Notenbank („Fed“) wird von zwei Seiten her mit der aktuellen, von den USA ausgehenden Kreditkrise in Verbindung gebracht. Erstens wird argumentiert, die Kreditkrise sei mindestens zum Teil auf die expansive Geldpolitik der Fed in den Jahren 2001 bis 2005 zurückzuführen. Zweitens richten sich an die Fed – ebenso wie an andere Notenbanken – aber auch Hoffnungen, die Kreditkrise in ihren Auswirkungen begrenzen zu können.

Zur Bekämpfung des Konjunkturerinbruchs zum Ende der New Economy-Blase hatte die amerikanische Notenbank den Leitzins von 2001 auf 2003 von 6,5% auf 1,0% gesenkt. Selbst als in den Jahren 2003 und 2004 der Wirtschaftsaufschwung schon gefestigt war, blieb die Fed bei ihrer expansiven Geldpolitik, obwohl bereits erste inflatorische Tendenzen sichtbar wurden. Die von der Fed zur Verfügung gestellte billige Liquidität hatte dann ihren Weg nicht nur in die verschiedenen Inflationmessungen gefunden, sondern auch an die Märkte für einige Vermögenswerte, von Immobilien bis hin zu Wertpapieren („Asset Inflation“)<sup>14</sup>. Bezüglich des amerikani-

schen Immobilienmarktes konnte infolge dann festgestellt werden, dass sich die Schere zwischen den Immobilienpreisen und den Einkommen im Zeitverlauf immer weiter öffnete. Die im Normalfall gültige Regel, dass das Preisniveau für Immobilien tendenziell als eine Funktion der verfügbaren Einkommen unter Berücksichtigung der kurzfristigen Knappheitsverhältnisse abgeleitet werden kann, war auf den amerikanischen Immobilienmarkt nicht mehr anwendbar.

Auf die Auswirkungen der Kreditkrise, insbesondere in Folge des Einbruchs der Aktiennotierungen als Indikator für die Infektion der Realwirtschaft reagierten sowohl die Fed als auch weitere internationale Notenbanken mit expansiver Geldpolitik. In den USA wurden die Zinsen schnell und deutlich gesenkt sowie die Liquiditätsangebote ausgeweitet. Die EZB hat immerhin auf grundsätzlich mögliche Zinserhöhungen verzichtet und die Liquiditätsversorgung gestärkt. Insgesamt ist festzustellen, dass die Zentralbanken auf die möglichen schnellen realwirtschaftlichen Wirkungen der Geldpolitik setzten und die aus der Kreditkrise erkennbaren Liquiditätsengpässe der Kreditwirtschaft lösen wollen.

Während diese Vorgehensweise einerseits befürwortet wird, melden sich an anderer Stelle kritische Stimmen. Erstens wird angeführt, dass die Zentralbanken – insbesondere die Fed – der Kreditwirtschaft auf diese Weise ein Signal geben, deren Probleme stets zu lösen. Dies könnte dazu führen, dass die Kreditwirtschaft sich auch in Zukunft immer darauf verlässt und exzessive Entwicklungen, wie sie heute an den Hypothekmärkten aber auch den Märkten für Übernahmefinanzierungen beobachtet werden können, nicht eigenständig angeht. Der Umgang mit Risiken würde künftig so sorglos bleiben wie er dies zuletzt offenbar war. Weiter wird angemerkt, insbesondere die amerikanische Wirtschaft leide unter vielen realen Missständen, die mit Geldpolitik nicht zu beheben seien. Dies würde zudem noch nicht einmal bei der Eindämmung der Kreditkrise gelingen.<sup>15</sup>

Weiter könnte die drastische Reaktion der Notenbanken auch als ein Signal für den Ernst der Lage verstanden werden und die Stimmung der Wirtschaft weiter beeinträchtigen. Nicht zu-

letzten ist zu bedenken, dass eine zu expansive Geldpolitik auf der anderen Seite die Gefahr einer Inflation mit sich bringt. Diese Art von Geldpolitik war schließlich – zumindest auch – Auslöser der aktuellen Kreditkrise. Aus diesem Blickwinkel fordern Wirtschaftswissenschaftler eine weniger diskretionäre Geldpolitik; dann würden die kurzfristigen realwirtschaftlichen Ausbrüche in beide Richtungen unterbleiben.<sup>16</sup> Weitgehend unstrittig ist jedoch die – angesichts der nunmehr eingetretenen und auch real wirksamen Kreditkrise – zumindest lindernde Wirkung der expansiven Geldpolitik der Notenbanken.

## 6 Fazit und Ausblick

Die aktuelle, von den „Subprime“-Hypotheken in den USA ausgehende Kreditkrise hat die – zumindest kurzfristige – Empfindlichkeit der Volkswirtschaften für finanzwirtschaftliche Störungen verdeutlicht. Ausgehend von einem Teilmarkt der Kreditwirtschaft wurde nahezu das gesamte Finanzsystem der USA sowie weiterer bedeutender Volkswirtschaften in Schieflage gebracht. Schließlich reichen die Wirkungen deutlich bis in die Realwirtschaft hinein.

Problematisch erscheinen dabei letztlich nicht die in den Kreditmärkten erfolgten Syndizierungen, sondern vielmehr der Verlust an Transparenz sowie an Empfinden von Risiko und der Erfahrung dieses rechtzeitig und adäquat zu bewerten und zu behandeln. Trotz umfangreicher quantitativer Möglichkeiten bestand und besteht keine Transparenz über Ausmaß und Verteilung der aus der aktuellen Kreditkrise ausgehenden Wirkungen und möglichen realwirtschaftlichen Konsequenzen. Vor diesem Hintergrund erscheint es lohnend, die Verbindungen zwischen den wirtschaftlichen Teilwelten künftig sorgfältiger zu beobachten.

## Anmerkungen

1 In den vier US-Bundesstaaten Florida, Hawaii, Kalifornien und Nevada sowie dem District of Columbia waren die Preise in den Jahren 2001 bis 2006 um mehr als 100 Prozent gestiegen. Im Landesdurchschnitt waren es rund 58 Prozent. Vgl. o.V.: Die Anfänge im Jahr 2006, in: FAZ vom 03.03.2006, S. 21.

2 Zwischen Anfang 2001 und Mitte 2003 hatte die amerikanische Zentralbank den Leitzins von 6,5% auf 1% gesenkt. Erst ab

Juni 2004 gab es wieder langsame Zinserhöhungen. Variabel verzinsliche Finanzierungen wurden durch dieses expansive Zins- und Liquiditätsumfeld direkt angetrieben.

- 3 Anders wird dies von Jäger/Voigtländer dargestellt: Empirische Analysen zeigen, dass – entgegen der verbreiteten Meinung – kein deutlicher Zusammenhang zwischen dem Konsum und dem „Mortgage Equity Withdrawal“ besteht. Die amerikanischen Haushalte haben das zusätzliche Geld auch für die Ersparnisbildung – etwa in Aktien – oder für die Tilgung ihrer Kreditkartenschulden eingesetzt. Vgl. Jäger, M./Voigtländer, M.: Viele Vorurteile über Amerika in: FAZ vom 09.02.2007, S. 43.
- 4 Eine Spielart dieser Spezialanleihen – Collateralized Debt Obligations (CDO) – teilt etwaige Verluste aus Kreditausfällen auf unterschiedliche Tranchen auf. Die unterste Tranche (Equity Piece) muss zunächst allein alle Kreditausfälle im Kreditpool absorbieren, zum Beispiel die ersten 2% des Gesamtvolumens. Sie trägt damit das höchste Risiko, das den Käufern dieser Tranche durch relativ hohe Zinszahlungen entgolten wird. Die nächst höhere Tranche (Mezzanine) muss dann Verluste absorbieren, die über 2% hinausgehen und zum Beispiel bei 4% enden. Die weiteren Tranchen sind entsprechend gegen Verluste gut abgesichert. Sie erhalten daher gute sehr gute Bonitätsnoten wie AA und AAA – und dies, obwohl die unterliegenden Kredite an sich eine nicht so gute Bonität haben. Diese Art der Verbriefung von Hypotheken ermöglicht eine breite Streuung der Kreditrisiken und trug wesentlich zu dem Immobilienboom in den USA bei. Vgl. o.V.: Die neue Welt der Märkte – Kredite werden zu Wertpapieren und damit handelbar, in: FAZ vom 03.08.2007, S. 12.
- 5 Die höchstrangigen Gläubiger können grundsätzlich verlangen, dass alle Zins- und sonstigen Zahlungen, die das SIV-Portefeuille generiert, dazu verwendet werden, die höchstrangigen Papiere vorzeitig zu 100% zu tilgen. Darüber hinaus können sie verlangen, die Vermögenswerte vorzeitig – und gegebenenfalls mit hohen Preisausschlägen – zu liquidieren, damit die eigenen Ansprüche befriedigt werden können. Durch derartige Notverkäufe entstehende Verluste gehen dann zu Lasten der nachrangigen Gläubiger.
- 6 Etwa die IKB Deutsche Kreditbank sowie die Sachsen LB hatten entsprechende Kreditzusagen eingeräumt und konnten diese Milliardenhöhe schließlich nicht einhalten.
- 7 Die bekannten internationalen Rating-Agenturen hatten die Verbriefungsinstrumente – aufgrund der Risikoschichtung – mit guten und sehr guten Bonitätsnoten versehen. Da sie diese aber erst zurück genommen hatten, als die mangelnde Bedienbarkeit der unterliegenden Finanzierungen offenbar war, sind sie in die öffentliche Kritik geraten. Es wird ihnen teilweise vorgeworfen, mit ihrem im Rückblick zu – lange – guten Bewertungen mit zu den Schwierigkeiten an den Finanzmärkten bei getragen zu haben.
- 8 Die Immobilienmärkte in den USA sind von der aktuellen Hypothekenkrise zwar besonders, aber nicht allein betroffen. Ähnliche Entwicklungen zeichnen sich auch in Großbritannien und Spanien ab. Sie sind jeweils auf ein kreditgetriebenes und übermäßiges Wachstum der Immobilienmärkte zurück zu führen.
- 9 Im Fokus der deutschen Kreditwirtschaft steht hier, das – indirekt – zur IKB gehörende Conduit „Rhineland“ mit einem Volumen von ca. 12 Mrd. Euro im Mai 2007. Bei der Rhineland handelt es sich um eine Zweckgesellschaft. Eigentümer der Rhineland, deren Eigenkapital 500 Dollar beträgt, ist eine gemeinnützige Stiftung mit Sitz in Delaware. Aufgabe des Conduit ist es, am Markt Kredite und verbrieft Wertpapiere anzukaufen und diese über Ausgabe von kurz laufenden Wertpapieren (Asset Backed Commercial Paper) zu refinanzieren. Die

- IKB hatte der Rhineland eine Kreditlinie gewährt und damit als Wertpapieremittentin in der Bonität gestärkt. Der Gewinn eines Conduits wird üblicherweise über Beratungs- und andere Honorare oder Gebühren an die Bank abgeführt, die indirekt hinter dem Conduit steht. Die Conduit-Konstruktion wurde früher oft gewählt, weil das Geschäft des Conduits dadurch außer halb der Bankbilanz blieb und deshalb nicht mit teurem Eigenkapital unterlegt werden musste. Die IKB ist schließlich in Schwierigkeiten geraten, da sie aus den Kreditlinien, die sie dem Conduit eingeräumt hat, in Anspruch genommen worden ist.
- 10 Vgl. o.V.: Den Banken glaubt fast niemand mehr, in: FAZ vom 22.01.2008, S. 9.
- 11 So hat zum Beispiel der Deutsche Aktienindex (DAX) bis heute mehr als 20% nachgegeben, obwohl in Deutschland weder eine Immobilienkrise noch eine "eigene" Kreditkrise vorliegt.
- 12 Eine Sonderrolle spielt hier sicherlich die britische Volkswirtschaft, da sie besonders abhängig von der Finanzindustrie ist. So werden in der City von London etwa zehn Prozent des gesamten Bruttoinlandsprodukts der Insel erwirtschaftet.
- 13 Der Unterschied zwischen Deutschland und der Euro-Zone resultiert vor allem aus einer im übrigen Europa deutlich schlechteren Einschätzung der Konjunkturaussichten. Deutsche Banken sind per saldo nur leicht negativ gestimmt, während im Euro-Raum insgesamt ein Drittel der Banken verschlechterte Konjunkturaussichten als Grund angibt, bei der Kreditvergabe vor sichtiger zu sein. Gestiegene Refinanzierungskosten und eine schlechtere Liquiditätsposition der Banken selbst gaben in Deutschland wie in Europa knapp ein Fünftel der Banken als Grund für größere Zurückhaltung an. Zwar erhöhten auch deutsche Banken die Risikomargen bei Unternehmenskrediten, der Anstieg war jedoch im Vergleich zum übrigen Europa moderat. Jede fünfte Bank in Deutschland weitete die Marge für normal riskante Kredite aus, halb so viele wie im Euro-Raum. Bei den riskanteren Krediten erhöhten in Deutschland 40 Prozent der Banken die Margen, im Euro-Gebiet über 50 Prozent.
- 14 Das Phänomen der von Liquidität angetriebenen Asset Inflation war schon von den Aktienkursentwicklungen der New Economy her bekannt.
- 15 Der Vermögensverwalter Jens Erhardt zieht beispielsweise Parallelen zur Entwicklung der japanischen Wirtschaft in den 1990er Jahren. Auch hier war Geldpolitik zur Lösung der seinerzeitigen Bankenkrise letztlich nicht erfolgreich. Vgl. o.V.: Es ist noch nicht vorbei, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung vom 27.01.2008, S. 45.
- 16 Überdies ist zu bedenken, dass Geld- und Fiskalpolitik stets aufeinander abgestimmt sein sollten. Die Zentralbank würde mit ihrer laufenden diskretionären Politik die Regierung unter Umständen in ihrem Handeln binden können.

### Explosiv wachsende Finanzvermögen

„Die Finanzvermögen sind zwischen 1970 und 2005 von ungefähr 12 Bill. Dollar auf 140 Bill. Dollar, also auf fast das Zwölfwache gewachsen. Diese Zunahme war fast dreimal so stark wie die der Weltproduktion, die in der gleichen Zeit nur von 10,1 auf 44,5 Bill. Dollar stieg, also um den Faktor 4,4. ... Was hat zu diesem explosiven Wachstum des Finanzsektors geführt? Die Hauptursachen waren die Umverteilung von Einkommen von unten nach oben sowie die zunehmende Privatisierung der Rentensysteme während der letzten 30 Jahre. ... Mit dem Aufbau riesiger Finanzmassen bei gleichzeitig schwachem Wirtschaftswachstum hat sich die Funktion der Finanzmärkte grundlegend verändert. Von Institutionen, deren Hauptaufgabe die Bereitstellung von Kapital zur Finanzierung produktiver Investitionen war, sind sie zu Einrichtungen geworden, an denen Anlagemöglichkeiten für das reichlich vorhandene Kapital gesucht werden. Der Engpassfaktor ist nicht mehr das Kapital, sondern seine Anlagemöglichkeit. Das Steuerungs- und Entscheidungszentrum verschiebt sich vom produzierenden Unternehmer zum Finanzinvestor. ...

Eine langfristige Überwindung der Destabilisierung und Unterwerfung ganzer Gesellschaften unter das Regime der Finanzmärkte macht es erforderlich, an den Ursachen ihrer außerordentlichen Dynamik anzusetzen. ... Die Schlüssel zur langfristig wirksamen Gegensteuerung liegen in einer Umverteilung von Einkommen und Vermögen von oben nach unten und in einer Stärkung der öffentlichen umlagefinanzierten Rentensysteme.“

Prof. Dr. Jörg Huffschmid, Jenseits der Spekulationskrise –  
Das Diktat der Finanzmärkte und Perspektiven der Gegensteuerung,  
in: Blätter für deutsche und internationale Politik Nr. 11/2007, S. 1332-1341.