

Kotz, Hans-Helmut

**Article — Published Version**

## Finanzmarktkrise: Eine Notenbanksicht

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Kotz, Hans-Helmut (2008) : Finanzmarktkrise: Eine Notenbanksicht, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 5, pp. 291-296, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0795-5>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43061>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Die internationale Finanzkrise und ihre Folgen

*Die internationale Finanzmarktkrise dauert nun schon fast ein Jahr und zieht immer weitere Kreise. Wie wurde die Krise verursacht? Welche realwirtschaftlichen Konsequenzen hat sie? Was unterscheidet die heutige Bankenkrise von der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre?*

Hans-Helmut Kotz\*

## Finanzmarktkrise – eine Notenbanksicht

Anfang August 2007 weitete sich der Abstand zwischen besicherten (Eurepo) und unbesicherten (Euribor) Geldmarktmitteln, der üblicherweise bei 0,05 bis 0,07 Prozentpunkten lag, abrupt und sehr deutlich aus. Im September bewegte er sich mit rund 0,7 Prozentpunkten (oder 70 Basispunkten) auf Niveaus, die mehr als außergewöhnlich waren. Die Entwicklung dieser Spanne spiegelt unmittelbar den Stress in den Finanzmärkten (vgl. Grafik 1, S. 293). Sie zeichnet zugleich die Einschätzungswechsel in Bezug auf die Finanzmarktanspannungen nach. So gingen ab Mitte Oktober etwa die Zinsaufschläge wieder zurück. Dies wurde als ein Abebben der Finanzmarkturbulenzen gedeutet. Das Schlimmste schien demzufolge hinter uns zu liegen. Im November, mit dem Jahreswechsel in Sichtweite, stiegen die Aufschläge dann aber wieder kräftig an. Die 3-Monats-Spreads lagen zeitweise nahe an 100 Basispunkten.

Der Stress war insbesondere im Bereich der Dollarliquidität enorm. Hier gab es im frühen europäischen Handel, in dem vor allem Häuser mit einer strukturellen Netto-Dollar-Nachfrage aufeinander treffen, sehr enge Märkte. Der

nachhaltige Onshore-offshore-Effekt veranlasste die wichtigsten internationalen Zentralbanken Mitte Dezember dazu, eine koordinierte liquiditätspolitische Operation vorzunehmen. Auch das war eine noch-nie-da-gewesene Maßnahme, die Anfang Mai erneut verlängert wurde. Zwischenzeitlich ist der Druck, jedenfalls gemessen am Euribor-Eurepo erneut zurückgegangen. Gleichzeitig fallen die Schätzungen über die zu erwartenden Verluste immer höher aus. David Greenlaw u.a.<sup>1</sup> etwa beziffern zum Jahresanfang den aus der Hypotheken-Krise unmittebar resultierenden Wertberichtigungsbedarf auf ca. 400 Mrd. US-\$. Der IWF dagegen veranschlagt, im Rahmen eines breiteren Analyseansatzes und zusätzliche Rückwirkungen in Rechnung stellend, Anfang April den Gesamtschaden auf nahezu 1000 Mrd. US-\$, und er vergleicht ihn in seiner Dimension mit dem Einbruch des japanischen Aktien- und Immobilienmarktes Anfang der 1990er Jahre.

Daraus ergibt sich eine einfache Antwort auf eine der Fragen dieses Zeitgesprächs: Natürlich kommt es zu realwirtschaftlichen Konsequenzen. Diese blieben nur aus,

wenn der Zugang zu Finanzierung bzw. deren Kosten für die reale Wirtschaft belanglos wären – was sie unter den Bedingungen eines idealen Modells, das eine wichtige Benchmark liefert, ja qua Annahme sind. Tatsächlich findet man in Europa bei der Entwicklung der Kreditvolumina aber bislang keine Indizien für eine restriktivere Kreditvergabepraxis. Die Folgen der Finanzmarktprobleme für die deutsche Wirtschaft dürften sich allerdings weitgehend indirekt ergeben. Kreditverfügbarkeitsprobleme dürften daher deutlich geringer als in den stärker kapitalmarktorientierten angelsächsischen Systemen sein. Dort läuft der klassische Credit Crunch nach einem neuen, kapitalmarktgeprägten Drehbuch. Kennzeichnend für das neue Szenario sind die stark rückläufigen Volumina der forderungsbesicherten kurzfristigen Schuldverschreibungen, die in den vergangenen Monaten praktisch nicht mehr emittierbar waren. Bei uns dagegen dürfte die hohe Wettbewerbsintensität einen Puffer gegen Kreditklemmen darstellen. Dennoch zeigt die jüngste, für das erste Quartal 2008 erhobene Umfrage unter Kreditinstituten für die EWU erste Straffungen der Nicht-Zinskonditionen an. Als kleine, offene Wirtschaft hängt Deutschland jedoch unmittelbar an der weltwirtschaftlichen Entwick-

<sup>1</sup> D. Greenlaw u.a.: Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown, US Monetary Policy Forum Conference Draft, Februar 2008, S. 23.

\* Hier wird eine ausschließlich persönliche Position vertreten.

lung. Sofern die USA in eine Rezession gehen, wofür es die typischen Anzeichen gibt, vermag man auf Basis der üblichen Modelle nicht zu sehen, wie wir unbeeindruckt davon bleiben könnten. Die interne Dynamik Chinas und Indiens bietet vermutlich einen gewissen Ausgleich – gerade wegen deren intensiver Handelsverflechtung mit den USA, dies aber auch nur begrenzt. Es ist richtig, dass unsere Ausfuhr ebenso wie die Produkte der importkonkurrierenden Sektoren eine relativ geringe Preiselastizität aufweisen. Dies gilt in dem Maße allerdings nicht für die Europa, wo ein Schwerpunkt unserer Exporte liegt. Der Dämpfer für unsere Nettoexporte dürfte also von der dort nachlassenden Nachfragedynamik kommen.

Dieser Beitrag konzentriert sich jedoch auf Finanzmarktaspekte und zwar jene, die für Notenbanken ein besonderes Gewicht haben. Im Mittelpunkt stehen drei Fragen, die reale und damit unvollständige Märkte aufwerfen: Wie konnte es zu den Finanzmarkturbulenzen kommen und, unmittelbar damit zusammenhängend, weshalb reagierten die Notenbanken so, wie sie es taten? Welchen Anpassungsbedarf gibt es in der Finanzindustrie? Ist es im Lichte der aktuellen Entwicklungen zweckgerecht, die vorliegenden regulatorische Konzepte auf den Prüfstand zu stellen?

#### Entstehung der Finanzmarkturbulenzen

Grafik 2 ist zum Nachvollzug der Finanzmarktkrise instruktiv. Sie illustriert, je nach Qualitätseinstufung, die Entwicklung der Preise von Kreditversicherungsinstrumenten. Diese Indizes weisen seit Ende 2006 einige Merkwürdigkeiten auf: die von den drei großen Rating-Agenturen als in ihrer Qualität unzweifelhaft eingeschätzten Ansprüche fielen zunächst unter pari, der Markt maß ihnen damit eine deutlich höhere Ausfallwahrscheinlich-

keit zu, als dies üblicherweise mit einer AAA-Einschätzung vereinbar war. Im September notierten diese nominell erstklassigen Ansprüche dann sogar unter 90 Cents. Die schwächer benoteten aber immer noch als sicher angesehenen Tranchen gingen sogar auf 60 Cents zurück. Inzwischen notieren nominelle AAA-Ansprüche unter 60 und BBB-Forderungen bei 15 Cents.

Spätestens hier ist es wichtig, zwischen einer Ex-ante- und einer Ex-post-Perspektive zu unterscheiden. Mit dem Wissen des Nachhineins mag man einige Situationen neu oder anders würdigen. Die Verantwortlichen treffen aber Entscheidungen in einer Situation der Ungewissheit. Insofern ist es nicht nur unter chronologischen Gesichtspunkten interessant, darüber nachzudenken, wann welche Diagnosen gemacht bzw. Vorschläge vorgebracht wurden. Tatsächlich gab es prominente Stimmen, die

sowohl erhebliche Fragezeichen hinter die Preisentwicklung bei den US-Immobilien setzten, das Kreditvergabeverhalten problematisierten oder argumentierten, dass es unplausibel sei, dass das systemische Risiko durch Kreditderivate abgesenkt werden könnte.<sup>2</sup> Das war aber keineswegs eine Mehrheitsposition. Im Gegenteil, Warner wie etwa Nouriel Roubini wurden eher stark kritisiert, und zwar noch bis in die beginnende Krise hinein.

Das gilt im Übrigen auch für das dominant gewordene Geschäftsmodell des Kreditschaffens und dann an den Markt Weiterreichens („originate and distribute – with slicing and dicing“): Die Konstruktionen unter dem Strich, die sich als die zentrale Belastung für die Banken erwiesen, wurden im Vorhinein keinesfalls als problematisch erkannt. Tatsächlich waren die Daten etwa über den Umfang der Conduits, SIV etc. bei den diversen internationalen Banken öffentliches Wissen. Die Ratingagentur Moody's z.B. hatte Ende 2006 eine entsprechende Liste der wichtigsten Beteiligten veröffentlicht. Erst mit dem Beginn der Krise wurden die gleichen Daten deutlich anders – nunmehr nämlich als hochproblematisch – eingeschätzt. Damit sind offenkundig Fragen nicht in Bezug auf die Fakten, sondern die zu deren Einschätzung benutzten Modelle verbunden.

Die Turbulenzen, die Anfang August 2007 vehement ausbrachen und die in den Spread-Ausweitungen zum Ausdruck kamen, stellten jedenfalls die Notenbanken vor eine außergewöhnliche Herausforderung. Geldmärkte, die ihre Funktionen nicht mehr erfüllen, drohen der Geldpolitik den Ansatzpunkt für ihre stabilitätspolitischen

Die Autoren  
unseres Zeitgesprächs:

*Prof. Hans-Helmut Kotz, 51, ist Mitglied des Vorstandes der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main mit Zuständigkeiten unter anderem für den Zentralbereich Märkte.*

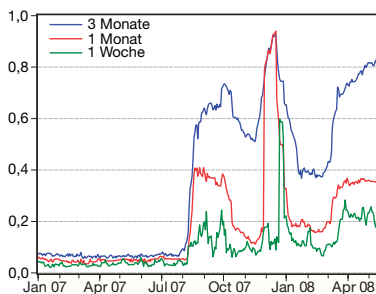
*Prof. Dr. Lukas Menkhoff, 49, leitet das Institut für Geld und Internationale Finanzwirtschaft an der Universität Hannover.*

*Prof. Dr. Bernd Kempa, 43, leitet das Institut für Internationale Ökonomie der Westfälischen Wilhelms-Universität Münster.*

*PD Dr. Christopher Kopper, 45, lehrt an der Fakultät für Geschichtswissenschaft der Universität Bielefeld.*

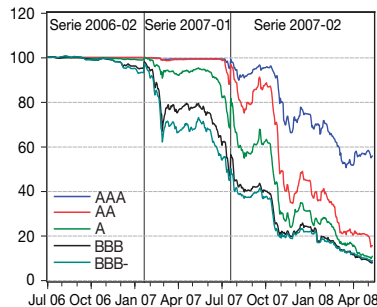
<sup>2</sup> K. E. Case, R. J. Shiller: Is There A Bubble In The Housing Market?, Brookings Papers on Economic Activity, 2003; z.B. E. Gramlich: Subprime Mortgages: America's Latest Boom and Bust, 2007; R. G. Rajan: Has Financial Development Made the World Riskier?, August 2005.

**Grafik 1**  
**Euribor-Eurepo-Spreads**



Quelle: Bloomberg.

**Grafik 2**  
**ABX-Indizes**



Maßnahmen zu nehmen: Der Tagesgeldzins ist ja der operative Ansatzpunkt der Notenbankpolitik. Robuste und funktionsfähige Geldmärkte liefern – und das sieht man besonders, wenn sie nicht mehr korrekt arbeiten – zudem infrastrukturelle Voraussetzungen für die Finanzintermediation (vor allem für die Swap-Märkte und damit auch die Risikosteuerungsverfahren). Fallen sie partiell aus, so ist dies gravierend.

**Reaktionen der Notenbanken**

Es gab grundsätzlich zwei Deutungsarten der dysfunktionalen Geldmärkte, dem jeweils ein bestimmtes Notenbankhandeln entsprach. Einmal konnte man die Situation als ein Problem ungleich verteilter Informationen über die Zahlungsfähigkeit von Geschäftspartnern interpretieren. Das Herstellen von Transparenz ist ein zeitbedürftiger Prozess. Am Ende sollte – in einem Trenngleichgewicht – der Markt gute und schlechte Geschäftspartner auseinanderdividieren. Diese Perspektive, die sich auf Akerlof-Stiglitz berufen kann, wurde insbesondere von der Bank von England eingenommen. Sie legte nahe, dass sich die Notenbank bei ihrer Geldmarktsteuerung weitgehend unbeeindruckt von den Turbulenzen zeigen sollte. Die Haltung war vor allem deshalb attraktiv, weil sie das Problem künftiger Fehlanreize erst gar nicht entstehen ließ. Diejenigen, die sich in

die unhaltbare Situation gebracht hatten, sollten für die Folgen ihres Handelns gerade stehen.

Aus der zweiten Sicht reflektierten die stark ausgeweiteten Zinsaufschläge dagegen einen abrupten Anstieg der Nachfrage nach Liquidität, die in der Unsicherheit über eine unfreiwillige Bilanzausweitung begründet war. Dieser potentielle Liquiditätsbedarf war in der – sich später bestätigenden – Erwartung begründet, dass eine Vielzahl von Aktivitäten unterhalb des Bilanzstriches, die in besonderen Konstrukten (structured investment vehicles, conduits etc.) platziert waren, auf die Bilanzen kommen würden. Darüber hinaus waren eine hohe Anzahl von Geschäften noch im Lagerhaus der Banken, die unter den gegebenen Bedingungen deshalb kaum noch als Wertpapiere an den Markt weitergereicht werden konnten – und mithin ebenfalls Liquidität erforderten. Schließlich bestand das Risiko, dass Kreditlinien, die Banken zur Gewährleistung derartiger Konstrukte gegeben hatten, gezogen wurden. Vor dieser Kulisse eines nachhaltig angestiegenen Liquiditätsbedarfes absorbierten die Banken, was immer sie an Mitteln bekommen konnten. Der zweiten Sicht zufolge spiegelten die Spreads damit einen Run auf Liquidität. Wer ein entsprechendes Modell suchte, der fand es bei Diamond und Dybvig. Dieses legte eine Lösung nahe: die Bereitstel-

lung von Liquidität – zum Beispiel jenseits der Erfordernisse, wie sie etwa aus der Benchmark des Europäischen Systems der Zentralbanken ergeben.<sup>3</sup>

Am 9. August stellte die EZB dem Markt mehr als 94 Mrd. Euro zur Verfügung. Sie blieb bei dieser Zuteilung und erhöhte (zunächst) die Frequenz ihrer Aktivitäten. Im Verlauf der Verspannungen wurde auch die Laufzeit der Geschäfte – also die Fristenstruktur der Liquiditätsbereitstellung – ausgeweitet. Damit wurden dem Markt am kurzen Ende der Zinsstruktur Referenzpunkte geliefert. Die EZB veränderte allerdings nicht die Anforderungen an die Sicherheiten, die zur Abwicklung von Geschäften hinterlegt werden mussten. Bei der Bank von England kam es jedoch, ebenso wie bei der amerikanischen Federal Reserve, in Reaktion auf die Krise zu einer ganzen Vielzahl von institutionellen Innovationen. Darüber hinaus gab es bemerkenswerte Rettungsaktionen. Die Bank von England sicherte im September 2007 Northern Rock, eine Hypothekenbank, die sich insbesondere am Geldmarkt (und nicht vor allem durch Spareinlagen) refinanzierte, gegen einen Run der Anleger. Die Fed stand im März 2008 dem Brokerhaus Bear Stearns (also keiner Geschäftsbank) mit einem Kredit von 30 Mrd. US-\$ zur Verfügung, um dessen Übernahme durch JP Morgan Chase zu ermöglichen. Mitte April hat die Bank von England dann den Tausch von bonitätsschwachen strukturierten Papieren in Regierungsanleihen ermöglicht, allerdings gegen einen Abschlag (haircut).

Ein wichtiger Unterschied betrifft offensichtlich die Geldpolitik selbst. Die EZB beließ ihren Leitzins (bzw.

<sup>3</sup> Hiermit ist die Frage verbunden, unter welchen Bedingungen Notenbankliquidität die Marktliquidität beeinflusst und damit auch ein Substitut für Finanzierungsliquidität darstellen kann. Das ist Gegenstand eines Papiers, an dem wir gemeinsam mit Thomas Gehrig (Universität Freiburg) arbeiten.

Politiksat) unverändert bei 4%. Die Bank von England hat dagegen seit Krisenausbruch die Zinsen um 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Die Fed hat mit schnellen und kräftigen Schritten – einer davon zwischen Sitzungen und mit hohem Umfang – eine Senkung der Federal Funds um 3¼ Punkte auf 2% herbeigeführt. Die EZB besteht, ihrer monetären Diagnose entsprechend und in Verantwortung für ihr primäres Ziel, dagegen auf einer strikten Trennung zwischen Politiksat und Liquiditätsmanagement. Die Fed, die ja ein doppeltes Mandat (Inflationsbekämpfung und Ausbringungsstabilisierung) erfüllen muss, hat dagegen dokumentiert, nicht zuletzt mit ihrer „aggressiven“ Politik, für wie gravierend sie die aus den Finanzmarkturbulenzen erwachsenden Risiken einschätzt.

#### Neubewertung von Geschäftsmodellen

Die Neueinschätzungsbedarfe werden deutlich, wenn man die realwirtschaftlichen ebenso wie die finanzwirtschaftlichen Auslöser in den Blick nimmt. Mittlerweile ist offenkundig und damit unbestritten, dass der amerikanische Immobilienmarkt 2007 ein Preisniveau erreicht hatte, das deutlich korrekturbedürftig war. Das gilt eben nicht nur für das mit Subprime-Hypotheken finanzierte Segment, sondern für den Markt als Ganzes.<sup>4</sup> Auch die Preise im kommerziellen Bestand beginnen zu bröckeln. Aus einer solchen Korrektur folgen die üblichen Effekte auf den Hausbau, die Beschäftigung im Bausektor und, vermittelt über den Vermögensseffekt, den privaten Verbrauch. Was die Hauspreisentwicklung betrifft, so lässt der Case-Shiller-Index, der zur Zeit auf Jahresraten mit mehr als 10% schrumpft, vermuten, dass der Boden noch nicht gefun-

<sup>4</sup> Für eine ähnliche Position H.-H. Francke: Die Immobilienkrise in den USA – Ursachen und Konsequenzen für das globale Finanzsystem, in: Kredit und Kapital, H. 2/2008, im Erscheinen.

den wurde. Aufgrund der Bedeutung der Hauspreisentwicklung für den privaten Verbrauch, der 70% des BIP der USA ausmacht, sind zudem deutliche Spuren für das US-Wachstum zu erwarten.

Hier soll allerdings der finanzwirtschaftliche Anpassungsbedarf im Mittelpunkt stehen. In den vergangenen Jahren ist ein immer größerer Teil des Kreditgeschäftes außerhalb der Bankbilanzen und mit deutlich höherem Hebel abgewickelt worden. Das Gewicht der Kredittransfer-Technologien – also das Trennen und separierte Handeln von Kreditrisiken – hat deutlich zugenommen.<sup>5</sup> Diese Aufspaltung der Wertschöpfungskette im klassischen Bankgeschäft lässt sich – auf gewisse Weise par défaut – am Beispiel der Subprime-Hypotheken illustrieren. Hier wurden, wie vor allem Edward Gramlich oft kritisierte, Kredite ohne ausreichende (bzw. oft ohne jegliche) Qualitätsprüfung gewährt. Diese wurden dann von Investmentbanken gebündelt und zu Kreditpaketen zusammengestellt, die dann durch die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen finanziert wurden. Die Finanzierungsseite wurde, auf der Basis von simulierten Ausfallwahrscheinlichkeiten, so strukturiert, dass (vermeintlich) erstklassige Verbindlichkeiten konstruiert wurden.<sup>6</sup> Das war, solange es lief, für alle Beteiligten attraktiv. Ein – aus Systemsicht und ex post – vernünftiges Verhalten passte nicht zu den vorliegenden Anreizen. Die Kreditproduzenten, deren Einkommen vom Transaktionsvolumen,

<sup>5</sup> H.-H. Kotz: Les banques: découpées en morceaux puis oubliées, in: Olivier Pastré (Hrsg.): La nouvelle économie bancaire, Paris: Economica, 2005, S. 79-85.

<sup>6</sup> Siehe für einen sehr guten Überblick J. Krahen: Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 6. Jg. (2005), Nr. 4, S. 499-519; und, im Vorgriff auf die aktuellen Probleme, B. Rudolph: Kreditrisikotransfer – Abbau alter Risiken gegen Aufbau neuer Risiken?, in: Kredit und Kapital, 40. Jg. (2007), H. 1, S. 1-16.

nicht aber der Qualität der Auswahl der Kreditnehmer abhing, hätten gegen ihre Interessen verstoßen, wenn sie eine strenge Auswahl getroffen hätten. Die Investmentbanken vereinnahmten hohe Gebühren aus dem Entwickeln von Anlagevehikeln, deren Robustheit – ebenfalls gegen hohe Gebühren – von den Ratingagenturen testiert wurde. Die mit der Kreditwürdigkeitsprüfung Beauftragten Agenturen boten gleichzeitig ihre Dienste beim Schaffen der Konstrukte an. Für die Kreditüberwachung waren die anonymen Marktteilnehmer – am Ende letztlich wohl niemand – zuständig. Dennoch: Solange die Musik spielte, um einen ehemaligen Vorstandsvorsitzenden der City Group zu zitieren, entsprach es dem wohlverstandenen Eigeninteresse, zu tanzen.

#### Fragen und erste Antwortskizzen

Das Bild von den Finanzmarkturbulenzen legt eine Analogie nahe, die fehlerhaft ist. Die Ansteckung war kein meteorologischer Zufall, sondern nahezu zwangsläufig. Aus einer finanzwirtschaftlichen Sicht hätte es folglich sehr überrascht, wenn es nicht dazu gekommen wäre. Die Zwangsläufigkeit resultiert aus zwei Grundsätzen der Finanzwirtschaft. Einmal das Prinzip der Arbitragefreiheit, demzufolge identische Zahlungsströme – die Grenzen/Kosten der Arbitrage berücksichtigend – einen weitgehend gleichen Preis haben sollten. Wenn man also hinter die Etiketten der diversen Finanzkonstrukte schaut und dort in ihren wesentlichen Kennzeichen (erwarteter Ertrag, Risiko) weitgehend ähnliche Zahlungsströme sieht, dann wäre ein Nicht-Überschwappen verblüffend gewesen. Die anfangs der Krise unterstellte Segmentierung der einzelnen Märkte war aber auch aus einem zweiten Grund sehr unwahrscheinlich: Die Basis des modernen Finanzingenieurstums ist der Replikationsgrundsatz. Finanzielle

Konstrukte werden in ihre Bausteine zerlegt und dann neu arrangiert, ausgehend von den Preisen der Bausteine. Es gilt wiederum: Was gleich aussieht, hat am Ende einen mehr oder weniger gleichen Preis (das ist das altbekannte Gesetz des einheitlichen Preises).

Diese Finance-Prinzipien sind generell belangvoll: Die Blaupausen für eine ganze Reihe von forderungsbesicherten Konstrukten (Autodarlehen, Kreditkartenforderungen, Studentendarlehen) weisen eine frappierende Ähnlichkeit auf. Es wäre deshalb ebenfalls frappierend, wenn die Neueinschätzung und die Neubepreisung des Marktpreises des Risikos diese vom Muster her identischen Produkte am Ende unberührt ließen.

Für die Finanzindustrie erwächst daraus ein erheblicher Anpassungsbedarf. Die Hebel waren eindeutig zu hoch. Die Transaktionsvolumina werden deutlich schrumpfen. Das ist mit spürbar niedrigeren Erträgen verbunden. Die Eigenkapitalverzinsungsanforderungen, die mindestens und im Mittel angestrebt wurden, sind fragwürdig geworden – sie waren es schon lange.<sup>7</sup> Die Redimensionierung der Industrie ist im vollen Gange. „Das“ Modell des „originate and distribute“ verliert an Bedeutung. Zur Zeit geht es um Kapazitätsanpassung: Forderungen werden wertberichtigt (bislang nach öffentlichen Quellen ca. 320 Mrd. US-\$). Gleichzeitig wird rekaptalisiert, also die Hebel durch Aufnahme neuen Kapitals zurückgenommen: bis dato ca. 230 Mrd. US-\$.

Hier drängt sich unmittelbar eine Reihe von Fragen auf. Einmal die analytische Frage, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen das Kreditrisiko in ein handelbares Markt-

<sup>7</sup> Daten, die wir in einem gemeinsam mit Andreas Hackethal (Goethe Business School) betriebenen Projekt analysieren, zeigen, dass die Eigenkapitalrenditen (RoEs) für europäische Banken im Mittel und über die lange Zeit sich so verhalten, wie es uns das einfache Kapitalmarktgleichgewichtsmodell (CAPM) nahe legt.

und damit ein Liquiditätsrisiko umgewandelt werden kann. Spiegelt also der Marktpreis das Ausfallrisiko, das ja ein Eventrisiko ist, angemessen wider?<sup>8</sup> Daran schließt sich direkt die Frage an, in welchem Umfange das Geschäftsmodell des „originate and distribute“ fundamental begründet ist bzw. zu welchen Teilen es auf Regulierungsarbitrage (Ersparnis von Eigenkapitalkosten) beruht. Insbesondere das Schaffen von Ansprüchen unterschiedlicher Bonität – im Prinzip verschiedener Wertpapiere – durch Aufteilen der Passivseite (Tranchieren), die Ansprüche gegen einen Pool von Forderungen verbrieft, weist erhebliche – in der geschäftlichen Praxis bisweilen verdrängte – Bewertungsprobleme auf.

So ist der Ausfallprozess von Collateralized Debt Obligations (CDOs), der wichtigsten instrumentellen Innovation des letzten Jahrzehnts, keineswegs analytisch geklärt. Mittels CDOs, ob durch reale oder synthetische Forderungen unterlegt, werden Verbindlichkeiten unterschiedlicher Qualität am Markt platziert. Longstaff und Rajan zeigen in einer Hauptkomponentenanalyse, dass die Ausfallintensität für einzelne Firmen, deren individuelles Risiko (CDS) in einem Kreditversicherungsindex (CDX) enthalten ist, zu zwei Drittel durch ihre Spezifika, zu knapp einem Drittel durch ökonomieweite und zu weniger als einem Zehntel durch die Entwicklung des Index bestimmt wird.<sup>9</sup> Damit wird deutlich, dass CDOs tatsächlich „syn-

<sup>8</sup> Die sehr engen Risikoprämien und (damit, per Arbitrage, zwangsläufig zusammenhängend) die niedrigen Volatilitäten wurden häufig problematisiert, gerade auch von der Deutschen Bundesbank, etwa in einem Monatsberichts-Artikel zu CDS (Dezember 2004), in verschiedenen Stabilitätsberichten sowie vor allem in einer Vielzahl von Reden von Axel Weber, dem Präsidenten der Bundesbank.

<sup>9</sup> F. Longstaff, A. Rajan: An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt Obligations, in: Journal of Finance, Vol. LXIII, 2008, Nr. 2, S. 529-563.

thetische Banken“<sup>10</sup> sind, allerdings bisweilen auch mit nur virtueller Kreditauswahl und -überwachung. In der geschäftlichen Praxis wurde das Problem der nicht ganz überzeugenden Bewertungsansätze mit (Monte-Carlo-) Simulationsverfahren und auf Basis allzu spärlicher Datenpunkte, die zudem weitgehend robuste Situationen abbildeten, gelöst.

Schließlich stellen sich Fragen in Bezug auf die Regulierung. Das Financial Stability Forum, das die Vorschläge der internationalen Aufseher bündelt, hat dazu Anfang April eine an die G-7-Minister und Notenbankgouverneure adressierte Liste von Vorschlägen erarbeitet. Diese betreffen Eigenkapital- und Liquiditätsanforderungen,<sup>11</sup> das Risikomanagement, die Transparenz und Bewertung, die Rolle der Ratingagenturen und die Aufgabe der Aufseher. Hier sollen – ergän-

<sup>10</sup> F. A. Longstaff, A. Rajan: An Empirical Analysis of the Pricing of Collateralized Debt.

<sup>11</sup> Dass Liquidität in den Regulierungen angemessen adressiert werden sollte, wird deutlich, wenn man sieht, wie aufgrund der faktischen Kraft von Regulierungen ansonsten Liquidität innerhalb von Banken falsch bepreist und fragile Positionen quersubventioniert werden. Siehe dazu den sehr informativen und in vieler Hinsicht bemerkenswerten Bericht der UBS an ihre Aktionäre: UBS: Shareholder Report on UBS's Write-Downs, Zürich, 18. April 2008, S. 36. Dort werden u.a. als ursächlich für die Abschreibungsbedarfe die fehlende wirtschaftliche Analyse (S. 38), das zu starke Verlassen auf die Nomenklatur von Ratings (S. 39) und die Fehlanreize der Gehaltsstruktur (S. 41-42) angesprochen. Insbesondere das Fehlen einer „gesunden Skepsis“ sowie „herausfordernder Fragen“ bei der Würdigung von Engagements (S. 39/40) und wohl auch auf der bei den Regulatoren war problematisch.

<sup>12</sup> So das Argument des Kapitel 2 im Global Stability Report, Oktober 2007.

<sup>13</sup> R. C. Merton: A Functional Perspective of Financial Intermediation, in: Financial Management, 24 (1995); T. Gehrig: Market Structure, Monitoring and Capital Adequacy Regulation, Swiss Journal of Economics and Statistics, 132, 1996, S. 685-702; T. Adrian, Hyun Song Shin: Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles, in: Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance, Vol. 14 (1), Januar/Februar 2008; Arturo Estrella et al.: Capital Ratios as Predictors of Bank Failure, in: FRBNY Economic Policy Review, Juli 2000, S. 33-52.

zend und abschließend – vier weitere Punkte betont werden, die in der akademischen Diskussion (seit langem) erwähnt werden.

Vor dem Hintergrund der Ergebnisse der „Functional finance“ ist es – erstens – nicht nachvollziehbar, weshalb funktional identische Geschäfte unterschiedlichen Anforderungen genügen sollen, je nachdem ob sie oberhalb oder unterhalb des Bilanzstriches sind.

Die Prozyklizität sowohl der Eigenkapitalunterlegung als auch Rechnungslegungsgrundsätze (IFRS 39) sollte – zweitens – mittelfristig ein Thema werden. Sie hat tendenziell zu der überdimensionierten Ausweitung der Geschäftsvolumina beigetragen. Die Anreizstrukturen, die im wesentlichen auf Erträge, nicht aber Risiken angelegt sind, führen – drittens – allzu oft zu in der gesamtwirtschaftlichen Summe sehr problematischen Ergebnissen.

Schließlich ist – viertens – die Frage, ob angesichts der Fragilität der Verfahren und des erheblichen Wissensproblems nicht mehr Vielfalt in der Modellnutzung zweckgemäß wäre,<sup>12</sup> da ansonsten gleichgerichtetes Verhalten mit systemischen Risiken droht. Es gibt Umgebungen,<sup>13</sup> in denen einfache Verfahren sogar robuster sind. Kritisch sind eben nicht die finanziellen Innovationen (CDOs etc.), sondern deren Anwendungsbedingungen.

Lukas Menkhoff

## Die Kreditkrise: Individuelle Fehler oder systemische Schwäche?

Die aktuelle Kreditkrise scheint zum Muster einer Krimiserie zu passen: Immer wieder kommt es zu Missetaten (hier Finanzmarktkrisen) und die Bösewichter (hier Finanzmarktakteure) sind schwer zu fassen. Dennoch geben sich die Aufklärer alle Mühe und tatsächlich gibt es neben „Opfern“ (bisher vor allem zahlungsunfähige Banken) auch schon die Bestrafung von „Tätern“ zu berichten, beispielsweise in Form reihenweiser Rücktritte oder Entlassungen von Vorständen und einigen Aufsichtsräten. Daran entzündet sich eine rege Diskussion, ob es sich eher um gehäuftes Fehlverhalten Einzelner oder um ein systemisches Problem handelt. All dies kennen wir beispielsweise von der Asienkrise, vom Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM, der Dot-com-Blase oder zahlreichen historischen oder regionalen Ereignissen.<sup>1</sup> Immer werden Schuldige gesucht, bestraft, Reformen eingeleitet und dann kommt es zur nächsten Finanzkrise. Ist dieser Zyklus an Krisen unausweichlich? Liegt es daran, dass Menschen,

die entscheiden, immer wieder gehäuft gleichartige Fehler machen, oder ist das Finanzsystem aufgrund seiner Konstruktion zu Krisen verdammt?

Die Literatur zu Finanzkrisen gibt hierzu einen vielstimmigen Kanon an Antworten. Die Bandbreite reicht von Beiträgen, die die Vorzüge der Entwicklung von Finanzmärkten in den Vordergrund stellen und damit indirekt Krisen in ihrer Bedeutung an den Rand rücken bis hin zu Beiträgen, die Finanzkrisen im Mittelpunkt eines instabilen Finanzsystems sehen.<sup>2</sup> Entsprechend kontrovers fallen dann Beurteilungen der jeweiligen Krise und natürlich auch Reformvorschläge aus, die von Verharmlosungen („mehr Transparenz reicht“) bis hin zu Fundamentalopposition („Finanzmärkte abschaffen“) reichen. Ich möchte im Folgenden skizzieren, warum ich die aktuelle Kreditkrise zwar als Ausdruck systemischer Schwäche sehe, ich aber dennoch der Meinung bin, man sollte unser jetziges Finanzsystem nur moderat reformieren.

### Skizze der Krisenentwicklung

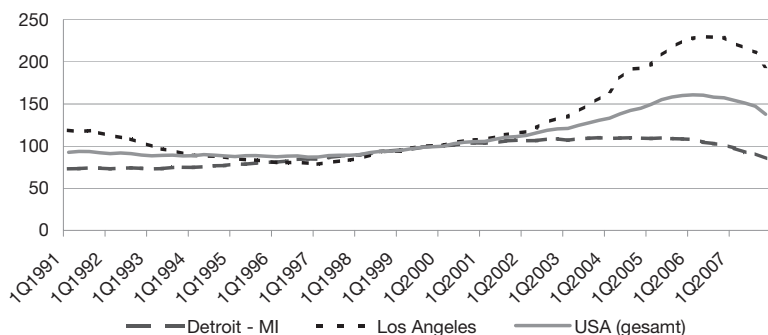
Der Ausgangspunkt der aktuellen Krise sind Anlagen in verbrieften Immobilienkrediten. Diese verbrieften Anlageprodukte schienen ein attraktives Anlageobjekt, da sie hohe Renditen in Relation zu den einzugehenden Risiken versprochen. Manche Banken hat dies zu großen Investitionen in diese Produkte veranlasst, die mittels kurzfristiger Kredite finanziert wurden. Im Zuge der Kreditkrise stellt sich heraus, dass die Risiken größer sind als angenommen und deshalb erhebliche Abschreibungen vorgenommen werden müssen. Die Abschreibungen sind so hoch, dass es teilweise zu Zahlungsausfällen kommt oder jedenfalls kommen kann, was die allgemeine Risikoaversion erhöht. Dadurch kam es zu einem starken Einbruch der Refinanzierungsmöglichkeiten und des Interbankenmarktes, den die Zentralbanken bis heute durch eine großzügige Bereitstellung von Liquidität stabilisieren.<sup>3</sup> Diese kurze Skizze der Krisenentwicklung legt wenigstens fünf Ursachen nahe, die ich im Fol-

<sup>1</sup> Vgl. C. M. Reinhart, K. S. Rogoff: This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises, in: NBER Working Paper, 13882, März 2008.

<sup>2</sup> Vgl. beispielsweise L. Menkhoff, N. Tolksdorf: Finanzmärkte in der Krise? Zur Abkoppelung des Finanzsektors von der Realwirtschaft, Stuttgart 1999.

<sup>3</sup> Vgl. A. Pfingsten: Wider den Regulierungsreflex, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 87. Jg. (2007), H. 10, S. 635-640.

**Abbildung 1**  
**Immobilienpreisentwicklung in den USA**  
 (Case-Shiller Index, real, Indexpunkte, 1Q 2000 = 100)



Quelle: S&P, FED St. Louis, eigene Berechnungen.

genden jeweils anspreche: Makroökonomik/Geldpolitik, Kreditgeber, Intermediäre, Kreditkäufer und Aufsichtsbehörden.

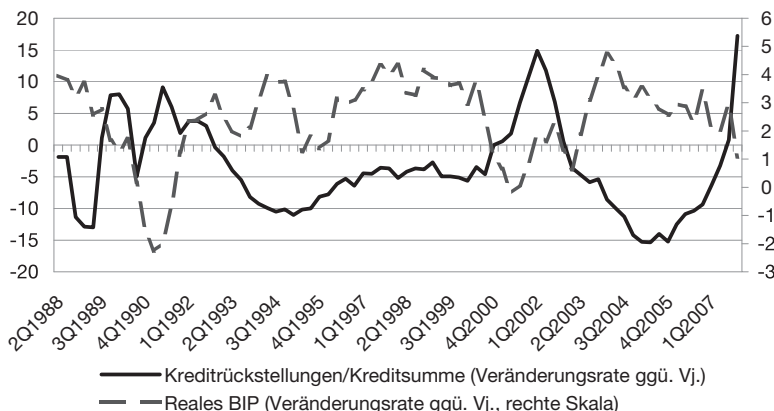
**Verantwortung der Geldpolitik?**

Aus makroökonomischer Sicht kann man von einer Preisüberhebung bei US-Immobilien sprechen, die derzeit korrigiert wird. Wie auch bei anderen „Blasen“ nährt sich der Aufschwung selbst, so lange bis er irgendwann zusammenbricht. Insofern handelt es sich um einen Vorgang, den wir an Finanz- bzw. Vermögenmärkten immer wieder beobachten können.

Strittiger ist demgegenüber die Antwort auf die Frage, was im hiesigen Fall zur Bildung der Bla-

se beigetragen hat. Ex post wird häufig auf die vergleichsweise „leichte“ Geldpolitik verwiesen. Allerdings ist diese in den USA, wie im Euroraum, jeweils einheitlich, während die Wirtschaftsverhältnisse innerhalb der Währungsräume heterogen sind. Bezogen auf den US-Immobilienmarkt erkennt man zwar einen generellen Anstieg im landesweiten Durchschnitt, doch die Blase wird nicht von allen Regionen getragen, sondern es gibt nebeneinander Zonen, in denen die Immobilienpreise über zehn Jahre kaum gestiegen sind, und Zonen, in denen sie geradezu explodierten (vgl. Abbildung 1). Deshalb ist nicht unbedingt klar, dass eine restriktivere Geldpolitik gerade dort

**Abbildung 2**  
**Konjunkturzyklus und Rückstellungen für Kreditausfälle**  
 (in Prozentpunkten)



Quelle: FED St. Louis, eigene Berechnungen.

besonders stark gewirkt hätte, wo man es sich wünschen würde. Dies soll die Geldpolitik nicht gänzlich aus der Verantwortung entlassen, aber nicht umsonst wird die Möglichkeit von Zentralbanken, gegen Asset-Price-Inflation zu wirken, kontrovers diskutiert. Sicher wäre es gut, wenn Instrumente zur Verfügung stünden, die auf mögliche Ursachen gezielter eingehen.

Das Platzen der Blase ist allerdings eindeutig auf die Geldpolitik zurückzuführen, da Zinserhöhungen einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate mit verursachten. Wiederum ist jedoch fraglich, inwieweit die Geldpolitik „verantwortlich“ für die Finanzkrise zu machen ist, denn ein antizyklisches Verhalten wird ja von ihr erwartet. Jeder Konjunkturabschwung trifft natürlich auch die Banken, deren Rückstellungen für Kreditausfälle sich nahezu spiegelbildlich zur Konjunktur entwickeln (vgl. Abbildung 2). Für die USA wird deutlich, dass der Rückgang der Rückstellungen erst mit der Konjunkturabschwächung Ende 2006 gebremst wird, bevor diese dann im zweiten Quartal 2007 rapide zunehmen.

Zusammenfassend ist damit eine erste Ursache der aktuellen Krise beschrieben: ein schwächer werdendes Wachstum und steigende Zinsen belasten die Aussichten am Immobilienmarkt und führen auf hohem Niveau zu einem deutlichen Rückgang der Preise. Dies ist die makroökonomische Geschichte.

**Leichtfertige Kreditgeber?**

Die augenblickliche Dramatik wäre aber vielleicht nicht entstanden, wenn Immobilienkredite konservativer vergeben worden wären (zweite Ursache). Traditionell geben Banken Kredite nicht in Höhe des maximalen Marktwertes der Immobilie, sondern nehmen einen Sicherheitsabschlag vor. In den USA dagegen sind Kredite in einer Höhe vergeben worden, die den Markt-



wert überschreitet, beispielsweise um Nebenkosten eines Erwerbs abzudecken. Dies geschieht gelegentlich auch in Deutschland, allerdings eher seltener und insbesondere bei guter Bonität des Schuldners. In den USA dagegen scheint das Kalkül eher darauf abgezielt zu haben, dass die notwendige Absicherung des Kreditgebers durch einen steigenden Wert der Sicherheit selbst, also der beliebigen Immobilie, sichergestellt wird. Insofern liegt hier eine weitere Krisenursache vor: die Kreditvergabebereitschaft der beteiligten Banken.

Bis zu diesem Punkt handelt es sich immer noch um ein US-spezifisches Thema, das erst dadurch weltweit für Probleme sorgt, dass die waghalsigen Kredite auf den internationalen Finanzmärkten verkauft werden. Zu diesem Zweck werden zahlreiche Kreditforderungen in einem eigenständigen Pool gebündelt, der Diversifikation bietet, und danach neu portioniert. Die Portionierung erfolgt in Tranchen, die nach ihrem Risikogehalt gestaffelt sind. Dabei bildet ein Extrem das First Loss Piece, dem die im Pool zuerst auftretenden Zahlungsprobleme angelastet werden, bei dem also die ersten Verluste anfallen. Erst wenn die Verluste das Kapital dieser Tranche aufgezehrt haben, wird die nächste Tranche belastet usw. Da erfahrungsgemäß Immobilienkredite aufgrund der unterliegenden Sicherheiten als weniger ausfallgefährdet gelten, landet der größte Teil der Kreditforderungen dementsprechend in Tranchen mit minimaler erwarteter Ausfallwahrscheinlichkeit, meist als Triple-A angesehen.<sup>4</sup>

#### **Verantwortungsvolles Kreditmonitoring**

Diese Vorgehensweise ist grundsätzlich auch aus volkswirtschaftlicher Sicht attraktiv, da sie zu einer

<sup>4</sup> Vgl. z.B. J.P. Krahn: Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 6. Jg. (2005), H. 4, S. 499-519.

besseren Diversifikation und einer geeigneten Risikoumverteilung beitragen kann. Problematisch wird es, wenn diese Potentiale nicht genutzt werden (dritte Ursache), worauf es Hinweise in zweifacher Hinsicht gibt:<sup>5</sup> Zum einen ist zweifelhaft, ob für das Kreditmonitoring ein starkes Anreizsystem vorhanden ist, ein solches würde dafür sorgen, dass die Akteure von potentiellen Verlusten auch wirklich betroffen sind. Sinnvollerweise sollte bei einer Kreditvergabe der Entscheider auch die späteren Ausfallrisiken tragen, weil sein Verhalten ansonsten durch Fehlanreize bestimmt wird. Kann der Kredit verkauft werden, so reduziert dies tendenziell ex ante die Sorgfalt der Kreditvergabe und ex post die Monitoringanstrengung.

Zum anderen war die Klassifikation der Ausfallwahrscheinlichkeit wohl gelegentlich zu optimistisch. Im Nachhinein sind mehr Tranchen ausgefallen als prognostiziert. Hier liegt entweder ein Missverständnis der Käufer solcher Tranchen über die Risikoeinschätzungen vor oder ein Fehlanreiz für den „Schätzer“, also häufig für Ratingagenturen, die sich veranlasst sahen, die Kredittranchen attraktiv zu klassifizieren und damit auskömmliche Preise und letztlich Absatzchancen zu ermöglichen.

#### **Die Rolle der Intermediäre**

Viertens wäre es zu der Krise in ihrer heutigen Form nicht gekommen, wenn die verbrieften Kredite nicht absetzbar gewesen wären. Warum haben beispielsweise deutsche Banken diese Papiere zu den damaligen Konditionen gekauft und dies in einem Ausmaß, das nicht eine Diversifikation, sondern im Gegenteil den Aufbau hoher Positionen erzeugt? Man weiß beispielsweise von der Einrichtung eigens gegründeter Gesellschaf-

<sup>5</sup> Vgl. unter anderem J.P. Krahn, C. Wilde: Risk Transfer with CDOs, Working Paper, Universität Frankfurt, April 2008.

ten, die von der gründenden Bank mit Kreditlinien versorgt wurden, um eine Ausgabe von Papieren zu ermöglichen, deren Kapital dann wiederum in verbrieften Immobilienkrediten angelegt wurde. Hier ist anzunehmen, dass die Anreize zum Eingehen dieser Risiken zu hoch waren oder aber die Beteiligten – insbesondere möglicherweise interne Aufsichtsgremien – nicht immer durchschaut haben, welche möglichen Risiken diese Konstruktionen mit sich bringen können.<sup>6</sup>

Mit Blick auf die Entwicklung des US-Immobilienmarktes ist zu konstatieren, dass eine Risikomessung, die beispielsweise auf die Preise der letzten zehn oder 15 Jahre abgestellt hat, die tatsächlichen Risiken nicht angezeigt hat. Selbst die Berücksichtigung von vergangenen Konjunkturfaktoren hilft hier nicht weiter, denn die Reagibilität des Kreditmarktes auf Konjunkturzyklen war in den 90er Jahren gering gewesen.

Wie man es dreht und wendet, hier sind Fehler im Risikomanagement gemacht worden. Möglicherweise liegen diese Fehler aber weniger in der Handhabung von gegebenen Modellen als in der Interpretation volkswirtschaftlicher Zusammenhänge. Es ist in diesem Zusammenhang nicht auszuschließen, dass Risikomodelle eine Sicherheit vermitteln, die aus fundamentaler Sicht nicht gegeben ist. Dies sollten die Entscheider beurteilen können und es scheint, dass sie häufiger daran gescheitert sind. Diese Häufung gibt Anlass zu Spekulationen, ob die Anreize falsch gesetzt sind, die bekanntlich asymmetrische Wirkung haben: Im Erfolgsfall winken sehr hohe Belohnungen, im Misserfolgsfall

<sup>6</sup> Jedenfalls zeigt Paul am Beispiel der IKB, dass genügend Hinweise auf mögliche Risiken vorlagen, als dass schlichte Intransparenz die entscheidende Ursache gewesen sein kann, vgl. S. Paul: Keine Rolle rückwärts in der Bankenaufsicht!, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 87. Jg. (2007), H. 10, S. 644-647.

droht zwar ein Jobverlust, aber keine weitere negative Sanktion wie Strafzahlungen, und im Zweifel findet sich entweder im nächsten Aufschwung wieder eine neue Tätigkeit oder die erhaltenen Belohnungen reichen lebenslang.

#### **Aufgabe der Aufsichtsinstitutionen**

Gerade die Fehlentscheidungen in Banken geben Anlass zu Sorgen, ob die Aufsichtsinstitutionen ihre Aufgabe erfüllt haben (fünfte Ursache). Bei enger Auslegung ihrer Pflichten können sie in Deutschland darauf hinweisen, dass die kritischen Geschäfte meist bewusst außerhalb des Prüfungsbereichs durchgeführt wurden und insofern die Aufsicht als glaubwürdig dasteht. Bei weiterer Auslegung kann man hingegen auf die Aufgabe der Aufsicht verweisen, natürlich alle eingegangenen Risiken zu bewerten.<sup>7</sup>

#### **Fazit**

Zusammenfassend haben zu der aktuellen Kreditkrise also verschiedene Aspekte beigetragen und vermutlich haben mehr oder weniger alle beteiligten Institutionen – im Nachhinein gesehen – Fehler begangen. Welche dieser Fehler könnte man vielleicht in Zukunft verhindern oder in ihrer Wirkung mindern? In der Logik der obigen Diskussion kann man bei jeder der fünf genannten Ursachen ansetzen, allerdings möchte ich hier nur zwei Themen ansprechen, die mir besonders wichtig erscheinen und die im jüngsten Bericht des Financial Stability Forum an die G7-Länder leider nicht wirklich behandelt werden.<sup>8</sup>

An erster Stelle sehe ich Maßnahmen, die die makroökonomische Verursachung von Krisen angehen.<sup>9</sup> Jeder Konjunkturaufschwung macht Mut und jeder Ab-

schwung macht Angst mit entsprechend prozyklischen Reaktionen. Bei einer Blase wirken diese Effekte nochmals stärker und alle Folgeprobleme wären geringer, wenn die Zyklen begrenzt werden könnten.<sup>10</sup>

Ein Element der Zyklenverstärkung ist derzeit die geltende Form der Regulierung von Banken, denn der Eigenkapitalpuffer reicht nicht nur bei weitem nicht als Schutz vor Makrorisiken,<sup>11</sup> im Gegenteil: Im Aufschwung sinken die Risiken und damit der Bedarf an Kapital, das als Risikopuffer vorgehalten werden muss. Dagegen steigen im Abschwung die Ausfälle, die Beleihungswerte sinken, und die Beschaffung neuen Kapitals wird schwieriger, so dass die Kreditvergabe weitaus restriktiver wird und teilweise die Unternehmen wegen Liquiditätsengpässen in Probleme geraten.

Diese Situation trifft auch heute zu. Vergleichbares haben wir in Deutschland beispielsweise im Zuge des Aktienkursverfalls Anfang des Jahrzehnts bei Versicherungsunternehmen erlebt. Weil die Aktienquoten bei relativ hohen Kursen gesteigert worden waren, kam es nach einem Kursrückgang zu Abschreibungen beim angelegten Kapital, was wiederum Aktienverkäufe nahelegte und die Baisse verstärkte usw. Damals hat die Aufsichtsbehörde vorübergehende Abweichungen von der Marktbewertung der Aktienpositionen zugelassen. Dies war vermutlich hilfreich und so stellt sich die Frage, wie man die Prozyklizität durch eine geeignete Reform der Regulierung wenigstens mindern und im Idealfall sogar

umkehren könnte. Naheliegender ist hier eine antizyklische Indexierung der Eigenkapitalanforderung; aber auch andere Vorschläge sind gemacht worden, die intensiver verfolgt werden sollten.<sup>12</sup>

Ein zweites zentrales Thema sehe ich in den Anreizen der beteiligten Akteure. Warum vergeben Banken so leichtsinnig Kredit, warum verbiefen Intermediäre Forderungen zweifelhafter Qualität und geben ihnen irreführende Labels und warum kaufen Banken solche Forderungen, ohne sich über mögliche Konsequenzen hinreichend Gedanken zu machen? Aufgrund der Häufung der Fälle und bei der vorliegenden grundsätzlich gegebenen und der Aufsicht nachzuweisenden Qualifikation kann man meines Erachtens nicht von individuellen Fehlern oder persönlichen Defiziten ausgehen. Vermutlich ist vielmehr die Asymmetrie der Anreize zu groß, d.h. die persönlichen Gewinnmöglichkeiten sind im Verhältnis zu den zu tragenden Verlusten zu hoch, so dass unverhältnismäßige Risiken eingegangen werden.<sup>13</sup> Diese Prinzipal-Agenten-Problematik wird in Lehrbüchern ausführlich beschrieben. Es ist eigentlich beschämend, dass in der Wirtschaft offensichtlich so wenig an möglichen Lösungsstrategien aus diesen Lehrbüchern übernommen wird. Eine einfache Strategie zielt beispielsweise darauf ab, den kurzfristigen Anreiz zum Eingehen überhöhter Risiken zu mindern, indem man die Evaluationsperiode streckt.<sup>14</sup>

<sup>12</sup> Vgl. z.B. M.B. Gordy, B. Howells: Pro-cyclicality in Basel II: Can We Treat the Disease without Killing the Patient, in: Journal of Financial Intermediation, 15. Jg., H. 3, S. 395-417.

<sup>13</sup> Vgl. R.G. Rajan: Has Finance Made the World Riskier?, in: European Financial Management, Jg.12 (2006), H. 4, S. 499-533.

<sup>14</sup> Vgl. M. Wolf: Wenn der Markt versagt, in: Financial Times Deutschland vom 21.1.2008, und J. Sanio: Interview „Das ist ein Brandbeschleuniger“, in: DIE ZEIT vom 10.4.2008; mit Akzent auf Selbstregulierung B. Fehr: Konsequenzen aus der Kreditkrise, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9.4.2008.

<sup>7</sup> Vgl. T. Hartmann-Wendels: Bestehen Aufsichtsdefizite im Bankensektor?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 87. Jg. (2007), H. 10, S. 640-643.

<sup>8</sup> Vgl. Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7.4.2008.

<sup>9</sup> Vgl. auch C.A.E. Goodhart: A Framework for Assessing Financial Stability?, in: Journal of Banking and Finance, 30. Jg., H. 12, S. 3415-3422.

<sup>10</sup> Vgl. auch T. Fricke: Zum Frühstück eine Bankenkrise, in: Financial Times Deutschland vom 11.4.2008.

<sup>11</sup> Vgl. mit Bezug zur Asienkrise T. Hartmann-Wendels, L. Menkhoff: Could Tighter Prudential Regulation Have Saved Thailand's Banks?, in: Developing Economies, Vol. 39 (2001), S. 295-326.

Sicherlich lernen die Akteure aus der aktuellen Kreditkrise, werden ihr Verhalten etwas anpassen und so vermutlich dazu beitragen, dass sich derselbe Krisentypus nicht so schnell wiederholt. Daneben zeigt die Krise aber auch grundlegendere Probleme auf, die moderne

Finanzsysteme kennzeichnen. Insbesondere unterliegen sie einem erheblichen Systemrisiko.<sup>15</sup> Es ist alle Anstrengung wert, die volkswirtschaftlichen Vorzüge eines

<sup>15</sup> Vgl. H. Gischer, B. Herz, L. Menkhoff: Geld, Kredit und Banken, Eine Einführung, Berlin, 2. Aufl., 2005.

modernen und innovativen Finanzsektors zu realisieren, indem man gleichzeitig an der Begrenzung der volkswirtschaftlichen Risiken arbeitet. Hier ergeben sich aus der Ursachenanalyse naheliegende Hinweise auf Verbesserungspotentiale.

Bernd Kempa

## Stehen wir vor dem Beginn einer weltweiten Rezession? Die realwirtschaftlichen Konsequenzen der Finanzmarktkrise

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise, die Mitte des Jahres 2007 am Markt für zweitklassige US-Hypothekenkredite ihren Anfang nahm, könnte sich nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern verstärkt auch im Rest der Welt zu einer veritablen Wirtschaftskrise entwickeln. Die Probleme an den amerikanischen Immobilien- und Hypothekmärkten haben bereits zu einer umfassenden Neubewertung von Kreditrisiken geführt, die sich zunächst auf die Märkte für strukturierte Wertpapiere beschränkte, schnell aber aufgrund weitreichender Verbriefungen der Kreditrisiken auch auf andere Kapitalmarktsegmente übergriff und dort einen erheblichen Abschreibungsbedarf bei Vermögenswerten nach sich zog.

Die durch die Finanzmarktkrise verursachten Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten haben zu einem weltweiten Austrocknen der Liquidität an den Geld- und Kreditmärkten geführt, worauf die amerikanische Federal Reserve (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und eine Reihe anderer Notenbanken mit einer umfangreichen und außergewöhnlichen Liquiditätsbereitstellung reagiert haben. Die Fed hat darüber hinaus seit September 2007 den Geldmarktzins (Federal Funds Rate) um 325 Basispunkte auf nunmehr

2% gesenkt. Durch ihr rasches und entschlossenes Handeln hat die Fed dokumentiert, dass sie enorme Gefahren für die amerikanische Konjunktur und die Stabilität des Finanzsektors befürchtet.

Stellt die Krise an den Finanzmärkten eine Bedrohung für die Weltwirtschaft dar und kann sich die deutsche Volkswirtschaft von diesem Prozess abkoppeln? Der vorliegende Beitrag beleuchtet die relevanten Übertragungskanäle der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft und bewertet die Wahrscheinlichkeit krisenhafter Entwicklungen zunächst für die USA, dann für die Weltwirtschaft und schließlich für Deutschland.

### Zur Situation in den USA

In den USA gingen die Preissteigerungen an den Immobilienmärkten der vergangenen Jahre mit einem Hypothekenboom einher, der wiederum größtenteils auf Zuwächse an Krediten mit schlechter Bonität basierte. So ist das gegenwärtige Finanzmarktumfeld durch große Unsicherheit bezüglich des noch zu erwartenden Abschreibungsbedarfs geprägt, mit der Konsequenz, dass sich die Kreditbedingungen sowohl für private Haushalte als auch für Unternehmen deutlich verschärft haben. Dies dürfte dazu beitragen, dass die konjunkturelle Abschwächung in den USA auch

außerhalb des Immobiliensektors zunehmend sichtbar wird. Zudem ist mit einer baldigen Erholung der privaten Wohnungsbauinvestitionen nicht zu rechnen.

Für den weiteren Verlauf der Krise ist entscheidend, wie groß der verbleibende Wertberichtigungsbedarf im Finanzsektor ausfällt, wie weit die Häuserpreise noch fallen und wie stark die amerikanische Konsumnachfrage von einem Rückgang der Immobilienpreise betroffen ist. Empirische Untersuchungen für die USA haben ergeben, dass Variationen des Immobilienvermögens einen wesentlich stärkeren Einfluss auf den Konsum ausüben als Variationen im Finanzvermögen. Zudem haben die meisten amerikanischen Haushalte ihren Immobilienbesitz mit Hypotheken belastet (so genannte Mortgage-Equity-Withdrawals), von denen in den letzten Jahren etwa die Hälfte konsumtiv verausgabt wurden.<sup>1</sup> Die fallenden Immobilienwerte bergen somit ein akutes Risiko eines bevorstehenden Einbruchs der Konsumnachfrage, welcher

<sup>1</sup> Vgl. K. Case, J. Quigley, R. Shiller: Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus The Housing Market, *Advances in Macroeconomics*, in: Berkeley Electronic Press, Vol. 5, S. 1235-1296, 2005; sowie A. Greenspan, J. Kennedy: Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four Family Residences, Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Paper 2005-41, 2005.

die US-amerikanische Konjunktur deutlich abschwächen dürfte.

Die Finanzkrise kann dabei als Auslöser, aber nicht als eigentliche Ursache der zu erwartenden Wachstumsabschwächung in den USA angesehen werden. Letztere liegt vielmehr in dem seit vielen Jahren vorherrschenden US-amerikanischen Leistungsbilanzdefizit begründet, welches sich in korrespondierenden Leistungsbilanzüberschüssen im Rest der Welt, insbesondere in China und anderen asiatischen Volkswirtschaften sowie den Erdöl exportierenden Ländern, widerspiegelt.

In den USA determiniert die geringe Sparneigung relativ zum Investitionsvolumen das Ausmaß des amerikanischen Leistungsbilanzdefizits. Neben den steigenden Defiziten der öffentlichen Hand ist insbesondere die Sparquote der privaten Haushalte seit einigen Jahren stark rückläufig. Als Auslöser dieser Entwicklung kann vor allem die zu Anfang des Jahrzehnts sehr expansive Geldpolitik der Fed gesehen werden. Das dadurch zeitweilig auf historische Tiefstände gefallene amerikanische Zinsniveau hat dabei die Anreize der privaten Ersparnisbildung zurückgedrängt.

Durch die überreichliche Liquidität sind zudem die Preise des amerikanischen Anlagevermögens, insbesondere bei Immobilien, in den zurückliegenden Jahren sehr stark angestiegen. Aufgrund des hohen Eigentümeranteils in den Vereinigten Staaten hat diese Preisblase dazu geführt, dass sich viele Hausbesitzer vermögender rechnen und dadurch ihre Sparanstrengungen zusätzlich einschränken konnten. Zudem hat der Vermögensbesitz die Besicherung von Krediten erleichtert und dadurch einer Ausweitung der Kreditvergabe Vor-schub geleistet.

Eine unkontrollierte Korrektur dieser globalen Ungleichgewichte

wird in der wirtschaftspolitischen Diskussion schon seit einiger Zeit als wesentlicher Risikofaktor für die Weltwirtschaft angesehen.<sup>2</sup> Als Korrekturmechanismen kommen dabei entweder Anpassungen im Wechselkursgefüge oder in den Wachstumsraten der betroffenen Volkswirtschaften in Betracht.

Die amerikanische Währung hat seit Mitte 2007 als Folge des schwindenden Vertrauens internationaler Anleger in amerikanische Finanztitel deutlich an Wert verloren. Eine Dollarabwertung fördert die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Exporte, verteuert seine Importe und verbessert somit die Handelsbilanz der USA. Aber selbst mit der bereits eingetretenen Abschwächung des US-Dollar und dem daraus folgenden Anstieg der US-Exporte um 25% in den letzten zwei Jahren wiesen die USA zum Ende des vierten Quartals 2007 noch immer ein jährliches Leistungsbilanzdefizit von etwa 700 Mrd. US-\$ (5% des US-amerikanischen BIP) auf. Problematisch ist hierbei zudem, dass die Hauptlast dieser Anpassungen bisher vom Euro, dem Yen und dem kanadischen Dollar getragen werden. Länder wie China und eine Reihe Erdöl exportierender Länder im Nahen Osten haben hingegen keine nennenswerten Aufwertungen ihrer Währungen zugelassen. Eine Abschwächung des amerikanischen Wirtschaftswachstums ist über eine verringerte Importnachfrage daher ein notwendiger Bestandteil des Anpassungsprozesses zur Korrektur der globalen Ungleichgewichte.

#### **Transmissionswege der Krise in den Rest der Welt**

Zwar sind alle Handel treibenden Nationen im Zuge der Globalisierung heutzutage sowohl beim Gü-

<sup>2</sup> Ein Überblick mit weiteren Literaturhinweisen findet sich in B. Kempa: Globale Ungleichgewichte, in: WiSt – Wirtschaftswissenschaftliches Studium, 36 (8), 2007, S. 412-415.

terhandel als auch im Finanzsektor enger verzahnt als in der Vergangenheit, jedoch wird die Weltwirtschaft durch eine Rezession in den USA vermutlich dennoch keinen allzu großen Schaden nehmen. In den meisten Industrieländern sind die internen Auftriebskräfte nach wie vor deutlich. Hinzu kommt, dass die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern bislang ungebrochen ist. Außerdem stützt sich ein immer geringerer Teil des Welthandels auf die USA.

Die Symmetrie der Konjunkturzyklen zwischen Entwicklungs- und Schwellenländern sowie innerhalb der Gruppe der Industrieländer hat im Verlaufe der letzten 20 Jahre zugenommen, die Korrelationen zwischen diesen Gruppen sind hingegen zugleich wesentlich geringer geworden. Insbesondere lässt sich eine deutliche Abschwächung des konjunkturellen Einflusses der USA auf die Gruppe der Schwellenländer feststellen.<sup>3</sup> Als wesentlicher Grund für diese Entwicklung kann die mit der Globalisierung verbundene weltweite Diffundierung des technologischen Fortschritts gesehen werden. Das Produktivitätswachstum stärkt dabei gerade in den Schwellenländern die nationalen Einkommens- und Konsumniveaus.

Dennoch würde eine schwere Rezession in den USA auch an den Schwellenländern nicht spurlos vorübergehen, insbesondere wenn diese mit sinkenden Rohstoffpreisen und damit verbundenen Einbrüchen in den Exporterlösen der Rohstofflieferanten einhergeht. Aufgrund des steigenden Energiebedarfs in Ländern wie China und Indien ist jedoch auf absehbare Zeit nicht mit einem Verfall der Rohstoffpreise zu rechnen. Außerdem wären nicht alle Schwellenländer in

<sup>3</sup> Vgl. C. Akin, A. Kose: Changing Nature of North-South Linkages: Stylized Facts and Explanations, IMF Working Paper WP/07/280, 2007.

gleichem Maße von einer solchen Entwicklung betroffen.

Wirtschaftliche Probleme wären vor allem in einer Reihe von Ländern Osteuropas zu erwarten, in denen die öffentlichen Haushalte und Leistungsbilanzsalden erhebliche Defizite aufweisen. Die meisten anderen Schwellenländer, insbesondere jene in Asien und den Erdölexportländern, weisen hingegen deutliche Leistungsbilanzüberschüsse sowie enorme Nettodevisenpositionen auf. Aufgrund des deutlich stärkeren ökonomischen Gewichts dieser zweiten Ländergruppe im Vergleich zur ersten sind die Schwellenländer damit insgesamt heute eindeutig weniger anfällig gegenüber dem Austrocknen der internationalen Liquidität als noch während der Asienkrise vor rund zehn Jahren.

In der Vergangenheit führten plötzliche Kapitalabflüsse aus Schwellen- und Entwicklungsländern häufig zu Banken- und Währungskrisen, welche in Verbindung mit steigenden Zinsniveaus einen Einbruch der privaten Nachfrage in den betroffenen Ländern hervorriefen. In Ländern mit hohen Haushaltsdefiziten und einer beträchtlichen Nettoauslandsverschuldung führte der damit verbundene Anstieg des Schuldendienstes zugleich zu einer Einengung des Handlungsspielraums der Nachfragepolitik, so dass schwere Rezessionen die regelmäßige Folge krisenhafter Kapitalabflüsse waren. Im Gegensatz dazu können geld- und fiskalpolitische Instrumente in Ländern mit Haushaltsüberschüssen und positiven Nettoauslandspositionen heute wesentlich flexibler eingesetzt werden, um die heimische Nachfrage im Falle rezessiver Tendenzen zu stützen.

### **Wie stark ist Deutschland von der Finanzkrise betroffen?**

Im Gegensatz zu den USA und einigen Volkswirtschaften des Eu-

roriums haben sich in Deutschland in den vergangenen Jahren keine Übertreibungen der Immobilienpreise herausgebildet. Zudem spielen Immobilienwerte zur Besicherung von Konsumentenkrediten in Deutschland kaum eine Rolle. Das deutsche Finanzsystem erweist sich daher als sehr robust, da das Angebot an Bankkrediten, und insbesondere das anhaltend starke Wachstum der Kreditvergabe an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, bislang kaum von den Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt wurde. Gegen einen deutlichen Einbruch der deutschen Investitionskonjunktur sprechen zudem die Bilanzverbesserungen der letzten Jahre sowie die günstige Ertragssituation bei den Unternehmen, die einen hohen Innenfinanzierungsspielraum für Investitionen ermöglichen. Zudem ist die Kapazitätsauslastung im Unternehmenssektor hoch und der Bedarf an Erweiterungsinvestitionen besteht fort.

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzmarktkrise könnten sich allerdings über die außenwirtschaftlichen Verflechtungen mit den USA sowie dem Rest der Welt manifestieren. Sowohl eine anhaltende Dollarschwäche als auch eine Abschwächung der amerikanischen Wachstumsdynamik wirken sich dabei unmittelbar auf die deutsche Exporttätigkeit aus. Aber auch hier sind die Folgen weniger dramatisch als vielfach befürchtet. Aufgrund der Lohnzurückhaltung der letzten Jahre hat Deutschland an internationaler Wettbewerbsfähigkeit gewonnen, so dass die Eurostärke der deutschen Exportwirtschaft bisher kaum zusetzt. Zudem exportiert Deutschland zu einem großen Teil Fahrzeuge, Maschinen und andere Investitionsgüter, deren Nachfrage aufgrund des hohen Spezialisierungsgrades auch bei einer Verteuerung des Euro kaum zurückgehen wird.

Gleichzeitig hilft die Euroaufwertung, die gestiegenen Preise von Importgütern, insbesondere bei Rohstoffen, zu dämpfen. Da diese auch als Produktionsfaktor Verwendung finden, wirkt sich der starke Euro günstig auf die Kostensituation der heimischen Unternehmen aus und federt den Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportwirtschaft in Folge eines schwächeren US-Dollar zumindest teilweise ab.

Auch eine Wachstumsabschwächung in den USA würde sich nur begrenzt auf die deutsche Konjunktur auswirken. Mehr als die Hälfte der deutschen Exporte gehen bereits in die europäischen Nachbarländer sowie ein weiteres Viertel in die Wachstumsregionen Osteuropas und Asiens. Dabei dürfte das kräftige Wachstum in den Schwellenländern die Auslandsnachfrage in Deutschland und im restlichen Euro-Währungsgebiet zusätzlich stützen.

Aufgrund der weiterhin eher günstigen konjunkturellen Aussichten sind nachfragepolitische Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur in Deutschland sowie im Rest des Euroraums nicht angezeigt. Die deutsche Wirtschaft expandiert im Bereich des Wachstumspotenzials, die Kapazitäten sind nahezu voll ausgelastet, und in manchen Bereichen des Arbeitsmarktes zeigen sich Kapazitätsengpässe.

Im Hinblick auf die Geldpolitik der EZB sind die bisherigen geldpolitischen Maßnahmen ebenfalls angemessen. Durch die vorübergehende Bereitstellung von Liquidität seitens der EZB wird der Bankensektor nur für begrenzte Zeit mit zusätzlichem Geld versorgt. Das kann helfen, Zahlungsengepässe im Handel der Banken untereinander zu überwinden, die durch das gegenseitige Misstrauen im Zusammenhang mit der Immobilien- und Hypothekenkrise entstanden sind.

Sobald die Kreditgewährung unter den Banken wieder besser funktioniert, kann die EZB die bereitgestellte Liquidität sehr rasch aus dem Markt nehmen. Die EZB wird damit ihrer Funktion als Geldgeber der letzten Instanz für den europäischen Bankensektor gerecht, ohne dabei ihr Mandat der Gewährleistung von Preisniveaustabilität zu kompromittieren.

#### Fazit

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise wird sich nach heutigem Erkenntnisstand durchaus deutlich auf die amerikanische Konjunktur auswirken, wenngleich das Szenario einer tiefen Rezession als eher unwahrscheinlich zu erachten ist. Dabei wird die Weltkonjunktur aufgrund der dynamischen Wachstumsperspektiven der Schwellenländer voraussichtlich kaum nachhaltig von der Krise betroffen. Dies gilt ebenso für Europa, obwohl einige Länder in Osteuropa aufgrund mangelnder fiskalischer Disziplin und einer erheblichen Auslandsverschuldung durchaus anfällig gegenüber einem Austrocknen der Liquidität auf den internationalen Finanzmärkten sein könnten. Auch in Teilen des Euroraums könnte eine internationale Verschärfung der Kreditvergabestandards rezessiv wirken, falls diese zu einer deutlichen Abkühlung der Immobilienmärkte beitragen. Das deutsche Finanzsystem befindet sich hingegen

in einer robusten Verfassung, und weder die Euroaufwertung noch eine nachlassende Dynamik in der Weltkonjunktur stellen gegenwärtig eine Gefahr für die deutsche Volkswirtschaft dar. Die erhebliche Lockerung der amerikanischen Geldpolitik der vergangenen Monate hat möglicherweise einen Beitrag zu dem bislang glimpflichen Verlauf der Krise geleistet. Hierin liegt aber zugleich auch das Hauptrisiko im Hinblick auf deren zügige Überwindung, denn die massiven Zinssenkungen der Fed schränken den Handlungsspielraum für zukünftige geldpolitische Maßnahmen erheblich ein.

So wird die Fed im Falle einer kurzfristigen Verschlechterung der konjunkturellen Situation kaum mehr in der Lage sein, die für Konsum- und Investitionsentscheidungen relevanten langfristigen Realzinsen weiter zu senken und dadurch die Konjunktur zu stützen. Zum einen können Nominalzinsen nicht negativ werden, und zum anderen steht zu erwarten, dass sich die Inflationserwartungen durch die bisherigen Leitzinssenkungen bereits destabilisiert haben. Ein Anstieg der erwarteten Inflationsvariabilität erhöht aber wiederum die Risikoprämien und somit die Realzinsen. Damit wird die Effektivität weiterer Zinssenkungen zur Überwindung der Krise in Frage gestellt.

Die Auswirkungen der amerikanischen Geldpolitik bleiben überdies nicht nur auf die USA beschränkt, denn die mehr oder weniger strikten Dollaranbindungen vieler Schwellenländer, insbesondere im asiatischen Raum, haben zur Folge, dass die amerikanischen Leitzinssenkungen auch im Rest der Welt entsprechende Geldmengenerweiterungen induzieren. Diese verstärken nicht nur die bereits bestehenden Inflationstendenzen bei Rohstoffen und Nahrungsmitteln, sondern leisten auch einer erneuten Preisblase bei Vermögenswerten Vorschub.

Die Fed scheint somit dieselben Fehler wie zu Anfang des Jahrzehnts zu begehen, als sie aus Angst vor einer Deflation nach dem Platzen der Dot-Com-Blase die Leitzinsen zu lange auf einem zu niedrigen Niveau belassen hatte, und somit ursächlich zu der Entstehung der Immobilienpreisblase und der gegenwärtigen Finanzmarktkrise beitrug. Heute ist es die unbegründete Angst vor einer zweiten Weltwirtschaftskrise, die zu einer übermäßig starken Lockerung der amerikanischen Geldpolitik führt, welche die bereits beträchtliche weltweite Inflationsdynamik weiter anheizt, einer Normalisierung der Vermögenspreisniveaus im Wege steht und somit eine zügige Überwindung der gegenwärtigen Krise behindert.

---

Christopher Kopper

## Von der Bankenkrise in die Depression? Ein historischer Rückblick

---

Im März 2008 sorgte der amerikanische Wirtschafts-Nobelpreisträger Joseph Stiglitz für Aufregung. In einem Interview mit einem neuseeländischen Radiosender zog er Parallelen

Wirtschaftsdienst 2008 • 5

zwischen der Weltwirtschaftskrise und der gegenwärtigen Lage der Banken und Finanzmärkte, die er als die schwerste Krise seit den dreißiger Jahren bezeichnete.

Man sollte einem versierten Ökonomen wie Stiglitz nicht leichtfertig Alarmismus unterstellen. Viele bedeutende Ökonomen haben sich mit den Ursachen der Weltwirtschaftskrise, dem „heiligen

„Gral der Makroökonomie“ (Bernanke) beschäftigt. Die Suche nach möglichen historischen Parallelen in der Entwicklung der Geld- und Kapitalmärkte, dem Bankenwesen und der realwirtschaftlichen Ebene liegt nahe. Der historische Vergleich als heuristisches Instrument kann zeigen, wie weit sich die realwirtschaftlichen, handelspolitischen, notenbankpolitischen und kreditwirtschaftlichen Ausgangsbedingungen gegenüber dem Referenzfall Weltwirtschaftskrise verschoben haben.

Realwirtschaftlich gesehen befand sich die Wirtschaft der USA und der europäischen Industriestaaten Ende der zwanziger Jahre am Ende einer investiven Hochkonjunktur, in der die industriellen Kapazitäten erheblich erweitert wurden. Nachdem die kurze Nachkriegsdepression in den USA 1921 endete, erlebten die Vereinigten Staaten eine beispiellose Wachstumsphase, die von der Investitionsgüterproduktion und von den stetig steigenden Absätzen der Konsumgüterwirtschaft getragen wurde. Der Marktdurchbruch technologischer Innovationen wie der wissenschaftlichen Arbeitsorganisation (Taylorismus) und der standardisierten Fließbandproduktion (Fordismus) ermöglichten durch die daraus resultierenden Produktivitätsfortschritte hohe Produktionssteigerungen bei einer nur mäßig steigenden Nachfrage nach Arbeitskräften. Obwohl der Kongress die Einwanderung durch Einwanderungsquoten stark reduzierte, kam es trotz der abflachenden Angebotskurve auf dem Arbeitsmarkt nicht zu inflationären Lohnsteigerungen und einer inflationsbedingten Verlangsamung der Konjunktur. Dank der rasant steigenden Produktivität, des moderaten Lohnwachstums und des funktionierenden Wettbewerbs lagen die Preise auf dem Höhepunkt des Konjunkturzyklus im Frühjahr 1929 sogar geringfügig unter den

Preisen in der letzten kurzen Rezession von 1927.

Von 1925 bis 1929 stiegen die Nettogewinne der großen amerikanischen Unternehmen um 42% – und beflügelten die Kurs- und Dividendenerwartungen der Anleger. Doch im Juni 1929 erreichte der amerikanische Produktionsindex seinen Wendepunkt und ging bereits mehrere Monate vor dem „Schwarzen Freitag“ am 24. Oktober 1929 auf eine steile Talfahrt. Von August bis Oktober 1929 fiel der Index der amerikanischen Industrieproduktion mit einer Jahresrate von 20%.

### **Ursachen der Weltwirtschaftskrise**

Monetaristen und Nicht-Monetaristen streiten bis heute, ob die Ursachen für den starken Konjunkturrückgang in der realwirtschaftlichen oder der monetären Sphäre zu suchen sind. Milton Friedman und Anna Schwartz verorteten in ihrer bahnbrechenden Studie „A Monetary History of the United States“ (1963) die Ursachen in der restriktiven Zinspolitik und Offenmarktpolitik der Federal Reserve Bank. Für Friedmans These spricht der Befund, dass die Geldmenge seit Anfang 1928 abnahm und kontraktive Impulse von der Geldpolitik ausgingen. Obwohl die Geldmenge schrumpfte und die amerikanische Wirtschaft im Sommer 1929 in eine rezessive Phase übergang, entschied sich die Federal Reserve Bank nicht zu einer Politik des billigen Geldes und der erweiterten Liquidität. Statt den Diskontsatz von 5% zu senken, erhöhte ihn die Federal Reserve Bank am 9. August 1929 sogar auf 6%. In der beginnenden Rezession erreichten die Realzinsen Rekordhöhen.

Aus welchen Gründen betrieb die Fed eine prozyklische Zinspolitik? Die zunehmenden Kredite amerikanischer Banken an Börsen-

makler bereiteten der Fed berechnete Sorgen. Eine Diskontsatzsenkung erschien wirkungslos. Die Geldmarktsätze waren über den Diskontsatz gestiegen, so dass die Zinspolitik die Fühlung mit dem Markt verloren hatte. Obwohl die Banken ihre Kredite an die Broker reduzierten, versagte die Wirkung der Zinspolitik an der Börse. Solange die Kurse an der Börse weiter stiegen, traten Nichtbanken an die Stelle der Geschäftsbanken und erhöhten ihre Kredite für den Kauf von Aktien.

Die Gewinnerwartungen der Anleger hatten jedes vernünftige Maß überschritten. Das Verhältnis zwischen der Marktkapitalisierung und den Nettogewinnen hatte sich seit 1925 von 6 auf 12 verdoppelt. Von Anfang 1927 bis September 1929 stieg der Aktienindex aufgrund spekulativer Gewinnerwartungen um mehr als das Doppelte. Angesichts des boomenden Aktienmarktes und der zunehmenden Kredite für Wertpapierkäufe sah sich die Federal Reserve Bank immer noch in einer Boomperiode – und missachtete die Geldmengensignale.

Der dramatische Fall der New Yorker Börsenkurse während der Weltwirtschaftskrise – bis Mitte 1932 um 85% (!) – vernichtete ein gewaltiges Anlagekapital. Kredite auf Wertpapiere und durch Wertpapiere gesicherte Kredite wurden im großen Maß notleidend. Dadurch mussten die Banken ihre Kreditvergabe stark einschränken, was die Kontraktion der Geldmenge noch verschärfte. Die Senkung des Diskontsatzes von 6 auf 4,5% blieb bei der deflationären Preisentwicklung wirkungslos, da die Realzinsen noch stiegen. In der „Great Depression“ nutzte die Federal Reserve Bank das Instrument der Offenmarktpolitik zu zaghaft, um dem Fall der Geldmenge entgegen zu begegnen zu können. Erst im Februar 1932 erlaubte eine Reform des Zentralbankgesetzes der Fed,

Banknoten auch mit Staatsanleihen zu decken und Finanzwechsel zu diskontieren. Die dadurch mögliche Geldmengenausweitung kam zu spät, um dem illiquiden Bankensystem zusätzliche liquide Mittel zu beschaffen und ein weiteres Schrumpfen der Geldmenge zu verhindern.

### Folgen für Europa

Die amerikanische Konjunktur- und Bankenkrise hatte in den europäischen Industriestaaten unterschiedlich schwere Folgen. Am stärksten wurde das Deutsche Reich getroffen, das wie kaum ein anderer europäischer Staat von Kapitalimporten aus den USA abhängig war. Da die Hyperinflation von 1923 einen großen Teil des Geldkapitals vernichtet hatte, mussten öffentliche wie private Investitionen direkt oder indirekt mit amerikanischem Kapital finanziert werden.

Nach dem „Schwarzen Freitag“ bedeutete der hohe Anteil kurzfristiger amerikanischer Gelder unter den kurzfristigen Verbindlichkeiten der deutschen Banken eine besondere Gefahr für die deutsche Wirtschaft. Fast 40% der kurzfristigen Einlagen bei den deutschen Großbanken waren aus dem Ausland geliehen – und standen bei Liquiditätsengpässen der Gläubiger zur Kündigung an. Dies wäre kein schwerwiegendes Problem für die Liquidität der Banken gewesen, wenn die Banken diese Gelder als kurzfristige Kredite vergeben hätten. Die Transformation in längerfristige Kredite verhieß bei größeren Forderungsausfällen oder bei massiven Geldabzügen ausländischer Anleger eine große Gefahr für die Stabilität des Bankensystems.

Auf den Wahlerfolg der NSDAP bei der Reichstagswahl am 14. September 1930 folgte der Abzug ausländischer Geldanlagen in Höhe von 500 bis 700 Mio. Reichsmark. Die zunehmende politische Instabilität der Weimarer Republik

verunsicherte die ausländischen Gläubiger zusätzlich – und verschärfte die Liquiditätskrise.

Die Abzüge ausländischer Gelder resultierten bei einer passiven Handelsbilanz in einem Schrumpfen der Gold- und Devisenbestände. Da sich die Reichsregierung im Londoner Abkommen von 1924 („Dawes-Plan“) gegenüber den Siegermächten zur Golddeckung der Reichsmark verpflichtet hatte, musste die Reichsbank mit einer kontraktiven Geldpolitik gegensteuern. Eine Aufhebung der Golddeckung und eine Abwertung der Reichsmark wäre nur mit dem Einverständnis der USA, Großbritanniens und Frankreichs möglich gewesen. Aufgrund des internationalen Wettbewerbs wäre ein solches Einverständnis von Großbritannien, den USA und Frankreich kaum denkbar gewesen, wenn diese Staaten nicht gleichzeitig ihre eigenen Währungen abgewertet hätten. Wegen der hohen Verschuldung Deutschlands in goldgedeckten Währungen wie dem US-Dollar und dem britischen Pfund hätten sich die Auslandsverbindlichkeiten nach einer einseitigen Abwertung noch erhöht. Die drohende Zahlungsunfähigkeit Deutschlands erforderte Konzessionen der Gläubigerstaaten – vor allem der USA.

Im amerikanischen Kongress dominierte jedoch die Auffassung, die Krise der amerikanischen Wirtschaft sei auch auf Kosten der europäischen Schuldnerstaaten zu lösen. 1931 verabschiedete der Kongress ein Schutzzollgesetz, das die Krise der deutschen Exportwirtschaft weiter verschärfte. Auch ein Verzicht der USA auf die Rückzahlung der Kriegsschulden, der die Zahlungsbilanz ihrer europäischen Partner Großbritannien und Frankreich entlastet hätte, hatte zunächst keine Chance im Kongress. Frankreich hätte dann auf seine Reparationsforderungen gegen Deutschland verzichten kön-

nen, was Deutschlands negative Zahlungsbilanz verbessert hätte.

Das feste Wechselkurssystem mit goldgedeckten Währungen erforderte in Krisenzeiten eine enge und vertrauensvolle Zusammenarbeit der Notenbanken, die aber nur eingeschränkt funktionierte. Die zunehmenden Goldabzüge bei der Reichsbank und der Bank of England hätten ein konzentriertes Vorgehen der Federal Reserve Bank und der Banque de France erfordert, die über reichliche Goldreserven verfügten und ihre Goldbestände während der Weltwirtschaftskrise sogar erhöhten. Eine Krisenintervention unterblieb, obwohl die Golddeckung bei der Bank of England und vor allem bei der Reichsbank gefährdet war. Auch die Reichsbank machte den Fehler, sich zu spät – und letztlich erfolglos – um Kredite anderer Notenbanken zu bemühen.

### Die Politik der Regierung Brüning

Der als „Hungerkanzler“ geschmähte Reichskanzler Heinrich Brüning hatte kaum eine Möglichkeit, den erzwungenen Pfad einer prozyklischen Haushaltspolitik zu verlassen. Schon Ende 1929 hatte die Reichsregierung die kurzfristige Zahlungsfähigkeit des Reiches nur in letzter Minute mit einem amerikanischen Bankenkredit verhindern können. Die Kreditschöpfungsfähigkeit des deutschen Kapitalmarktes für den öffentlichen Finanzbedarf war wegen der Abhängigkeit der Banken von Auslandsgeldern am Ende. Seit Ende 1930 lagen die Geldmarktzinsen am deutschen Markt erheblich über den Zinsen in New York und London. Bei einer deflationären Preisentwicklung erreichten die Realzinsen Rekordwerte. Wegen des knappen Geldangebots und des zunehmenden Risikos für ausländische Anleger zeigte die Diskontsatzsenkung der Reichsbank keine Wirkung. Eine Verschuldung



der öffentlichen Haushalte bei der Reichsbank schloss das Reichsbankgesetz aus.

Trotz der verengten konjunkturpolitischen Handlungsspielräume kann die Regierung Brüning nicht von einer Mitverantwortung freigesprochen werden. Auf den politischen Druck der einflussreichen ostelbischen Agrarlobby stützte die Reichsregierung die überschuldete Großlandwirtschaft mit umfangreichen Subventionen und Steuerstundungen, die fehlten, um öffentliche Investitionen mit einem hohen Multiplikatoreffekt zu fördern. Als Kanzler einer Minderheitsregierung von Gnaden des Großgrundbesitzers und Reichspräsidenten Paul von Hindenburg besaß Brüning nicht den politischen Handlungsspielraum für eine situationsadäquate Wirtschaftspolitik.

Der Zusammenbruch des deutschen Bankwesens erfolgte, als eine der vier Großbanken – die Darmstädter und Nationalbank (Danat-Bank) – wegen des drohenden Konkurses ihres großen Kreditnehmers Nordwolle AG im Juni 1931 vor der Illiquidität stand. Panikartige Abzüge ausländischer und auch deutscher Anleger brachten drei der vier Großbanken (Danat-Bank, Dresdner Bank und Commerzbank) an den Rand der Zahlungseinstellung. Die deutschen Großbanken konnten nur durch einen radikalen Kapitalschnitt, durch hohe Eigenkapitaleinschüsse des Reiches und mit großzügigen Akzeptkrediten der Reichsbank gerettet werden.

Da die Golddeckung der Reichsmark nicht mehr gewährleistet war, verließ die Reichsbank im Juli 1931 die Goldkonvertibilität. Die Möglichkeit zur Exportförderung durch Abwertung wurde mit Rücksicht auf die hohe nominelle Verschuldung in goldgedeckten Währungen nicht genutzt. Bis Ende 1932 nutzte die Reichsbank die Möglichkeit zur Kreditschöpfung über

Finanzwechsel zu zaghaf, um der realwirtschaftlichen Entwicklung Wachstumsimpulse geben zu können. Erst Hitlers Reichsbankpräsident Hjalmar Schacht besaß den Mut, mit einer expansiven Kreditpolitik eine expansive staatliche Konjunkturpolitik zu ermöglichen

Realwirtschaftlich gesehen befand sich Deutschland wegen seiner Exportabhängigkeit in einer noch schwierigeren Lage als die USA. Auch hier waren in den zwanziger Jahren mit Fremdkapital erhebliche industrielle Überkapazitäten geschaffen worden, die nur auf dem Höhepunkt des Booms ausgelastet waren. Bereits Anfang 1929 hatte der Übergang in eine ausgeprägte Rezession begonnen, die durch die Kreditkrise in den USA noch erheblich verschärft wurde. Die Tendenz der USA und auch der europäischen Staaten zu einer protektionistischen Handelspolitik ließ den Welthandel um mehr als 60% schrumpfen – und verstärkte die Krise.

### Die aktuelle Finanzkrise

Im Vergleich zu den zwanziger Jahren haben sich heute die ökonomischen Ausgangsbedingungen stark verändert. Eine Bankenkrise im heutigen Schuldnerland USA kann die Stabilität des Kreditsektors in anderen Staaten nur in dem Maße beeinflussen, in dem Finanzinstitutionen aus den Gläubigerstaaten dubiose Kredite von amerikanischen Banken erworben haben.

Entscheidend sind die Unterschiede in der realwirtschaftlichen Entwicklung. Im Unterschied zum Beginn der Weltwirtschaftskrise zeichnet sich (noch) keine rezessive Entwicklung mit negativen Wachstumsraten in zwei aufeinander folgenden Quartalen ab. Auch wenn dieser Fall eintreten sollte, wäre ein deutlich geringerer Rückgang der Wirtschaftsleistung als zum Ende der zwanziger Jahre zu erwarten. In

den weltwirtschaftlich immer wichtigeren Staaten Asiens entwickeln sich die realwirtschaftlichen Werte außerordentlich stabil. Zur Zeit bestehen in den westlichen Industrie- und Dienstleistungsgesellschaften keine erheblichen Überkapazitäten wie zum Ende der zwanziger Jahre, die hohe Verluste im Falle eines Nachfragerückgangs erwarten lassen. Ein krisenverschärfender Rückfall in eine protektionistische Welthandelsordnung ist in einer globalisierten Wirtschaft mit engen gegenseitigen Abhängigkeiten unwahrscheinlicher als je zuvor.

Anders als 1929 bestehen an den Kapitalmärkten keine Spekulationsblasen, die schnelle und nachhaltige Kursstürze mit hohen Buchverlusten bei Wertpapieranlagen befürchten lassen. Für die weitaus größere Krisenfestigkeit des Kreditsektors sind vor allem die verbesserten institutionellen Faktoren wie die geringere Störanfälligkeit eines nicht goldgedeckten Weltwährungssystems bei hohen Zahlungsbilanzdefiziten einzelner Staaten und die deutlich erweiterten Handlungsspielräume der Notenbanken verantwortlich. Die Gefahr einer allgemeinen Liquiditätskrise des Bankensektors und einer daraus resultierenden kontraktiven Geldmengenentwicklung konnte anders als 1929 bis 1931 durch die großzügigen Liquiditätshilfen der Notenbanken gebannt werden. Auch zeigen die Beispiele Bear Stearns und Northern Rock, dass selbst die Illiquidität größerer Bankinstitute mit systemimmanenten Interventionen, wie der Fusion mit einem gesunden Unternehmen und notfalls auch durch eine Verstaatlichung, verhindert werden kann, ohne den gesamten Kreditsektor zu gefährden. Anders als 1930 sind die heutigen Schuldnerstaaten politisch so stabil, dass Panikreaktionen der Gläubigerstaaten zumindest sehr unwahrscheinlich sind.