

KfW Research.

No. 28, Juni 2008



MakroScope.

Die wirtschaftspolitischen und regulatorischen Auswirkungen
der Subprime-Krise.

KfW Bankengruppe

Palmengartenstraße 5-9

60325 Frankfurt am Main

Telefon +49 69 7431-0

Telefax +49 69 7431-2944

www.kfw.de

Herausgeber/Redaktion:

KfW Bankengruppe, KSb Volkswirtschaft

Telefon +49 69 7431-1674 (David Denzer-Speck)

Telefon +49 69 7431-3770 (Christian Hornberg)

Telefon +49 69 7431-9001 (Stephanie Schoenwald)

Telefax +49 69 7431-3503

E-mail research@kfw.de

Frankfurt am Main, Juni 2008

Inhaltsverzeichnis

1	Die Subprime-Krise – kurz skizziert	S. 1
1.1	Ausbruch der Krise	S. 1
1.2	Die betroffenen Märkte	S. 2
1.3	Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft	S. 8
2	Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Krisenbewältigung in den USA	S. 12
2.1	Maßnahmen der Federal Reserve	S. 13
2.2	Maßnahmen der Regierung und regierungsnaher Institutionen	S. 17
3	Krisenursachen und Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung	S. 22
3.1	Ursachen der Krise	S. 22
3.2	Maßnahmen zur Prävention künftiger Krisen	S. 26
4	Fazit	S. 30

Die wirtschaftspolitischen und regulatorischen Auswirkungen der Subprime-Krise

-Abstract-

Wenn es ein Thema gibt, das die Märkte seit Monaten nahezu täglich beschäftigt, dann sind es die stets neuen Wendungen der Subprime-Krise und die bisweilen hektisch scheinenden Reaktionen der Wirtschaftspresse, der Analysten und bisweilen auch der wirtschaftspolitischen Akteure. Die Vielzahl und Frequenz der Meldungen verlangt nach einem geordneten Überblick von Ereignissen, politischen Reaktionen und den sich abzeichnenden mittel- bzw. langfristigen Folgen für den regulatorischen Rahmen des Bankgeschäfts. Nach einem ersten Abschnitt, der Ursachen und Verlauf der Krise bisher rekapituliert, werden die wichtigsten Maßnahmen der US-amerikanischen Träger der Wirtschaftspolitik skizziert. Akutes Krisenmanagement, insbesondere durch die Federal Reserve, wird begleitet von geld- und fiskalpolitischen Nachfrageimpulsen zur Bekämpfung der rezessiven Entwicklungen in den USA. Schließlich werden die international diskutierten mittel- und langfristigen Auswirkungen der Krise auf die Banken- und Finanzmarktregulierung vorgestellt. Diese zielen auf eine Beseitigung der zentralen Ursachen bei der Entstehung der Krise: Anreizprobleme entlang der „originate and distribute“-Kette, Informationsprobleme beim Umgang mit neuartigen Finanzprodukten sowie Mängel bei der Risikosteuerung und der Bankenregulierung. Konkret sind als Maßnahmen im Gespräch: Eine Erhöhung der Eigenkapitalpuffer, eine einheitliche und bessere Erfassung wichtiger Finanzmarktakteure durch die Bankenregulierung, eine Neuausrichtung der Entlohnungssysteme und eine externe Kontrolle von Ratingagenturen. Darüber hinaus wird über Änderungen bei den Bewertungsrichtlinien und eine Einbeziehung von Vermögenspreisblasen in die Geldpolitik diskutiert.

1 Die Subprime-Krise – kurz skizziert

1.1 Ausbruch der Krise

Im Verlauf der drei Sommermonate Juni-August 2007 materialisierte sich die Subprime-Krise in raschem Tempo: An den Finanzmärkten rückte das Sinken der US-Immobilienpreise und der deutliche Anstieg der Zahlungsrückstände im Bereich der zinsvariablen Subprime-Hypotheken in den Fokus der Aufmerksamkeit. Der Zusammenbruch zweier von Bear Stearns gemanagten Hedgefonds, die in komplexen Strukturierungen von Subprime-Krediten investiert waren, und die Warnung der Rating-Agenturen, die Ratings von hypothekenbesicherten Papieren auf den Prüfstand zu stellen, führte zu einer

Neueinschätzung der in den Strukturierungen enthaltenen Risiken. Die mangelnde Transparenz der Kreditstrukturen und die Unsicherheit über die Verteilung der Risiken auf die Akteure am Finanzmarkt resultierten in einer Austrocknung des Marktes für verbriefte Kredite, einem rapiden Preisverfall der kreditbesicherten Produkte und einer Ausweitung der Spreads auf breiter Front.

Die Auswirkungen der Krise auf die drei primär betroffenen Märkte Geldmarkt, Immobilienmarkt und Kreditmarkt werden im Folgenden ebenso erörtert wie die Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

1.2 Die betroffenen Märkte: Die Krise ist noch nicht vorbei

Auswirkungen der Krise am Geldmarkt...

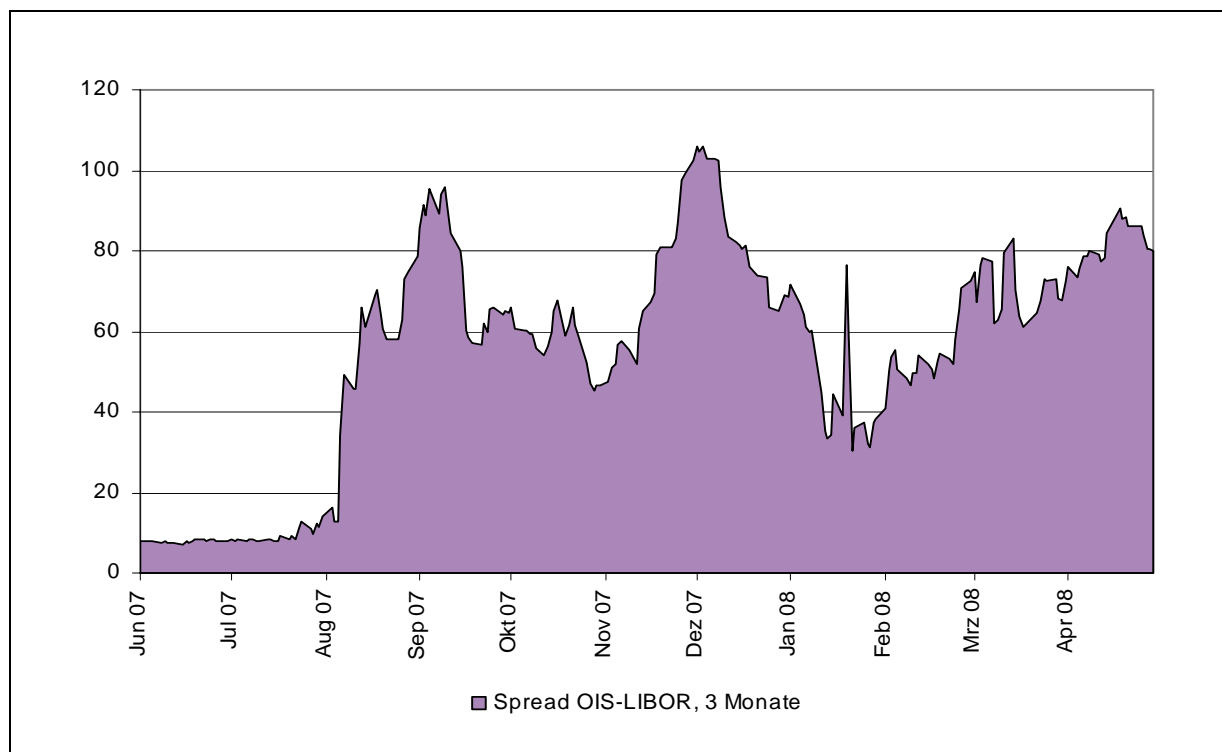
Neben dem US-Immobilienmarkt und dem Markt für verbriefte Kredite ist der Geldmarkt zentral von der Krise betroffen.

Seit dem Juli 2007 ist der Interbankenmarkt für Zentralbankgeld von erheblichen Verwerfungen geprägt. Sowohl am Dollar- als auch am Euro-Geldmarkt liegen die Spreads (Overnight Index Swap (OIS)¹ - Libor) etwa für dreimonatige Laufzeiten weit über dem historischen Niveau von unter 10 Basispunkten, aktuell (Anfang Juni 2008) etwa bei 65 Basispunkten.

Darin offenbart sich das Misstrauen, das sich die im Zentrum der Krise stehenden Banken gegenseitig entgegenbringen. Dieses Misstrauen hat sich seit dem Beginn der Krise und nach bereits erfolgten Abschreibungen von gut 330 Mrd. USD² kaum reduziert und fand seinen Höhepunkt in der Verweigerung, Bear Stearns weiter Liquidität zur Verfügung zu stellen.

¹ Der Overnight Index Swap ist ein Zinstauschgeschäft, bei dem der (variable) Zins für Übernachtliquidität gegen einen festen Zinssatz für eine zu vereinbarende Laufzeit getauscht wird. Der Overnight Index Swap Satz wird bestimmt durch den aktuellen Leitzins und erwartete Leitzinsänderungen. Da ihm ein Zinstausch zugrunde liegt, enthält er im Gegensatz zum LIBOR keine Kompensation für Ausfallrisiken.

² www.bloomberg.com, Subprime Losses Top \$379 Billion on Balance-Sheet, 19. Mai 2008.

Graphik 1: Geldmarktverwerfungen: Spread OIS-LIBOR, Laufzeit 3 Monate

Quelle: Bloomberg

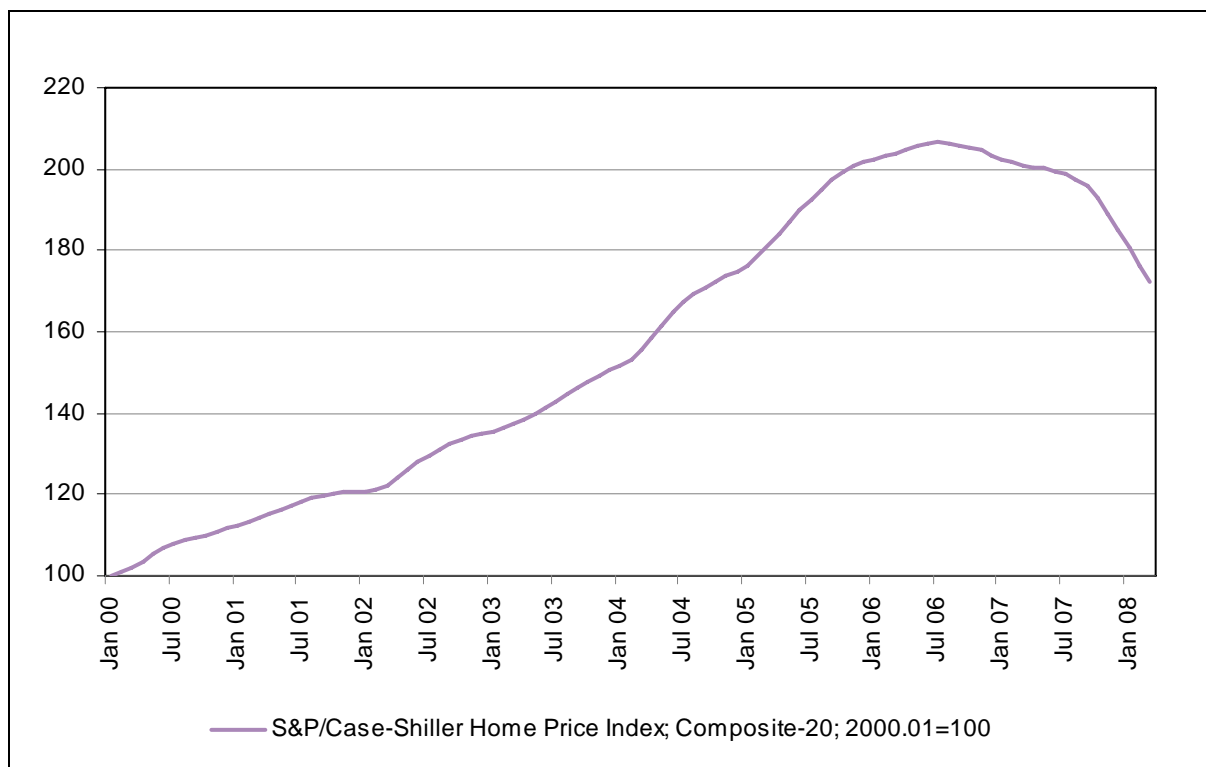
Trotz der sich jüngst mehrenden Stimmen, dass der Höhepunkt der Krise für den Finanzsektor überschritten sei, ist ein grundlegender kurzfristiger Abbau dieses für das Finanzsystem so gefährlichen Vertrauensverlustes nicht zu erwarten, da die krisenauslösenden Faktoren weiter wirken, sich gegenseitig verstärken und sich auf andere Finanzmarktsegmente ausweiten. Die ersten Schätzungen der zu erwartenden Kosten der Subprime-Krise von etwa 400 Mrd. USD (3% des US-BIP) hat der IWF im April auf 1000 Mrd. USD³ mehr als verdoppelt. Der Anteil der Banken an den Verlusten liegt gemäß der IWF Projektion je nach Abgrenzung des Sektors zwischen 54 und 74 Prozent.⁴

...auf dem Immobilienmarkt...

Der Zustand des amerikanischen Immobilienmarkts, von dem die Krise ihren Anfang nahm, lässt bislang keine Anzeichen von Besserung erkennen. Zum März 2008 weist der Case-Shiller-Hauspreisindex (Composite-20) bereits ein Minus von 16,6% gegenüber den Höchstständen im Juli 2006 auf.

³ Vgl. IWF, Global Financial Stability Report, 2008.

⁴ Die enge Abgrenzung beschränkt sich auf die Banken gemäß der IWF Kategorie, die weite Abgrenzung schließt sowohl die Spar- und Pensionskassen als auch die staatlich garantierten Finanzinstitute (GSE) ein.

Graphik 2: Hauspreise USA

Quelle: FERI

Da der Angebotsüberhang am US-Häusermarkt noch zugenommen hat, muss mit einem weiteren Preisverfall gerechnet werden. Nach Schätzungen amerikanischer Bankvolkswirte wird es zu einem Rückgang um 20-30% gegenüber den Höchstständen kommen.

Die Quote von Hypotheken im Zahlungsrückstand über alle Bonitätsklassen erreicht aktuell 5,8%, eine der höchsten Quoten seit 1980. Für die am stärksten getroffenen zinsvariablen Subprime-Hypotheken liegt sie bei 20,5%. Der Anteil der Zwangsvollstreckungen insgesamt erreicht mit 2% gar einen Rekordstand bezogen auf die Zeit nach 1980.⁵ Die Zwangsvollstreckungen führen zu einer (Selbst-) Verstärkung des Preisverfalls: Zum einen führen sie zu einem Wertverlust benachbarter Häuser. Zum anderen haften Hypothekennehmer in den USA üblicherweise nur mit dem Wert ihres Hauses. Dies schafft Anreize, einen Zahlungsausfall und in der Folge weitere Zwangsversteigerungen bewusst herbeizuführen.

... und auf die Kreditmärkte – hypothekenbesicherte Papiere.

Solche Nachrichten verschärfen die Lage an den Kreditmärkten. Eine Indikation für die Bewertung von hypothekenbesicherten Papieren aus dem Subprime-Segment liefern die ABX-Indizes.⁶ Ein ABX-Index basiert jeweils auf einem Korb von 20 Papieren, denen Kredite

⁵ www.mortgagebankers.org, National Delinquency Report, März 2008.

⁶ www.markit.com.

an Subprime-Schuldner zugrunde liegen. Halbjährlich wird eine neue Indexfamilie aufgelegt, innerhalb derer fünf Bonitätsklassen (AAA – BB) gemäß der Einstufungen der Ratingagenturen unterschieden werden. Die ABX-Indizes bilden die Grundlage für Absicherungsgeschäfte (oder Spekulationsgeschäfte) gegen Zahlungsausfälle bei Subprime-Darlehen. Sie haben erhebliche Bedeutung für die notwendigen Wertberichtigungen der Subprime-Engagements der Banken erlangt, da sie aufgrund der Austrocknung der Märkte für diese Aktiva die wichtigste Quelle für eine „Fair-Value“-Bewertung sind.⁷ Der ABX-Index für die Bonitätsklasse AAA der im zweiten Halbjahr 2007 aufgelegten Indexserie notiert nun bei 57,36 USD je 100 USD Schuld (29.04.08) und nur wenig über dem im März erreichten Rekordtief. Die schlechteren Bonitäten konnten sich von den Tiefstständen nicht erholen oder setzten ihren Abwärtstrend bis heute fort.

Der Preisverfall ist zum Teil auf erzwungene Verkäufe seitens der Hedgefondsindustrie zurückzuführen. Diese Fonds sind in der Regel hoch gehebelt, das heißt sie finanzieren ihre Anlagen mit einem hohen Anteil Fremdkapital. Die kreditgebenden Banken haben, um ihr Verlustrisiko zu begrenzen, die Anforderungen an die Sicherheiten für die Inanspruchnahme von Kreditlinien erhöht. So können die Fonds, die in hypothekenbesicherte Papiere investieren, diese nur noch zu einem geringeren Prozentsatz beleihen. Sinkende Preise der hypothekenbesicherten Papiere lösen zudem Nachschussforderungen der Banken aus. In der Folge sind die Fonds gezwungen, ihre Hebel zu reduzieren („Deleveraging“): Um die erforderliche Liquidität zu beschaffen, müssen sie ihre Positionen in den schwachen Markt hinein auflösen, was die Preise zusätzlich unter Druck setzt. Einige Hedgefonds, die in hypothekenbesicherte Papiere investiert waren, konnten den Forderungen ihrer Kreditgeber nicht nachkommen. Dies galt z.B. für den Mortgage Bond Fond der Carlyle Gruppe, der Mitte März 2008 bekannt gab, Schulden in Höhe von 16,6 Mrd. USD nicht mehr bedienen zu können.

Es stellt sich die Frage, welchen fundamentalen Informationsgehalt die Preise für hypothekenbesicherte Papiere in Gestalt der ABX-Indizes noch besitzen können, wenn sie in einem Marktumfeld entstehen, das geprägt ist von Illiquidität und Notverkäufen. Im Bemühen um eine Antwort hat die Bank of England (BoE)⁸ die zu erwartenden Verluste aus dem US-Subprime-Sektor auf zwei Arten ermittelt. Um eine Abschätzung für die aus Fundamentalsicht zu erwartenden Verluste zu erhalten, hat sie zuerst die historischen Ausfallraten extrapoliert (dies führt zu akkumulierten Ausfallraten von 42 % für die in der zweiten Hälfte von 2007 ausgegebenen Subprime-Hypotheken) und eine Loss-given-Default-Rate von 50 % unterstellt. Gegeben dieses Szenario ist mit Ausfällen von 170 Mrd. USD zu

⁷ Bank of England, Financial Stability Report, April 2008.

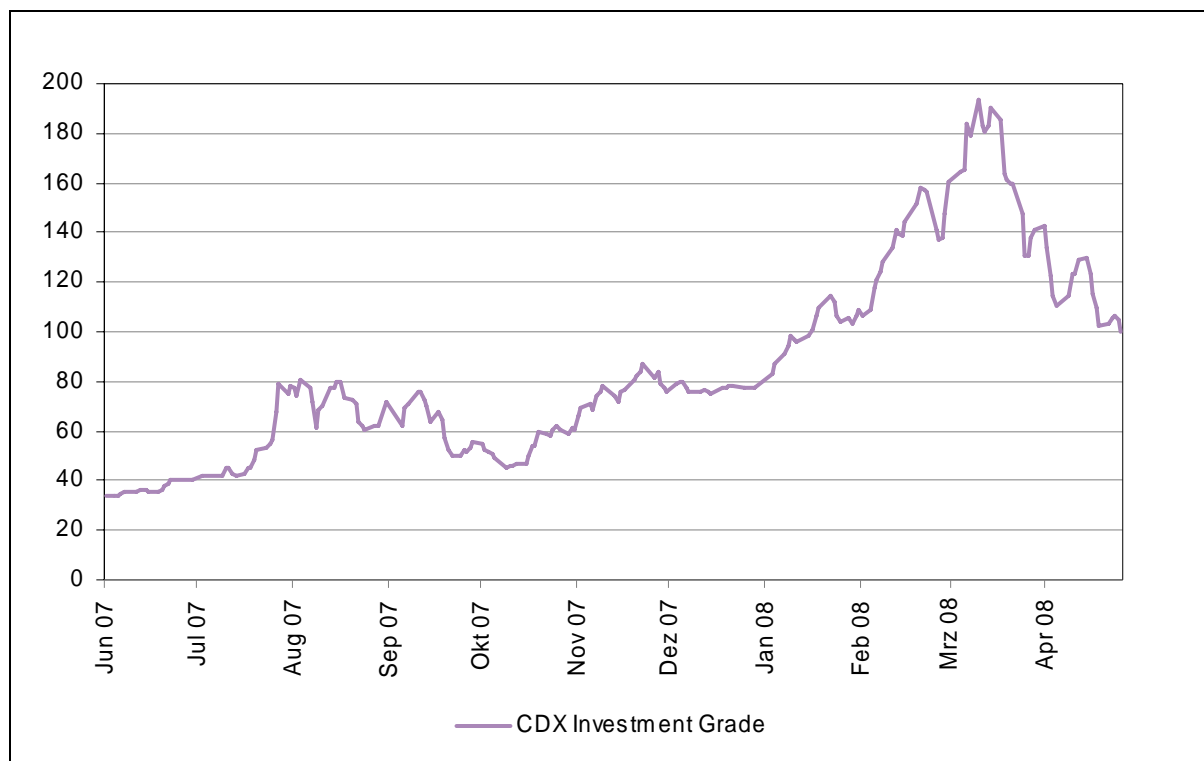
rechnen. Demgegenüber betragen laut BoE die Verluste aus dem Verfall der Marktpreise für Subprime-Papiere seit Anfang 2007 etwa 380 Mrd. USD. Dieser Vergleich verdeutlicht, dass der Markt für hypothekenbesicherte Papiere nicht mehr deren fundamentalen Wert widerspiegelt. Unsicherheit über den Wert der Assets und die gestiegene Risikoaversion haben die Nachfrage nahezu versiegen lassen, so dass der Markt derzeit als Informationsgeber offensichtlich versagt.

Die von der Finanzindustrie aufgrund des Preisverfalls vorgenommenen Wertberichtigungen können sich um geschätzte 150 Mrd. USD erhöhen, da die großen Monoliner ihre Spitzenratings nicht halten konnten. Monoliner sind Versicherungen, die sich auf die Absicherung von Kreditrisiken spezialisiert haben. Aufgrund ihrer geringen Kapitaldecke bei gleichzeitig erheblichen Risikopositionen ist ihr Geschäftsmodell gefährdet. Ein Downgrade dieser Gesellschaften überträgt sich aber auf die von ihnen abgesicherten Kreditpapiere, was zusätzlichen Abschreibungsbedarf bei den Haltern dieser Papiere auslösen wird.

... und auf die Kreditmärkte – Kreditrisiken von Unternehmen.

Die Neubepreisung des Kreditrisikos hat sich bereits von Beginn der Krise an nicht nur auf die hypothekenbesicherten Papiere beschränkt, die unmittelbar mit dem amerikanischen Immobilienmarkt verknüpft sind. So sind Kontrakte, mit denen Investoren sich gegen den Ausfall von Zahlungen aus Unternehmensanleihen absichern können (Credit Default Swaps – CDS), seit Mitte Juli 2007 weitaus teurer als vor Beginn der Turbulenzen. Zu Jahresbeginn weiteten sich die Creditspreads für Unternehmensanleihen gemessen an den Itraxx und CDX Indizes über alle Bonitäten für Banken und Nichtbanken dramatisch aus. In der Spitze musste für die Absicherung von 10 Mill. USD eines Korbes von US-Unternehmensanleihen guter Bonität über 180.000 USD gezahlt werden.

⁸ a.a.O.

Graphik 3: CDX Investment Grade, Laufzeit 5 Jahre

Quelle: Bloomberg

Dies war getrieben durch die grundsätzliche Neubewertung der Risiken und die Erwartung zunehmender Zahlungsausfälle im Rezessionsfall. Zum Erreichen der Rekordniveaus im März 2008 dürfte auch die Ausgestaltung von komplexen Kreditstrukturen beigetragen haben, die beim Erreichen bestimmter Spreadniveaus (Trigger) Absicherungsgeschäfte auslöst.⁹ Nach der Rettung von Bear Stearns Mitte März 2008, die die Furcht vor einem Zusammenbruch einer großen Investmentbank aus dem Markt nahm, und den umfangreichen Maßnahmenpaketen der Federal Reserve haben sich die Spreads deutlich eingengt. Sie bleiben jedoch deutlich über dem Vor-Krisenniveau von unter 40.000 USD je 10 Mill. USD Darlehensvolumen.

Mit den Credit Default Swaps (CDS) wird überwiegend ein Volumen von etwa 5,5 Bill. USD¹⁰ Unternehmensanleihen gegen Ausfälle abgesichert. Der Umfang des Nennwertvolumens des CDS-Marktes selbst ist jedoch vielfach höher; es wird auf etwa 62 Bill. USD¹¹ geschätzt. Dieser Überhang resultiert z.T. aus Doppelzählungen, da Versicherungsgeber sich wiederum selbst absichern. Auch hier liegt ein erhebliches Verlustrisiko: Kommt es auch nur zu geringen Zahlungsausfällen, z.B. in Höhe von 0,5% des Gesamtmarktes, so entspricht dies einem daraus resultierenden Verlust von 300 Mrd. USD. Zwar profitieren die Gegenparteien

⁹ www.bloomberg.com, Company Bond Risk Rises as Hedge Funds Face Collateral Demands, 10.03.2008

¹⁰ www.bis.org, Quarterly Review March, 2008.

¹¹ www.isda.org, ISDA Market Survey, 2008.

in gleichem Umfang, jedoch kann es im Falle der Risikokonzentration zu Bankrotten der Versicherungsgeber wie Hedgefonds oder Monolinern kommen. Um das Risiko eines Ausfalls der Gegenpartei zu verringern, haben führende Investmentbanken in den USA mit der Etablierung eines zentralen Clearing House für Kreditderivate begonnen.¹² Gemäß den Planungen soll es im dritten Quartal 2008 den Marktteilnehmern zur Verfügung stehen.

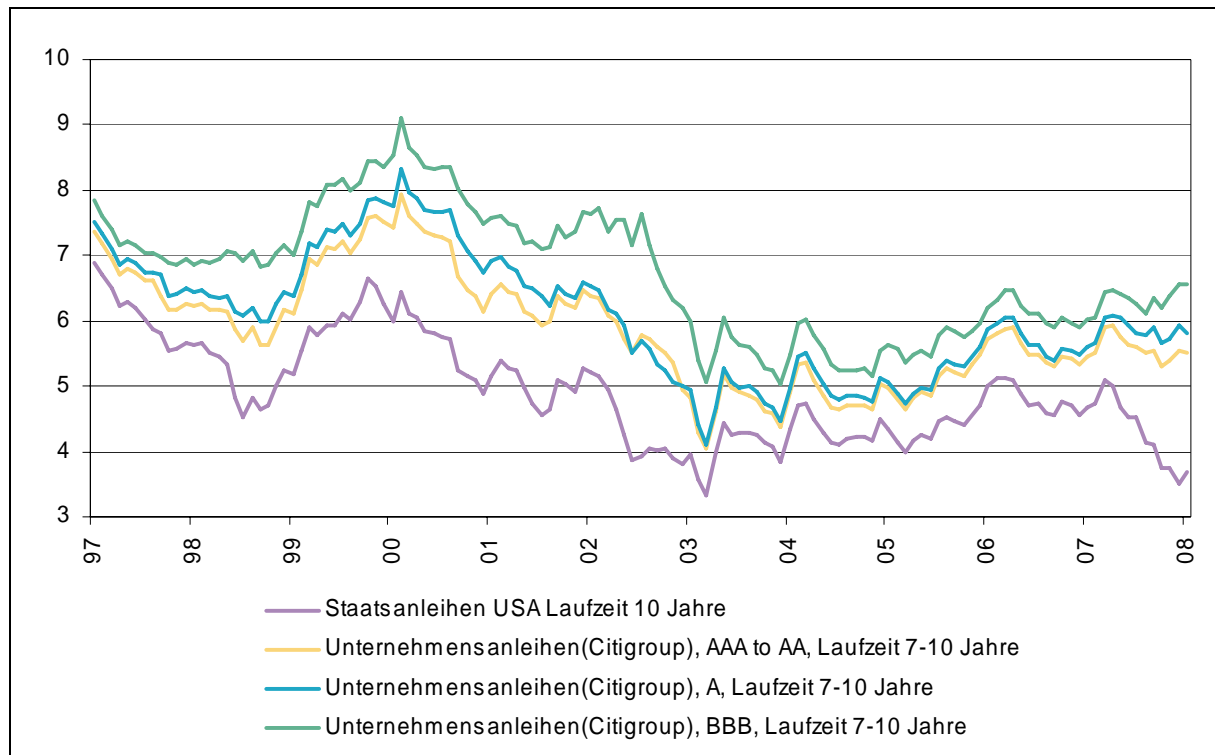
... und auf übrige Kreditmärkte.

Weitere Risiken für die Finanzinstitute liegen am Markt für Kredite aus gehebelten Unternehmenskäufen (Leveraged Buy-outs) und im Segment der Konsumentenkredite (Kreditkarten, Autofinanzierungen), das gerade bei abflauernder Wirtschaftsaktivität unter Druck geraten könnte und entscheidend zu einer negativen Rückkopplung zwischen Finanz- und Realwirtschaft beitragen könnte.

1.3 Auswirkungen der Krise auf die Realwirtschaft: Rezession oder Depression in den USA?

Die Krise im Finanzsektor wirkt über multiple Kanäle in die Realwirtschaft hinein. Der Einbruch der realen Wohnungsbauinvestitionen ist in seiner Auswirkung aufgrund des geringen Gewichts dieses Sektors begrenzt. Schwerer wirken die rückläufigen Vermögenseffekte aufgrund des Hauspreisverfalls, die den privaten Konsum dämpfen. Aufgrund des hohen Verschuldungsgrades der US-Konsumenten sind diese auch anfällig für eine weitere Verschärfung der Kreditvergabekonditionen. Zusätzliche Belastungen entstehen durch die recht hohe Inflation, die über die Dollarabwertung verstärkt wird, und die zu erwartenden Arbeitsplatzverluste. Die Wertschöpfung im wichtigen Sektor für Finanzdienstleistungen wird ebenfalls unter Druck geraten, da durch den Zusammenbruch der Kreditmärkte das Wachstumssegment der letzten Jahre entfällt. Verschärfte Kreditvergabekonditionen bei gleichzeitig schrumpfenden Absatzerwartungen werden die Investitionsnachfrage der Unternehmen belasten. Die sich ausweitenden Spreads, wie sie die CDX Indizes zeigen, erhöhen ceteris paribus die Kapitalkosten erheblich. Wie Graphik 4 zeigt, haben die Zinssenkungen der Federal Reserve das Niveau der Zinsen auf Unternehmensanleihen nur wenig beeinflussen können.

¹² www.clearingcorp.com.

Graphik 4: Zinsen auf US-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen im Vergleich

Quelle: Feri

Die größte Gefahr für die Realwirtschaft ist jedoch die Lage im Bankensystem. Die Eigenkapitalbasis der Institute erodiert durch bisherige und zukünftige Abschreibungen weiter. Dies stellt die Banken vor die große Herausforderung, sich hinreichend mit frischem Kapital auszustatten. Bislang addieren sich die Kapitalbeschaffungen auf gut 230 Mrd. USD, der überwiegende Teil fließt den Finanzinstituten von Staatsfonds zu.¹³ Ohne die Bereitschaft der Staatsfonds sich im Bankensektor zu engagieren, wäre die Rekapitalisierung der Banken bislang nicht so unkompliziert verlaufen. Auf der Fremdkapitalseite zeigen sich die Probleme umso deutlicher: Banken leihen sich untereinander, aber auch anderen Finanzmarktakteuren kaum noch Liquidität und wenn, nur noch zu hohen Aufschlägen über der Fed-Funds-Rate. Die Refinanzierungskosten für Banken guter Bonität am Anleihemarkt liegen gemessen am Itraxx-Index im Bereich der Aufschläge, die für nichtfinanzielle Unternehmen verlangt werden. Wie der Fall Bear Stearns zeigt, sind systembedrohende Insolvenzen keineswegs auszuschließen. Somit wird deutlich, dass sich die unmittelbaren wirtschaftspolitischen Anstrengungen darauf richten müssen, die Systemrisiken durch Wiederherstellung des Vertrauens in das und innerhalb des Finanzsystems zu mindern und einer massiven Kreditklemme entgegen zu steuern.

¹³ www.bloomberg.com, Banks raise USD231 Billion Capital as Credit Losses Surge, 30.04.2008.

Bodenbildung bei den Immobilienpreisen?

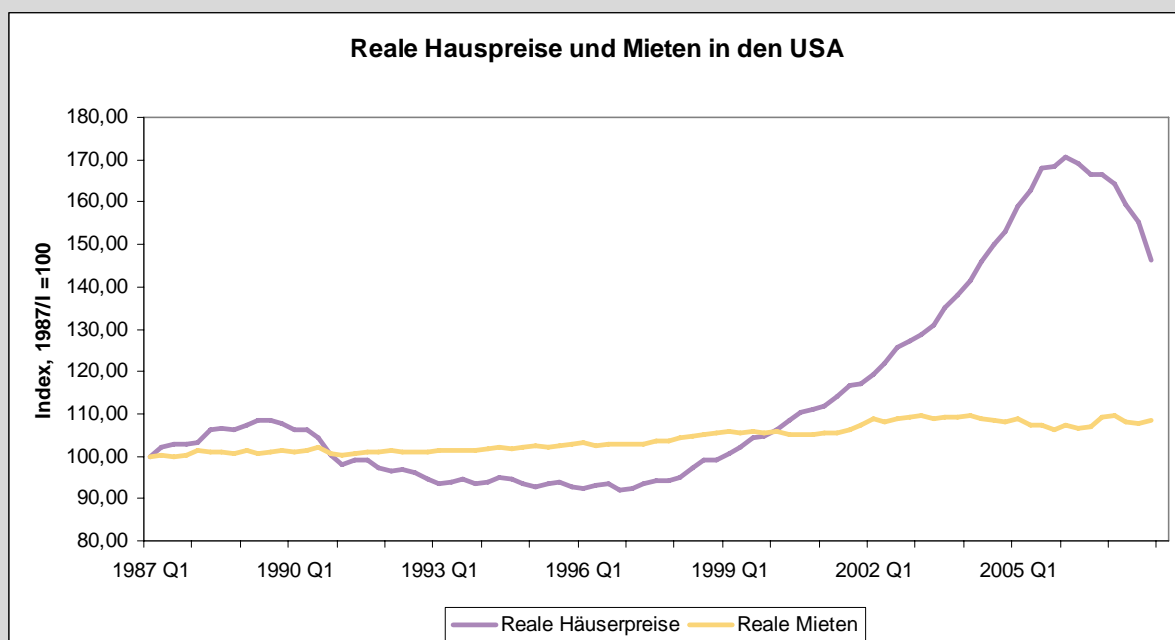
Der Boom bei Subprime-Darlehen ist durch hohe Immobilienpreise einerseits verursacht worden und hat den Anstieg der Hauspreise andererseits verstärkt. Amerikanische Hauskäufer waren in den letzten Jahren bereit, hohe Preise zu zahlen, weil sie mit einem weiteren Anstieg der Werte dieser Eigenheime rechneten. Fällt diese Motivation weg, stellt sich die Frage, wie weit das Platzen der Subprime-Blase die Hauspreise fallen lassen wird. Gibt es einen „Boden“, also ein neues Gleichgewichtsniveau, das die Preise anstreben werden? Und mit welcher Geschwindigkeit werden sie ein neues Preisniveau erreichen?

Hauspreise werden durch viele Faktoren beeinflusst

Der „Boden“ für die Hauspreise besteht in einem Preisniveau, das den Wert eines Eigenheimes für seine Bewohner korrekt widerspiegelt, ohne Prämie oder Abschlag für die Erwartung steigender bzw. fallender Preise.

Dieser „faire“ Wert eines Hauses ergibt sich aus dem Wert seiner physischen Komponenten und dem Wert des Grundstückes. Er hängt zum Beispiel ab von der demographischen Entwicklung, weil Bevölkerungswachstum und Zuwanderung die Nachfrage nach Wohnungen bestimmen, vom Pro-Kopf-Einkommen, von den Baukosten, der Produktivität in der Bauindustrie und davon, wo und wie Menschen leben wollen.

Vergleich mit der Mietentwicklung erlaubt Abschätzung der Überbewertung



Um eine ungefähre Abschätzung für die Entwicklung des realen Werts von Eigenheimen zu erhalten, wird in Anlehnung an das Vorgehen amerikanischer Ökonomen¹⁴ die Entwicklung des durchschnittlichen Mietniveaus in den zurückliegenden Jahren betrachtet. Mieten und der fundamental

¹⁴ Vgl. Robert Shiller (2007).

gerechtfertigte Teil der Hauspreise werden von denselben der oben genannten Faktoren beeinflusst und unterliegen ungefähr denselben Trends. Anders als bei Hauspreisen können sich bei Mieten jedoch keine Blasen bilden, weil ein Mieter von Wertsteigerungen des Mietobjekts nicht profitiert. Wie die Abbildung zeigt, haben sich die realen d.h. inflationsbereinigten Hauspreise deutlich dynamischer entwickelt als die Mieten. Die Übertreibung bei den Hauspreisen lässt sich ungefähr aus der Differenz zwischen den beiden Indizes errechnen. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass die Mietpreisentwicklung die tatsächliche Entwicklung der fundamentalen Hauswerte etwas unterschätzt. So konnten die Mieten zuletzt nur langsam steigen, weil das vermehrte Angebot von Subprime-Hypotheken auch Personen Eigenheime nachfragen lassen hat, die sie sich in der Vergangenheit nicht hätten leisten können. Damit ist der Anteil der Mieter an der Gesamtbevölkerung geschrumpft, sodass ein preisdämpfender Angebotsüberhang auf dem Mietmarkt entstand. Berücksichtigt man diesen Effekt, ist eine Bodenbildung für die erfassten Wohnlagen (in denen sich ein Großteil des Booms abspielte) in einer Größenordnung von gut 25% unter den Preisen des vierten Quartals 2007 zu erwarten.

Zunächst weiter sinkende, dann stagnierende Preise?

Ein solches Preisniveau kann allerdings auf verschiedene Weise erreicht werden. Es kann durch einen schnellen Fall der Marktpreise erreicht werden, etwa durch eine Welle von Zwangsversteigerungen. Nach diesem Muster hat der Case-Shiller-Index zuletzt bereits stark nachgegeben. Da aber private Haushalte und ein Teil der spekulativen und institutionellen Investoren, die zuletzt zu überhöhten Kursen eingestiegen sind, typischerweise nicht mit Verlust verkaufen, sondern abwarten werden, und da sich Hauskäufer in ihrer Zahlungsbereitschaft an den zuletzt beobachteten Preisen orientieren, kann es bei niedrigen Umsätzen ebenso zu einem nur langsamen Rückgang der nominalen Preise kommen, wobei die Geldentwertung einen Teil der erforderlichen Anpassung der realen Werte übernimmt. Zudem hängt die Preisanpassung auch davon ab, wie das Angebot an neuem Wohnraum reagiert und wie sich die künftige Nachfrage entwickelt.

Da die Maßnahmen der US-Regierung darauf gerichtet sind, gerade weitere Zwangsversteigerungen zu verhindern und sie zudem beabsichtigen, Subprime-Darlehensnehmern den Verbleib in ihren Häusern zu erleichtern, ist ein Rückgang der Zwangsversteigerungen und ein allmähliches Abflachen des negativen Preistrends wahrscheinlich. Damit würden die nominalen Preise nicht bis auf das o.g. Bodenniveau absinken, sondern sich ein Teil der erforderlichen Anpassungsreaktion durch einen weiteren deutlichen Einbruch bei der Neubautätigkeit ereignen, bei zunächst sinkenden, dann stagnierenden nominalen Preisen. Geht man davon aus, dass die der Wohnungsnachfrage zugrunde liegenden Faktoren in etwa gleich bleiben, schließt die in den nächsten Jahren zunehmende Nachfrage allmählich den gegenwärtig bestehenden Angebotsüberhang an Wohnraum und bremst so ebenfalls weitere Preissenkungen. Festzuhalten bleibt aber, dass eine so erhebliche Überbewertung sich bei einer wieder zugespitzten Krise oder scharfen Rezession immer auch in einer schnellen Korrektur entladen kann, bei der die Preise das Gleichgewichtsniveau „unterschießen“.

2 Wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Krisenbewältigung in den USA

In den USA wurde bereits eine Vielzahl an politischen Maßnahmen ergriffen, um die Krise einzudämmen und die Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu dämpfen. Eingriffe, die unmittelbar die Stabilisierung der drei primären Krisenmärkte (Immobilien-, Verbriefungs-, Geldmarkt) zum Ziel haben, werden begleitet von klassischen zinspolitischen und fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stärkung der Nachfrage.

Im Zentrum der unmittelbaren Krisenintervention, deren Schauplatz der Geldmarkt ist, stehen die Maßnahmen der Federal Reserve. Die massive Ausweitung des Liquiditätsangebots im Verlauf der Krise und die Rettung von Bear Stearns waren unverzichtbar, um die Stabilität des Finanzsystems kurzfristig zu sichern. Die Bereitstellung von ausreichender Liquidität kann mit den Verwerfungen am Geldmarkt jedoch nur ein Symptom mildern, den zugrunde liegenden Vertrauensverlust zwischen den Banken nicht. Eine wesentliche Voraussetzung hierfür wäre eine Verbesserung der Situation am Verbriefungsmarkt. Auch auf diesen hat die Fed einzuwirken versucht, wenn auch weniger erfolgreich. Durch die Ausweitung der Möglichkeiten, hypothekenbesicherte Papiere als Sicherheiten einzureichen und so zu refinanzieren, konnte sie den Verkaufsdruck in den illiquiden Verbriefungsmärkten etwas mindern. Den Investorenstreik am Verbriefungsmarkt und den resultierenden Preisverfall kann die Fed mit ihrem Instrumentarium jedoch nicht nachhaltig bekämpfen. Um einen Prozess der Erholung bei den hypothekenbesicherten Papieren einzuläuten, ist eine Begrenzung der erwarteten Ausfälle bei Hypothekendarlehen erforderlich. Zu diesem Zweck sind Maßnahmen zu ergreifen, die den Immobilienmarkt stützen und den anhaltenden Rückgang der Hauspreise stoppen.¹⁵ Die Zinssenkungen der Fed sind hierfür nicht ausreichend und wirken zu langsam.

In der mittleren Frist sind zur Krisenbewältigung Interventionen der Regierung und der ihr nahestehenden Institutionen am Verbriefungsmarkt und Immobilienmarkt erforderlich. Die bisherigen Stützungsmaßnahmen über die staatlich garantierten Hypothekenfinanzierer Fanny Mae und Freddie Mac haben die Dynamik des Hauspreisverfalls nicht entscheidend bremsen können. Umso wichtiger wäre ein Erfolg des Vorhabens, über eine Garantie der Federal Housing Administration von Zwangsvollstreckung bedrohten Schuldner eine günstige Umschuldung zu ermöglichen. Bislang sind aber Bemühungen zur Restrukturierung an der juristischen und ökonomischen Komplexität der Verbriefungsstrukturen weitestgehend

¹⁵ Der ehemalige Chefvolkswirt des IWF, Kenneth Rogoff, sagt Stützungszahlungen bis zu mehreren Billionen Dollar für die Finanzindustrie voraus, wenn die Immobilienpreise noch um 10-15 % fallen. www.handelsblatt.com, „Harvard-Ökonom warnt vor erneutem Ausbruch der Finanzkrise.“, 3. Juni 2008.

gescheitert. So könnte es notwendig werden, dass der Staat die verbrieften Papiere als Bündel aufkauft. Eine am Vorbild der Home Owner's Loan Corporation (HOLC) der 30er Jahre orientierte Institution könnte die Darlehen übernehmen und den Schuldner eine Restrukturierung zu tragbaren Konditionen anbieten. Mit der Einrichtung einer solchen Institution ist aber nur zu rechnen, wenn die Krise sich nochmals verschärfen würde.

In der Folge werden die angerissenen Maßnahmen genauer betrachtet. Es bleibt noch festzuhalten, dass alle staatlichen Eingriffe, die Banken und Haushalte stützen, die übermäßige Risiken eingegangen sind, „Moral Hazard“ provozieren. Eine adäquate Regulierung der Finanzmärkte ist daher umso wichtiger, um künftige Krisen zu vermeiden. Dies ist Thema des dritten Kapitels.

2.1 Maßnahmen der Federal Reserve

Liquiditätsversorgung

Von Beginn der Krise an hat die Fed durch starke Ausweitung des Liquiditätsangebots versucht, die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts aufrecht zu erhalten. Mit der Zuspitzung der Situation im März 2008 hat die Fed in rascher Folge mehrere Maßnahmen durchgeführt, um die Krise am Interbankenmarkt einzudämmen und das Finanzsystems mit ausreichender Liquidität zu versorgen. In der Folge hatten sich die Spreads am Geldmarkt vorübergehend eingeeengt (siehe auch Graphik 1); die bis Anfang Mai wieder zunehmenden Aufschläge auf zwischen den Banken gehandelte Dollarliquidität signalisieren jedoch ein Fortdauern des Misstrauens innerhalb der Finanzindustrie. Als Reaktion hat die Fed ihre Liquiditätsversorgung im Mai nochmals ausgedehnt. Im Einzelnen:

- Mit der Einführung der Term Auction Facility (TAF, Auktion mit vierwöchiger Laufzeit) im Dezember 2007 hat die Fed ihr traditionelles Instrumentarium der Bereitstellung von Zentralbankgeld erweitert. Die sehr kurzfristigen Offenmarktgeschäfte mit den „Primary Dealers“ (große Investmentbanken) gegen eine enge Auswahl von Sicherheiten höchster Qualität und das nur für die Geschäftsbanken zugängliche Diskontfenster erwiesen sich als unzureichend, um die Verspannungen auf dem Geldmarkt, gerade auch bei den längeren Fristigkeiten, hinreichend zu mindern. Die TAF eröffnete den Geschäftsbanken die Möglichkeit Dollarliquidität gegen eine große Bandbreite an Sicherheiten zu erhalten, ohne sich dem „Stigma“ des Diskontfensters auszusetzen. Das Volumen der TAF wurde von anfangs 20 Mrd. USD in mehreren Schritten auf 150 Mrd. USD ab Mai 2008 angehoben.
- Im März wurde die Liquiditätslage im Investmentbankenbereich, die keinen Zugang zu der TAF haben, prekär. Gleichzeitig weiteten sich die Risikoprämien auf die von

den implizit staatlich garantierten Hypothekenfinanzierern Fannie Mae und Freddie Mac (FMFM) emittierten Papiere auf Rekordniveaus von über 230 Basispunkte über zehnjährigen Staatsanleihen aus. Um beiden Problemen zu begegnen, kündigte die Fed vierwöchige Repo-Geschäfte, zugänglich für Primary Dealers, im Umfang von 100 Mrd. USD an. Als Sicherheiten für diese Geschäfte können Staatsanleihen und Papiere von FMFM eingereicht werden, deren Spreads sich in der Folge auch merklich einengten.

- Ebenfalls im März hat die Fed eine neue Fazilität im Umfang von 200 Mrd. USD geschaffen, die Term Securities Lending Facility (TSLF). Im Rahmen dieser können die Primary Dealers nun alle hypothekenbesicherte Papiere, die AAA Ratings besitzen, bei der Fed als Sicherheiten einreichen. Im Gegenzug erhalten sie für 28 Tage US-Treasuries. Im Mai wurde das Spektrum der akzeptierten Sicherheiten auf alle mit AAA-Rating ausgezeichneten ABS-Papiere erweitert.
- Um die Banken außerhalb der USA mit Dollar zu versorgen, wurden im Dezember Swap-Linien mit der EZB und der SNB vereinbart. Deren Volumen wurde im März auf 36 Mrd. USD und im Mai auf 50 Mrd. USD erhöht.¹⁶
- Diese Maßnahmen konnten jedoch nicht verhindern, dass Bear Stearns am Geldmarkt nicht ausreichend Liquidität erhielt. Nach der drohenden Insolvenz von Bear Stearns und deren Übernahme durch J.P. Morgan Chase, die die Fed durch eine Risikoübernahme in Höhe von 30 Mrd. USD unterstützte, richtete sie ein Diskontfenster (Primary Dealers Credit Facility) für die großen Investmentbanken ein. Damit können sich diese jederzeit unmittelbar Liquidität bei der Fed gegen ein breites Spektrum von Sicherheiten beschaffen. Gleichzeitig wurde der „Strafaufschlag“ für das Diskontfenster auf 25 Basispunkte eingengt. Dies ist als unmittelbare Reaktion auf den Bear Stearns' Kollaps zu sehen, der durch die angespannte Liquiditätslage der Investmentbank ausgelöst wurde. Gleiches kann aber auch im Hedgefond-Bereich zu Zusammenbrüchen führen und diese Finanzmarktakteure können sich weiterhin nicht unmittelbar bei der Fed mit Liquidität versorgen.

Die Ausstattung der Finanzmärkte mit ausreichend Liquidität ist von vitaler Bedeutung für das Finanzsystem. Die Fed kann jedoch dadurch nur ein Symptom bekämpfen, nicht den zugrunde liegenden Vertrauensverlust der Banken untereinander. Mit der Ausweitung der

¹⁶ Darüber hinaus haben die Notenbanken außerhalb der USA, insbesondere die EZB und die BoE bekanntermaßen eigene Maßnahmen zur Stabilisierung der Geldmärkte unternommen. Da dieses Papier sich auf die US-amerikanische Wirtschaftspolitik konzentrieren will, verzichten wir auf eine Darstellung.

akzeptierten Sicherheiten auf MBS und andere ABS hingegen (im Tausch gegen Treasuries oder Liquidität) kann die Zentralbank auch das Vertrauen der Investoren in diese Papiere zumindest auf Teilmärkten wieder herstellen. Indem die Zentralbank MBS und ABS mit AAA-Bonität als Sicherheiten akzeptiert, signalisiert sie, dass sie diese Papiere für werthaltig hält und erleichtert die Bildung von realistischen Marktpreisen. Nach Bekanntgabe engten sich etwa die Aufschläge für die Papiere der öffentlich geförderten Institute Fannie Mae und Freddie Mac recht deutlich um mehr als 20 Basispunkte ein. Da aber nur AAA-Bonitäten als Sicherheiten eingereicht werden können und das Risiko fallender Preise für die ABS und MBS weiter bei den Investoren verbleibt, ist die Wirkung dieser Maßnahme begrenzt.

Bear Stearns Bail-Out

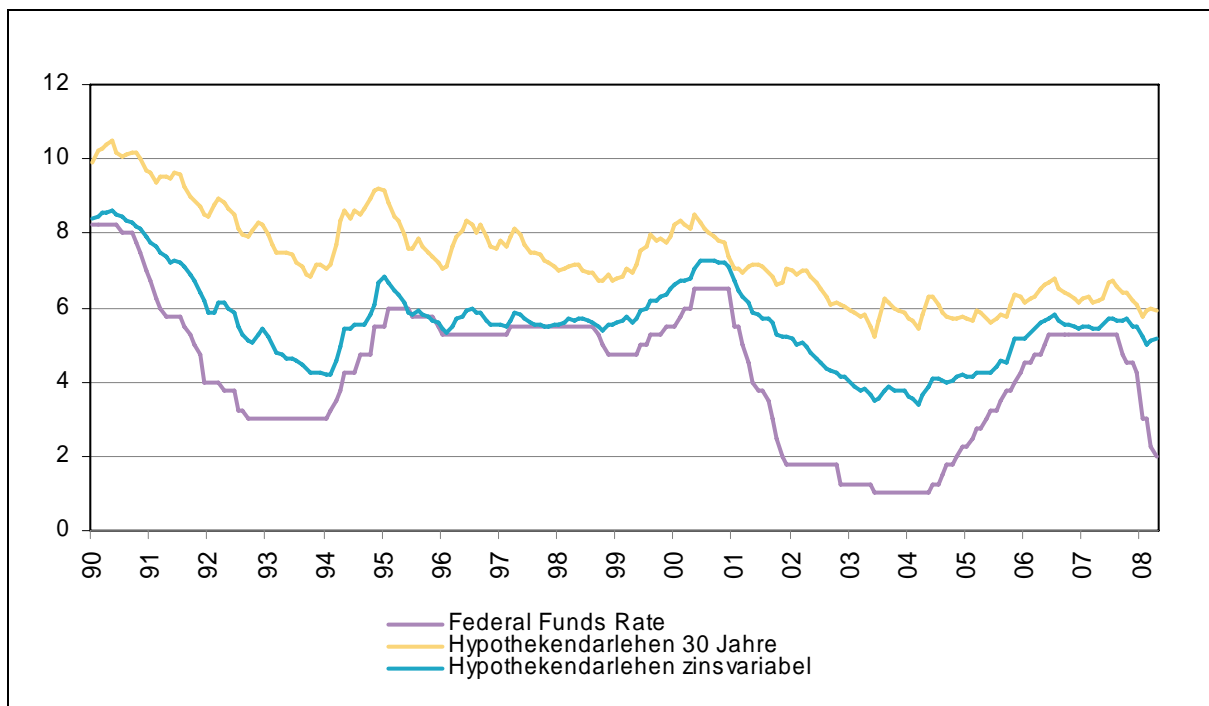
In einem diskretionären Schritt zur Rettung der Investmentbank Bear Stearns hat die Fed beschlossen, die Assets von Bear Stearns in eine eigene Firma zu überführen, die von Black Rock gemanagt und liquidiert werden sollen: Im Kern ist eine „Bad Bank“ für den Einzelfall Bear Stearns unter der Verantwortung der Fed entstanden. Dies ist umso bemerkenswerter, als die Fed in der Vergangenheit Berichte zurückwies, dass sie auf eigene Rechnung Hypothekensicherheiten aufkaufen wolle. Auftretende Verluste werden auf JP Morgan und die Fed verteilt, wobei JP Morgan die erste Milliarde Dollar übernehmen soll, die Zentralbank die darüber hinausgehenden Verluste. Damit überschreitet die Fed die traditionellen Grenzen ihres Handlungsrahmens. Für Bankliquidierungen ist in den USA die Federal Deposit Insurance Corp. (FDIC) verantwortlich, zudem unterlag Bear Stearns der Aufsicht der SEC und nicht der Fed.

Die öffentliche Diskussion beurteilt das Verhalten der Fed als nicht ohne Risiko. Um die Reputation der Notenbank zu schützen, sollte die Übernahme von Risiken aus zu liquidierenden Banken nicht über die Notenbanken abgewickelt werden. Denn aus den Risiken hervorgehende Verluste müssten letztendlich von der öffentlichen Hand ausgeglichen werden. Für entsprechende Entscheidungen ist aber das Parlament zuständig, nicht die Notenbank. Ein Verlustausgleich durch den Staat würde die Notenbank in eine ungewünschte Abhängigkeit von der Regierung bringen. Die positive Reaktion der Märkte und der Investmentbanken auf ihr komplettes Maßnahmenpaket (s.o.) gibt der Fed allerdings zumindest in der kurzen Frist Recht. Die in der Presse weitergegebenen Äußerungen aus Bankerkreisen („Abnehmer für sonst unverkäufliche Papiere“; „völlig neue Rolle“), deuten jedoch auf Fehlanreize (Moral Hazard) für künftige blasenhaften Entwicklungen hin. Je klarer die Fed als „Retter der Banken“ in Krisen wahrgenommen wird, desto größer ist die Gefahr, dass im Vertrauen auf diese Funktion der Fed oder auch des Staates zumindest einige Banken unangemessen risikoreiche Strategien verfolgen.

Zinspolitik

Seit September 2007 hat die Fed den wichtigsten Leitzins, die Federal Funds Rate, in sechs Schritten um 325 Bp. auf 2,00 % und den Diskontsatz um 400 Bp. auf 2,25% gesenkt. Die Möglichkeiten der Notenbank, auf die Kreditkosten der Haushalte und Unternehmer einzuwirken, sind jedoch begrenzt, da sie nur den kurzfristigen risikolosen Zins kontrolliert, aber nicht die Risikoprämien, die sich erheblich ausgeweitet haben.

Graphik 5: Zinsen für neue Hypotheken und US-Leitzins



Quelle: Feri

So ist der 6-Monats-Liborsatz, an den häufig die Zinsanpassung bei zinsvariablen Darlehen gebunden ist, mit der Rücknahme der Leitzinsen zwar deutlich gesunken (Anfang Mai: etwa 2,80% - 3,00 %). Dies entlastet die Darlehensnehmer, die vor der Zinsanpassung stehen, und könnte die Quote der Zahlungsstörungen senken. Ohne die Verspannungen am Geldmarkt würde der Zinsrückgang aber deutlicher ausfallen. Bei den Zinsen für das Neugeschäft ist die Wirkung der Geldpolitik noch schwächer. Bei über 30 Jahre laufenden Zinsbindungen ist der Darlehenszins von 6,73% auf lediglich 5,88%¹⁷ gesunken. Für zinsvariable Darlehen sind im April 2008 Startraten von 5,10% zu entrichten, im Juli 2007 waren es 5,71%. In den im Vergleich zur Fed Funds Rate nur geringen Senkungen am langen Ende kommen neben den angestiegenen Risikoprämien die höheren Refinanzierungskosten für die Banken und Hypothekenfinanzierer, die sich an den Aufschlägen für Bankanleihen bzw. verbriefte Hypotheken zeigen, und die Suche nach

¹⁷ www.freddiemac.com.

Ertrag zum Ausdruck. Am Markt für Corporate Bonds sind die Leitzinssenkungen durch die Ausweitung der Spreads für gute Bonitäten kompensiert worden, während schwächere Bonitäten nun sogar höhere Kapitalkosten tragen müssen.

Der Zinssenkungszyklus ist vorerst beendet und die Inflationsrate ist wieder in den Fokus der Notenbankgouverneure gerückt. Wachsen die Inflationserwartungen, so könnten die langfristigen Zinsen auch aus diesem Grund steigen und die Zinssenkungen verpuffen lassen. Auch ist zu bedenken, dass Zinssenkungen erst mit erheblicher Verzögerung nach mindestens neun Monaten belebend auf die Nachfrage wirken. So blieben die Hypothekenzinsen (Laufzeit 30 Jahre) auch vom Januar 2001 bis April 2002 konstant auf hohem Niveau von etwa 7% trotz der gleichzeitigen Senkungen des Leitzinses von 6,5% auf 1,75%. Erst danach gaben die Darlehenszinsen um etwa 150 Basispunkte nach.

Dollarabwertung

Zwar betreiben die USA keine aktive Wechselkurspolitik, die Dollarabwertung wird jedoch derzeit gerne gesehen. Auch die von Fed-Präsident Ben Bernanke geäußerte Besorgnis über die Dollar-Schwäche sollten nicht als Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen oder gar Zinserhöhungen interpretiert werden. Die Zinssenkungen der Fed haben den Zinsabstand zu Euroland auf nun 2,00% gemessen an den Leitzinsen anwachsen lassen. Dies wurde begleitet von einer Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro um gut 25% seit Ende 2006. Nachdem die Nettoexporte in den vergangenen Jahren regelmäßig einen negativen Beitrag zum US-Wirtschaftswachstum lieferten, hat der Außenbeitrag die Konjunktur zuletzt unterstützt. 2007 kamen mehr als 20% des Wirtschaftswachstums vom Außenbeitrag. Auch in den kommenden Quartalen dürfte die Dollarschwäche Bestand haben, wenn die EZB sich nicht entschließt, den Zinsabstand deutlich zu reduzieren. Der wachstumsdämpfende Effekt eines Konsumabschwungs dürfte durch stärkere Nettoexporte jedoch nur teilweise kompensiert werden können, denn die Anteile von Exporten bzw. Importen am BIP betragen nur rund 12% bzw. 17%, während der BIP-Anteil des privaten Konsums bei 71,5% liegt (jeweils für 2007). Es ist zu bedenken, dass eine Erholung der US-Wirtschaft über die Leistungsbilanz die Kosten der Krise in Form von niedrigerer Wirtschaftsaktivität auf den Rest der Welt verlagert.

2.2 Maßnahmen der Regierung und regierungsnaher Institutionen

Fiskalpolitik

Der Kongress hat am 7. Februar 2008 den von der Regierung Bush vorgeschlagenen Maßnahmen zur Konjunkturstützung zugestimmt. Im laufenden Jahr soll ein Volumen von rund 150 Mrd. USD (knapp 1,1% des BIP) zur Verfügung gestellt werden, im Jahr 2009

weitere gut 20 Mrd. USD. Der Schwerpunkt wird dabei auf zeitlich begrenzten Steuererleichterungen für private Haushalte mit mittleren und niedrigen Einkommen von rund 100 Mrd. USD und erleichterten Abschreibungsbedingungen für Unternehmen liegen. Einpersonenhaushalte werden einen einmaligen Steuerscheck in Höhe von 600 USD erhalten, Ehepaare 1.200 USD sowie je 300 USD für jedes Kind. Dabei sind Einkommensobergrenzen von 75.000 USD für Singles und 150.000 USD für Verheiratete vorgesehen. Darüber hinaus werden auch invalide Kriegsveteranen und nicht lohnsteuerpflichtige Rentner Schecks in Höhe von 300 USD erhalten.

Das Fiskalprogramm wird voraussichtlich eine mittlere Wirksamkeit entfalten. Die dauerhaften Steuersenkungen, die die Regierung Bush Anfang 2001 beschloss und im Sommer 2001 umsetzte, wurden empirischen Studien zufolge zu 50%-70% konsumwirksam. Auf Basis dieser Erfahrungen wäre bei einem Steuerentlastungsprogramm von 100 Mrd. USD alleine für die privaten Haushalte von einem einmaligen Wachstumsimpuls von 0,35%-0,5% des BIP auszugehen. Allerdings ist das konjunkturelle Umfeld schlechter als im Sommer 2001. So liegt beispielsweise der Konsumklimaindex der University of Michigan schon seit Q IV/2007 mit aktuell 62,6 Punkten (April 2008) auf einem gut 10 -15 Punkte tieferen Niveau als selbst nach den Anschlägen vom 11.09.2001. Zudem werden die sinkenden Hauspreise zu einem negativen Vermögenseffekt führen. Nicht zuletzt handelt es sich um eine einmalige Steuerrückerstattung, die nach den Erfahrungen aus der Reagan-Administration eher zur Schuldentilgung verwendet als konsumiert werden, was insbesondere in einem Umfeld hoher Verschuldung wahrscheinlich ist. Da die US-Konsumenten eher zur Tilgung von Automobil- und Konsumentenkrediten als zur Tilgung von Immobilienkrediten neigen, dürfte ein derartiges Verhalten auch keine Beruhigung an den primär von der Krise betroffenen Märkten bringen.

Freddie Mac, Fannie Mae und die Federal Home Loan Banks (Maßnahmen 19. und 25. März)

Um den Markt zu stabilisieren, haben die jeweils zuständigen Regulierungsbehörden eine Reihe von Erleichterungen für die in den USA existierenden Spezialinstitute für Hypothekenfinanzierungen vorgenommen. Die beiden größten dieser Spezialbanken sind zwei vormals öffentliche, heute privatisierte Institute, Freddie Mac und Fannie Mae (FMFM). Das Geschäft dieser sog. GSEs (Government-Sponsored Enterprises) besteht darin, im öffentlichen Auftrag am Sekundärmarkt Geschäftsbanken und anderen Akteuren Hypothekenkredite oder hypothekenbasierte strukturierte Produkte abzukaufen, um so die Hypothekenzinsen niedrig und Eigenheime für private Haushalte und Kleinunternehmen finanzierbar zu halten. Beide börsennotierten Institute sind zwar privatisiert, ihren Anleihen wird jedoch vom Markt wegen ihres öffentlichen Auftrages eine implizite Garantie unterstellt.

Zudem zählen zu den GSEs die von Banken und Bausparkassen genossenschaftsähnlich organisierten zwölf Federal Home Loan Banks (FHLBs), die ebenfalls von ihren Mitgliedsbanken Hypothekenkredite kaufen oder beleihen und steuerbegünstigt sind.

FMFM müssen ihr Geschäft nur noch mit 20%, nicht mehr mit 30% an Kapitalzuschlag (auf das Mindestkapital) unterlegen¹⁸. Dadurch wurde Liquidität in Höhe von knapp 200 Mrd. USD frei, die zum Aufkauf von Immobilienkrediten dienen kann¹⁹. Zudem hat die Fed, wie in Kapitel 2 beschrieben, die Möglichkeiten ausgeweitet, die von FMFM emittierten Anleihen als Sicherheiten einzureichen. Außerdem hoben die jeweils zuständigen Regulierungsbehörden (OFHEO und FHFB) die Begrenzung für das Anlagevolumen in Mortgage Backed Securities sowohl für die beiden großen GSEs als auch für die FHLBs auf. Beide Maßnahmen zusammen ermöglichen den Spezialinstituten, im Jahr 2008 zusätzliche Immobilienkredite im Ausmaß von gut 350 Mrd. USD zu erwerben. Angesichts eines Gesamtvolumens der ausstehenden Hypothekendarlehen in den USA von etwa 11 Billionen USD²⁰ scheint dies zwar eher bescheiden, trotzdem haben die Maßnahmen wichtige stabilisierende Effekte:

Da FMFM selbst Anleihen emittieren und ihre Anleihen für Investoren wegen der Zentralbankfähigkeit attraktiv sind, haben sie auch in der gegenwärtigen Krise die Möglichkeit, den Ankauf von MBS zu refinanzieren. Anders als viele Marktteilnehmer, etwa Hedgefonds, müssen sie nicht auf den Ankauf von an sich guten Hypotheken verzichten, weil sie im aktuellen Marktumfeld keine Refinanzierung fänden.

Wegen der niedrigen Refinanzierungskosten insbesondere der GSEs ist für sie ein Ankauf guter bzw. akzeptabler Risiken auch betriebswirtschaftlich attraktiv. Schlechte Bonitäten werden auch diese Institute allerdings nur eingeschränkt erwerben²¹, ein staatliches Programm zum Ankauf von Subprime-Hypotheken sind die Maßnahmen also nicht.

Indem die Institute (FMFM/FHLB) auf illiquiden Märkten für eine Mindestnachfrage sorgen, stabilisieren sie aber die Preise und verhindern weitere Abschreibungen, die ansonsten aufgrund der Marktwertbilanzierung (Mark-to-Market) notwendig wären. Mit relativ kleinem

¹⁸ Im Mai 2008 wurde zudem angekündigt, diesen Zuschlag noch einmal auf 15% zu senken, vorausgesetzt dass die GSEs eine Reihe von Bedingungen erfüllen.

¹⁹ Vgl. Morgan Stanley (2008).

²⁰ www.federalreserve.gov, Statistical Supplement, March 2008.

²¹ Zu der Frage "Are you taking on more credit risk when you reach into the subprime market? How will you manage that?" bezieht Fannie Mae auf der eigenen Homepage wie folgt Stellung: "To meet its mission and HUD-mandated housing goals, Fannie Mae does intend to take more credit risk in the future, but on a limited and controlled basis. Using our knowledge of how factors relating to a borrower's property or their wealth and income position interact with their credit history, the company intends to begin offering credit guarantees on a segment of the subprime market in a way that broadens our participation while managing our credit risk." (<http://www.fanniemae.com>, FAQ, Hervorhebung durch die Autoren).

Mitteinsatz können sie so für Stabilisierung sorgen und die Ansteckung auf Märkten mit an sich zahlungsfähigen Schuldern mildern.

Die Maßnahme der Fed, die Anleihen der GSEs als Sicherheiten zu akzeptieren, hat in einem Teil des Marktes Vertrauen wiederhergestellt. Unabhängig von den Handlungen der GSEs gibt es für diese Papiere wieder realistische Marktpreise. Zudem wird das Maßnahmenbündel als Zeichen für die Entschlossenheit der Regierungsbehörden gewertet, eine systemische Krise auch um den Preis von Risiken und Kosten für den Steuerzahler zu verhindern.

Der Staat als Kreditversicherer?

Ein gangbarer Weg, um den Fall der Hauspreise zu bremsen und die drohenden Kreditausfälle zu mindern, ist die Entlastung der Haushalte, die ihre Hypotheken nicht mehr bedienen können und die Zwangsversteigerung fürchten müssen. Aufgrund der juristischen und ökonomischen Komplexität der Verbriefungsstrukturen werden Restrukturierungen der Darlehensschulden jedoch von den Gläubigern kaum angeboten. Die Gesetzesinitiative des Demokraten Barney Frank (Vorsitzender des Ausschusses des Repräsentantenhauses für Finanzdienstleistungen), der das Repräsentantenhaus zugestimmt hat²², soll die Umschuldungsmöglichkeiten für die betroffenen Haushalte verbessern. Das Gesetz sieht vor, die Federal Housing Administration (FHA) in die Lage zu versetzen, Darlehen bis zu einem Volumen von insgesamt 300 Mrd. Dollar zu garantieren und so deren Restrukturierung zu günstigen Konditionen über ein von der FHA zertifiziertes Kreditinstitut zu ermöglichen. Es ist vorgesehen, dass der ursprüngliche Darlehensgeber sich damit einverstanden erklärt, eine Reduktion der Schuld auf 85% des aktuellen Wertes der Immobilie hinzunehmen und auf Strafaufschläge sowie Gebühren zu verzichten. Um die staatlichen Lasten zu reduzieren und Fehlanreize zu vermeiden, soll der Darlehensnehmer einen Teil künftiger Wertsteigerungen an die FHA abtreten. Die Kosten des Programms werden auf bis zu 6 Mrd. USD veranschlagt und zwei Millionen Hausbesitzer sollen davon profitieren.²³

Sollte dieses Programm umgesetzt werden, wofür der Widerstand des Weißen Hauses überwunden werden muss, wird die Bereitschaft der Hypothekenverwalter („Servicer“) zur Mitarbeit ausschlaggebend für den Erfolg sein. Bisher sind die Maßnahmen zur

²² www.house.gov, Press Release “House Passes American Housing Rescue and Foreclosure Prevention Act”, 8.Mai 2008. Auch der Bankenausschuss des US-Senats hat am 21. Mai einem weitgehend identischen Gesetz zugestimmt, das maßgeblich von Senator Christopher Dodd entworfen wurde.

²³ www.reuters.com, „Mortgage plans boon or bust for government: Citi“, 2. Mai 2008.

Darlehensrestrukturierung (s. auch Abschnitt HOLC) an dieser Schnittstelle weitestgehend gescheitert.

Home Owners' Loan Corporation (HOLC)

Einen größeren Eingriff in den Hypothekenmarkt über die Garantie von Hypothekendarlehen hinaus, schlagen Stimmen aus Politik, Wissenschaft und Bankenkreisen²⁴ vor, die einen staatlichen Aufkauf der Hypothekendarlehen fordern, um die Krise an ihrem Ursprung zu bekämpfen. Dies greift eine Maßnahme auf, die im Rahmen des New Deals durchgeführt wurde, um eine drohende Welle von Zwangsversteigerungen zu verhindern. Die im Jahr 1933 gegründete HOLC, die 1951 mit einem kleinen Profit ihre Tätigkeit einstellte, tauschte ein Fünftel der damaligen Hypothekendarlehen gegen Staatsanleihen und restrukturierte dann diese Kredite in Höhe von 5% des damaligen BIP. Auch heute könnte eine HOLC die weitere Erosion von Immobilienwerten durch Zwangsversteigerungen und deren soziale Folgen zu vermeiden helfen. Die MBS-Märkte würden so die benötigte Liquiditätsspritze erhalten, das Vertrauen könnte in die Märkte zurückkehren. Die Preise für MBS könnten sich von ihren derzeitigen extrem niedrigen Niveaus, die aus fundamentaler Sicht Übertreibungen nach unten darstellen, erholen. Für einen staatlichen Hypothekenaufkauf spricht weiter, dass Restrukturierungen von Darlehen aufgrund der komplexen Verbriefungsstrukturen äußerst schwierig und die Anreize dafür für die „Servicer“ gering sind. Daher sind die Aufrufe von Politik und Notenbank zur Neuverhandlung problematischer Darlehen bislang weitgehend verhallt. Ob die Initiative, Kredite über die FHA zu garantieren, erfolgreicher sein wird, bleibt abzuwarten. Eine der HOLC ähnliche Institution könnte Restrukturierungen problemloser durchführen und so unnötige Zwangsversteigerungen vermeiden bzw. Schuldner durch Herabsetzungen der Darlehenssumme Anreize bieten, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Sie könnte Darlehen zu den aktuell sehr niedrigen Marktpreisen erwerben. Gegeben die niedrigen Zinsen könnte sich eine staatliche Institution sehr günstig verschulden. Erwartet wird, dass sie in dieser Konstellation ihre Tätigkeit in der langen Frist ohne Verluste abschließen könnte. In Bankenkreisen und Wissenschaft wird ein Kreditvolumen in Höhe von insgesamt 200-400 Mrd. USD diskutiert, das aufzukaufen und zu restrukturieren wäre.

Die Kosten einer solchen umfangreichen staatlichen Intervention liegen aus unserer Sicht in den vergrößerten Fehlanreizen (Moral Hazard) bei Banken, Investoren und Kreditnehmern. Daher sollte genau auf die Details der Ausgestaltung geachtet werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Umsetzung ist aktuell (noch) gering, da es keine breite politische und parlamentarische Mehrheit für diesen Plan gibt.

3 Krisenursachen und Konsequenzen für die Finanzmarktregulierung - Der Stand der Diskussion

Die zum Teil erheblichen Beeinträchtigungen und Risiken, die auf den internationalen Finanzmärkten seit dem Ausbruch der US-Subprime-Krise zu Tage traten, führten zwischen Bankenverbänden, Gesetzgebern und Regulierungsbehörden zu einem intensiven Dialog über den mittel- und langfristigen Umgang mit den bisher gewonnenen Erkenntnissen. Neben den im zweiten Teil beschriebenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Abfederung der aktuellen Krise in den USA stehen hierbei insbesondere Fragen der Prävention zukünftiger Krisen im Mittelpunkt.

Dabei ist für die aktuelle Krise - wie auch für viele Krisen der Vergangenheit - kennzeichnend, dass an ihrem Ursprung eine „finanzwirtschaftliche Innovation“ stand: Die Kreditvergabe an Schuldner geringer Bonität sowie die Verbriefung der daraus resultierenden Kreditforderungen und ihre Platzierung am Kapitalmarkt. Es zeigte sich, dass neben den bekannten und prinzipiell erwiesenen Vorteilen dieses „originate and distribute“-Modells (höhere Risikotragfähigkeit durch Diversifizierung, erweiterte Kreditvergabemöglichkeiten, alternative Investitionsmöglichkeiten, hoher Grad an Arbeitsteilung) in der konkreten Umsetzung in den USA an vielen Schnittstellen der „Wertschöpfungskette“ erhebliche Mängel auftraten. Diese resultierten aus Anreiz- und Informationsproblemen der beteiligten Akteure, gepaart mit einem häufig unzureichenden Risiko- und Liquiditätsmanagement sowie hohen Kredithebeln.

3.1 Ursachen der Krise

Hohe Liquidität

Nach dem Platzen der Dotcom-Blase und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 senkte die amerikanische Notenbank ihren Leitzins massiv. Gemeinsam mit Stützungskäufen asiatischer Schwellenländer, die eine Aufwertung der eigenen Währung gegenüber dem US-Dollar vermeiden wollten, führte dies zu einem starken Wachstum der weltweiten Liquidität. Die damit einhergehende Expansion des nach Anlage suchenden Kapitals führte zu sinkenden Renditen und Risikoprämien. Von Seiten der Investoren entstand so ein Bedarf an neuen, möglichst attraktiv verzinsten Investitionsmöglichkeiten. Durch die Ausweitung der Kreditvergabe an einkommensschwache Haushalte in den USA glaubte man eine solche Alternative gefunden zu haben. Vor dem Hintergrund einer langen Phase steigender Immobilienpreise schien dabei das Kreditrisiko begrenzt. In der Regel konnten notleidende Kredite durch den Erlös aus Zwangsversteigerungen ausreichend

²⁴ Vgl. z.B. Blinder, Alan (24. Februar 2008): New York Times.

gedeckt werden. Dabei wurden die vergangenen Preissteigerungen im Immobilienmarkt schlicht in die Zukunft fortgeschrieben. Hinzu kam, dass sich die hohe Liquidität wegen des Wettbewerbsdrucks aus asiatischen Schwellenländern nicht direkt in steigenden Güterpreisen bemerkbar machte. Eine Reihe von Ökonomen argumentiert daher, dass die Zinsen zu lange Zeit zu niedrig waren und dass sich die aufgestaute Liquidität nicht in einer Inflation bei Konsumentengütern, sondern in einer Preisblase am Immobilienmarkt entlud. Es muss jedoch betont werden, dass der Zusammenhang zwischen expansiver Geldpolitik und der Immobilienpreisblase in den USA empirisch nicht gesichert ist und die lange Phase niedriger Zinsen vor dem Hintergrund der damaligen Rezessions- und Deflationsrisiken durchaus gerechtfertigt schien. Die hohe Liquiditätsversorgung kann somit als Nährboden im Sinne einer notwendigen aber nicht hinreichenden Bedingung für die Subprime-Krise eingeschätzt werden. Eine (oder die) hinreichende Krisenursache wird in der unvorsichtigen bis verantwortungslosen Kreditvergabe in den USA gesehen.

Verzerrte Anreize

Die Vergabe von Subprime-Kredite in den USA war durch eine starke Aufspaltung der Wertschöpfungskette geprägt. An deren Anfang stand ein nicht oder nicht ausreichend am Risiko beteiligter, primär am Umsatz orientierter Vermittler. Anschließend wurden die Forderungen der primär kreditvergebenden Bank (des Originators) in Kreditpools zusammengefasst und verbrieft. Dabei konnten die Kreditrisiken des Originators sehr oft vollständig weitergereicht werden. Die Forderungen (bzw. die Risiken) wurden von Ratingagenturen bewertet. Diese Aufspaltung von Kreditvergabe, Risikobewertung und letztlich Risikoträgerschaft wirkte sich negativ auf die Anreize zur seriösen Bonitätsprüfung der Kreditnehmer aus. Zudem wurden durch Lockangebote, die im Wesentlichen eine Verschiebung der Zins- und Tilgungsverpflichtungen nach hinten bewirkten, Schuldner gewonnen, bei denen eine ordnungsgemäße Rückzahlung bereits vor Vertragsabschluss sehr fraglich erschien.²⁵ Die Ratingagenturen, denen die Aufgabe zukam, die Ausfallrisiken der in den strukturierten Produkten gebündelten Kreditforderungen für Investoren zu bewerten und die diese damit erst handelbar machten, beurteilten die Risiken zu optimistisch. Wie die Primärkreditgeber und die mit der Verbriefung beauftragten Banken arbeiten sie im Wesentlichen auf Provisionsbasis (d.h. sie verdienen am Zustandekommen des Geschäfts, ohne am Risiko eines späteren Zahlungsausfalls beteiligt zu sein). Zudem traten sie oft als Berater bei der Konstruktion von Produkten auf, die sie selbst später

²⁵ Bei sogenannten „hybrid adjustable rate mortgages“ wird zu Beginn nur ein relativ niedriger fixer Zins gezahlt, der anschließend durch eine variable Verzinsung abgelöst wird. Bei „options adjustable rate mortgages“ besteht dagegen eine Zinsverpflichtung, die anfänglich weder die Zinskosten decken, noch eine Rückzahlung enthält, d.h. eine negative Amortisation aufweist. Für Übersicht über diese und weitere Kreditvarianten siehe TSI (2008).

bewerteten. Vor dem Hintergrund massiver Fehleinschätzungen wurden deshalb grundsätzliche Zweifel an der Objektivität der entsprechenden Ratingurteile geäußert. Schließlich führten die Entlohnungsmodelle in den Banken zu einer zu riskanten Investitionsstrategie. Erfolgsabhängige Bonuszahlungen belohnten häufig die kurzfristige Performance, ignorierten aber weitgehend das mittelfristige Risiko von Investitionsentscheidungen. Unter hohem Wettbewerbsdruck wurden so - in einem Umfeld historisch niedriger Zinssätze und Risikoprämien - beträchtliche Summen in strukturierte Produkte investiert, ohne sich selbst intensiv mit den zugrunde liegenden Risiken auseinander zu setzen bzw. unter billigerer Inkaufnahme hoher mittelfristiger Risiken.

Informationsprobleme

Neben verzerrten Anreizen bilden Informationsprobleme einen weiteren Kern der Krise. Bei vielen der strukturierten Produkte handelte es sich um Innovationen, über deren Verhalten naturgemäß wenig historische Erfahrungswerte vorlagen. Die große Anzahl, aber auch die Komplexität solcher Produkte führte dazu, dass Investoren vielfach nicht verstanden, was sie eigentlich kauften. Als sich, eingeleitet durch den Abschwung am amerikanischen Immobilienmarkt, steigende Ausfälle von Hypothekenkrediten und aufgrund der folgenden massiven Herabstufungen vieler Ratingurteile, die Einschätzung der Investoren hinsichtlich der Risiken schlagartig änderte, brach der Markt für die heterogenen und außerbörslich gehandelten Papiere zusammen.

Dabei bestand im Gegensatz zur „traditionellen“ Kreditvergabe von Seiten der kreditvergebenden Bank nach dem Weiterverkauf des Kreditrisikos wenig Interesse an einer laufenden Überprüfung der Bonität der Kreditnehmer. Eine zeitnahe Sammlung und Weitergabe solcher Informationen hätte die Investoren frühzeitig auf die bestehenden Probleme hinweisen können. Schließlich bedingt die Verbriefung, dass zu Beginn der Krise niemand genau wissen konnte, wer welche Risiken besaß. So stellte sich heraus, dass viele der zuvor in Zweckgesellschaften ausgelagerten Risiken über zugesagte Liquiditätslinien zu den Banken zurückkehrten. Zu Zweifeln an der Werthaltigkeit der bilanzierten Forderungen gesellte sich steigendes Misstrauen der Banken untereinander, was zu einem Horten von Liquidität und den beschriebenen Verwerfungen am Interbankenmarkt führte.

Krisenverstärkende Elemente

Neben diesen Problemen, die zum Aufbau und Ausbruch der Krise führten, existieren noch eine Reihe von krisenbeschleunigenden Elementen. Hierzu zählt insbesondere der Einsatz hoher Kredithebel bei der Konstruktion strukturierter Produkte und / oder bei den investierenden Marktteilnehmern. In guten Zeiten lässt sich mit einem solchen hohen Verhältnis von Fremd- zu Eigenkapital der Ertrag maximieren. Bei steigenden Risiken und

sinkenden Preisen verkehrt sich dies jedoch ins Gegenteil und führt zu einer schnelleren Verlustanhäufung, einer raschen Aufzehrung der Eigenkapitalbasis und gegebenenfalls zu Zwangsverkäufen, welche den ursprünglichen Preisverfall verstärken.

Auch die Bilanzrichtlinien nach IFRS wirkten teilweise krisenverstärkend. Fallende Marktpreise für Finanztitel schlagen sich nach dem Marktwertbilanzierungsprinzip (Fair-Value-Prinzip) unmittelbar in den Bilanzen der Banken nieder und führen dort zu einem erhöhten Abschreibungs- und Kapitalbedarf. Dies kann im Fall von Banken sowohl zu restriktiverer Kreditvergabe, als auch - falls bestehende Aktiva liquidiert werden müssen - zu einer erneuten negativen Rückkopplung auf die Preise der betroffenen Aktiva führen.

Schließlich stehen auch die Eigenkapitalunterlegungspflichten nach Basel II in der Kritik. Deren Höhe hängt unter anderem von den erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeiten der vergebenen Kredite ab, einer Größe also, die in Boomphasen häufig unterschätzt wird. Kommt es in Folge eines Abschwungs zu einer Korrektur der Ausfallwahrscheinlichkeiten, steigt damit der Kapitalbedarf in einer Zeit, in der es schwer ist, ihn über die Aufnahme neuer Mittel zu decken.

Risiko- und Liquiditätsmanagement / Regulierungsbehörden

Die beschriebenen Anreizprobleme bei Primärkreditgebern, Ratingagenturen und Händlern erklären jedoch nicht, warum die bankinternen Risikokontrollen nicht besser griffen, bzw. warum die Risikomanagementabteilungen der Banken der Anhäufung problematischer Investitionsprodukte nicht rechtzeitig Einhalt geboten.²⁶ Neben den schon genannten Informationsproblemen (fehlende Datenhistorie, unzureichendes Verständnis der Produkte, Überbewertung der Ratingurteile) stellte sich im Nachhinein heraus, dass häufig insbesondere die Liquiditätsrisiken nicht adäquat berücksichtigt wurden. Zum Ausfall der vielfach implizit vorausgesetzten Handelbarkeit kamen die bereits beschriebenen - in historischen Dimensionen ungewöhnlich starken - Störungen des Interbankenhandels für Liquidität hinzu.

Daneben müssen sich aber auch die US-Regulierungsbehörden fragen lassen, warum sich Risiken in einem solchen Umfang bilden konnten, ohne dass sie angemessen einschritten. Dabei trug die starke Zersplitterung der Aufsichtsbehörden in den USA dazu bei, dass wegen unklarer Zuständigkeiten einige Marktteilnehmer vor der Krise nicht ausreichend reguliert wurden und dass nach dem Ausbruch der Krise ein hoher Abstimmungsbedarf zwischen den einzelnen Behörden bestand.

²⁶ Im Gegensatz zum genannten Personenkreis erhalten Mitarbeiter des Risikomanagements üblicherweise keine Bonuszahlungen, die sich am Umfang der getätigten Geschäfte bzw. an der kurzfristigen Performance der gemanagten Portfolios orientieren.

3.2 Maßnahmen zur Prävention künftiger Krisen

Im Folgenden sollen die wichtigsten, in der interessierten Öffentlichkeit diskutierten Vorschläge zur Verbesserung des regulatorischen Rahmens und der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte dargestellt werden:

- (1) Adäquate Erfassung durch die Regulierung: In Zukunft sollte garantiert sein, dass alle Institutionen, von denen ein systematisches Risiko für die Finanzmarktstabilität ausgeht, einer angemessenen Regulierung unterliegen. Überdacht werden sollte darüber hinaus die heutige Praxis der Unterscheidung von Banken und anderen Marktteilnehmern, die zum Teil nur geringer oder keiner Regulierung unterworfen sind. Dies führt einerseits zu unerwünschten Ausweichreaktionen (regulatorischer Arbitrage). Andererseits spielt es im Falle eines systembedrohenden Zusammenbruchs nur eine unterordnete Rolle, ob eine Geschäftsbank, eine Investmentbank oder ein Hedgefonds betroffen ist.

Da der Staat potenziell mit Steuergeldern stabilisierend eingreift und dies von den Marktteilnehmern auch antizipiert wird, sollte sich die Regulierung an dem Grad des „systemischen Risikos“ orientieren, welches vom einzelnen Institut ausgeht. Als Indikator für dieses Risiko könnten etwa die Bilanzsumme, der eingesetzte Verschuldungshebel und die Art der getätigten Geschäfte als Entscheidungshilfen dienen.²⁷

- (2) Erhöhung der Eigenkapitalpuffer: Ein wesentliches Merkmal der Krise lag in den hohen eingesetzten Kredithebeln. Dabei erlaubten es die Vorschriften von Basel I Investitionen über außerbilanzielle Vehikel mit geringerem Eigenkapital auszustatten, als dies in den Bankbilanzen notwendig gewesen wäre. So entfiel unter Basel I die Eigenkapitalunterlegungspflicht für unterjährige Liquiditätslinien an eigene Zweckgesellschaften gänzlich. Mit den im Euroraum seit 1.1.2008 geltenden Basel II Vorschriften ist diese Ausnahme allerdings bereits beseitigt. Darüber hinaus wurden seit Beginn der Krise über Abschreibungen und Kapitalaufnahmen die Kredithebel bereits deutlich gesenkt. Bankenverbände sprechen sich deshalb strikt gegen eine pauschale Erhöhung der Eigenkapitalunterlegungspflichten aus. Dagegen sieht unter anderem das Financial Stability Forum zumindest bei komplexen Produkten Nachbesserungsbedarf.²⁸

- (3) Verbesserung der Ratingurteile: Die Signalfunktion, die von Ratingurteilen ausgeht, wird weiterhin sehr wichtig bleiben. Dies gilt insbesondere für kleinere und mittlere Investoren

²⁷ Vgl. Roubini (2008) und Wolf (2008). Der von Henry Paulson vorgebrachte Vorschlag der Erweiterung der (Auskunfts-) Rechte der FED gegenüber den so genannten Prime Brokers zielt etwa in diese Richtung. Ebenso sollen die unregulierten Kreditvermittler und sowie die Originatoren künftig stärker von der Bankenaufsicht überwacht werden.

²⁸ Vgl. Financial Stability Forum (2008).

sowie bei Investitionsobjekten im Ausland, bei denen eine eigenständige Überprüfung überdurchschnittliche Kosten verursachen würde. Die Vorschläge zur Verbesserung der Qualität der Bewertung reichen von einer Überarbeitung und konsequenten Umsetzung des Verhaltenskodexes der Branche (IOSCO Kodex) bis zu einer externen und unabhängigen Überprüfung der verwendeten Methoden und der Geschäftsabläufe. Daneben sollen die Investoren über die Aussagekraft und die Grenzen der Ratingurteile besser aufgeklärt werden. Angedacht sind hier die Bereitstellung zusätzlicher Informationen zu den verwendeten Modellen sowie eine deutlichere Unterscheidung zwischen der Bewertung strukturierter Finanzprodukte und Unternehmensratings (über eine Trennung der bisher identischen Ratingskalen).²⁹ Daneben wird auch eine strikte Trennung der Bewertung von weiteren (Beratungs-) Dienstleistungen diskutiert, um bestehende Interessenskonflikte bei den Ratingagenturen abzubauen.

- (4) Verbesserung des Risikomanagements im Bankensektor: Die aktuelle Krise trug zu einer wachsenden Skepsis gegenüber der (alleinigen) Erfassung von Risiko über rein quantitative Methoden und einer zu starken Betonung bzw. einer schlichten Übernahme des Urteils von Ratingagenturen ohne eigene Risikobeurteilung bei. Die nur begrenzte Fähigkeit stochastischer und mathematischer Modelle, die Risiken adäquat abzubilden, trat deutlich zu Tage. In Zukunft könnte es deshalb zu einer stärkeren Einbeziehung von qualitativen Urteilen („Judgements“) im Risikomanagement kommen. Daneben wird vorgeschlagen dem Management von Liquiditätsrisiken, die ja im Zentrum der Krise stehen, wesentlich mehr Aufmerksamkeit zukommen zu lassen.³⁰
- (5) Qualität der Regulierung: Auf Seiten der Regulierung könnte es wieder verstärkt zu einer Einbeziehung mehr qualitativer Bewertungskriterien kommen. So wird in Europa und hier speziell in Deutschland augenblicklich über eine gewisse Abkehr der Kontrolle rein quantitativer Kennzahlen hin zu einem stärker prinzipienbasierten Regulierungsansatz nachgedacht. Im Mittelpunkt soll die Qualität des (gesamten) Risikomanagements einer Bank stehen. Der Vorteil gegenüber einer Vielzahl von Detailregelungen besteht darin, dass schneller und flexibler auf aktuelle Entwicklungen reagiert werden kann und sich die Regulierung weniger in technischen Detailfragen verliert. Gleichwohl muss geklärt werden, wie mit den damit einhergehenden erhöhten Anforderungen an die Regulierungsbehörden umzugehen ist. Neben dem Vorschlag einer stärkeren

²⁹ So plant die Ratingagentur Moody's bei Verbriefungen zusätzliche Angaben zur Stabilität und zur Verlustempfindlichkeit der Urteile einzuführen. Bei der Stabilität spielt die verfügbare Datenhistorie und die Komplexität der Produkte eine Rolle, die Verlustempfindlichkeit soll Auskunft geben, wie sich das Rating ändert, falls es bei den zugrunde liegenden Forderungen zu höheren Ausfällen kommt, als erwartet, vgl. Financial Times Deutschland (15. Mai 2008).

prinzipienbasierten Regulierung wird insbesondere über die Ausweitung der Selbstregulierung in der Bankenbranche diskutiert. Kritiker sehen allerdings diesen Ansatz als gescheitert an und fordern stattdessen eine Rückkehr zum Primat der Aufsichtsbehörden.³¹

Daneben besteht in den USA sicherlich ein Bedarf zur Konsolidierung der verzweigten Aufsichtslandschaft. Die Schaffung klarer Zuständigkeit und die Vermeidung eines hohen Abstimmungsbedarfs mit entsprechenden Friktionen sollten hierbei im Mittelpunkt stehen.

- (6) Anpassung der Entlohnungssysteme: Zum Abbau der beschriebenen Anreizprobleme könnte die Ausgestaltung der Bonuszahlungen angepasst werden. Eine stärkere Beachtung des Risikos von Kredit- und Investitionsentscheidungen könnte beispielsweise durch eine nur teilweise Ausschüttung der jährlichen Boni gelingen. Über die zunächst einbehaltenen Gehaltsbestandteile könnten Bankmanager und Händler dann auch an später anfallenden Verlusten beteiligt werden. Die schon bestehenden längerfristigen Beteiligungen am wirtschaftlichen Erfolg bzw. Misserfolg in Form von Aktien oder Optionsrechten sind hierfür nicht ausreichend, da sie sich auf das Gesamtergebnis des Konzerns beziehen, auf das die vom einzelnen Mitarbeiter zu verantwortenden Kredit- und Investitionsentscheidungen meist nur einen geringen Einfluss haben. Die konkrete Umsetzung solcher Vorschläge im stark wettbewerblichen Arbeitsmarkt dürfte jedoch schwierig werden.³²
- (7) Erhöhung der Transparenz: Sowohl die Transparenz gegenüber den Investoren als auch die Informationslage über die letztliche Verteilung der Risiken sollten verbessert werden. Der erste Punkt bezieht sich dabei auf die Emission bzw. die Vermarktung strukturierter Finanzprodukte, bei denen über eine stärkere Vereinheitlichung und eine Ausweitung des Informationsangebots diskutiert wird.³³ Gemeinsam mit einer höheren Standardisierung und einer Vereinfachung der Produkte könnte somit die Handelbarkeit

³⁰ Eine ganze Reihe weiterer Vorschläge zur Verbesserung des Risikomanagements lassen sich in den Papieren der Bankenverbände finden, vgl. BdB (2008) und IIF (2008).

³¹ Vgl. Buiter (2008), Wolf (2008) und Roubini (2008). Unabhängig vom gewählten Regulierungsansatz muss betont werden, dass eine effektive Regulierung tatsächlich einen erheblichen Beitrag zur Krisenprävention leisten kann. Als Beispiel kann hier die spanische Bankenaufsicht angeführt werden. Diese verweigerte den von ihr beaufsichtigten Instituten eine begünstigte Eigenkapitalunterlegungspflicht für außerbilanzielle Vehikel im Vorhinein und bewirkte, dass spanische Banken im internationalen Vergleich nur sehr geringe Abschreibungen vornehmen mussten, vgl. Lucas Zeise (19. Februar 2008): Financial Times Deutschland.

³² Die niederländische Zentralbank kündigte an, die Bonuszahlungen im Bankensektor zukünftig zu überwachen. Hiermit möchte sie sicherstellen, dass die Bonuszahlungen nicht die Übernahme exzessiver Risiken belohnen, vgl. Nout Welling (27. Mai 2008), NRC Handelsblad.

am Zweitmarkt gesteigert werden. Neben umfangreicheren Informationen auf der Angebotsseite ist zumindest vorerst zu erwarten, dass die negativen Erfahrungen der letzten Monate auf der Nachfrageseite zu umsichtigerem Investitionsverhalten und zu stärkerer Nachfrage nach weniger komplexen Produkten führen. Gegen die ausgeprägte Unsicherheit über die Verteilung der Risiken und dem daraus erwachsenden Misstrauen der Banken untereinander wird vorgeschlagen, relevante Information brancheninternen und von Seiten der Aufsichtsbehörden stärker zu sammeln und auszuwerten.³⁴ Daneben ließe sich über einen börslichen Handel mit strukturierten Produkten zusätzlich das Kontrahentenrisiko des außerbörslichen Handels senken.

- (8) Bilanzierungsregeln: Bei der in Kritik gerateten Marktwertbilanzierungsmethode (mark-to-market) bestehen genau genommen zwei unterschiedliche Problembereiche. Zum einen die eher technische Frage, welche alternativen Bewertungsmodelle verwendet werden sollen, falls für betroffene Finanztitel keine Marktpreise mehr vorhanden sind, und wer ab wann festlegt, ob eine „nachhaltige Störung“ des Marktes vorliegt. Regulierungsbehörden und internationale Bewertungsgremien sollen hier in Zusammenarbeit mit den betroffenen Unternehmen möglichst schnell Klarheit schaffen. Zum anderen geht es um die grundsätzliche Frage der krisenverstärkenden Wirkung der Marktwertmethode. Dabei herrscht in der Diskussion Skepsis gegenüber dem vom Bundesverband Deutscher Banken vorgebrachten Vorschlag einer rückwirkenden Aussetzung der Bewertungsrichtlinien zum 1.1.2008. Es wird bezweifelt, ob sich damit tatsächlich die gewünschten Effekte erzielen ließen oder ob dies nicht vielmehr mit einem weiteren Anstieg der Unsicherheit einhergehen würde. Mittelfristig stehen als Alternativen die Bilanzierung nach den Anschaffungskosten oder das Ertragswertverfahren (discounted cash-flow) zur Verfügung, die jedoch beide mit eigenen Problemen behaftet sind.
- (9) Stärkere Beachtung von Vermögenspreisblasen in der Geldpolitik: Vor der Krise herrschte die Meinung vor, dass Notenbanken wenig zur Vermeidung von Vermögenspreisblasen beitragen können. Erstens seien sie nicht in der Lage zu erkennen, ob eine Blase oder ein gerechtfertigter Preisanstieg vorliegt. Zweitens sei der Leitzins für ein „Anstechen“ von Preisblasen kein geeignetes Instrument. Vielmehr liege die einzige Möglichkeit einer Einflussnahme darin, die rezessive Auswirkung einer

³³ So könnte eine generelle Angabe, ob und gegebenenfalls wie viel des Verlustrisikos bei der verbriefenden Bank bzw. beim Primärkreditgeber verbleiben, Auskunft geben, ob eine hinreichende Übereinstimmung der Interessen aller Beteiligten vorliegt (alignment of interest).

³⁴ Das Institute of International Finance schlägt beispielsweise die Schaffung einer „Market Monitoring Group“ vor, die Informationen über bestehende Risiken sammeln und der Öffentlichkeit regelmäßig darüber berichten soll.

platzenden Blase auf die Realwirtschaft ex-post durch eine expansive Geldpolitik abzuschwächen.³⁵ Im Gegensatz hierzu plädiert heute bspw. der IWF für eine stärkere Berücksichtigung von Assetpreisen in der Geldpolitik. Umgesetzt werden könnte dies etwa durch Aufnahme von Vermögenspreisen in den der Inflationsrate zugrunde liegenden Warenkorb. Alternativ könnte die Zentralbank die Geldpolitik in Phasen vermuteter Assetblasenentwicklung straffer führen, als es mit Blick nur auf die Inflationsentwicklung an sich gerechtfertigt wäre („leaning against the wind“).

(10) Verteilung der vom Finanzsystem verursachten gesellschaftlichen Kosten: Unabhängig von regulatorischen Veränderungen werden die Finanzmärkte weiterhin von zyklischem Verhalten und Blasenphänomenen beeinflusst sein. Darauf aufbauend hat eine Diskussion über den angemessenen Umgang mit den dabei entstehenden gesellschaftlichen Kosten begonnen. Hierbei wird insbesondere kritisiert, dass in der Branche in Boomphase von Wenigen überdurchschnittlich gut verdient wird, in der Krise aber einzelne Institute mit Steuergeldern gerettet werden. Obwohl in der Diskussion, die unter den Stichworten „Privatisierung der Gewinne - Sozialisierung der Kosten“ läuft, häufig vernachlässigt wird, dass auch bei der Rettung einer Bank deren Eigentümer in der Regel viel Geld verlieren, verbleibt in der Tat ein Anreizproblem. Neben der in Punkt (1) bereits angesprochenen einheitlichen Regulierung ist auch eine Art Versicherungsprämie für den Finanzsektor im Gespräch. Ähnlich wie bei den schon bestehenden Einlagensicherungssystemen sollten für die gesamte Branche in guten Zeiten Mittel zurückgelegt werden, damit während einer systembedrohenden Krise nicht der Staat für die Rettung einzelner Institute aufkommen muss. Ein ähnlicher Effekt ließe sich aber auch durch anti-zyklische Eigenkapitalunterlegungspflichten erzielen. Hierzu könnte beispielsweise eine Unterscheidung zwischen (hohen) Ziel- und niedrigeren Mindestwerten für die Kapitalausstattung eingeführt werden. Erstere müssten in „normalen Phasen“ aufgebaut werden, während letztere nur in Krisenzeiten gelten. Gemeinsam mit einer Geldpolitik, die stärker die Vermögenspreisentwicklung berücksichtigt, könnte damit einer Blasenentwicklung gegengesteuert werden.

4 Fazit

Ogleich die letztendliche Höhe der Schäden noch nicht feststeht, hat die Subprime-Krise stärkere und länger anhaltende Auswirkungen auf die Finanzmärkte als vorangegangene Krisen wie etwa die Asienkrise. Sie hat in den USA zu ungewöhnlichen wirtschaftspolitischen Maßnahmen geführt. Neben einem voluminösen Konjunkturpaket haben

³⁵ Diese Meinung vertrat neben dem ehemaligen amerikanischen Notenbankpräsidenten Alan

Regierungsinstitutionen Einzelmaßnahmen auf den Finanzmärkten, die Übertreibungen der Preise nach unten abfangen sollen, und eine Rettungsaktion für Bear Stearns durchgeführt. Angesichts dieses umfangreichen Arsenal und der in allen Maßnahmen zum Ausdruck kommenden Entschlossenheit der US-Behörden, eine Ausweitung der Krise auch um den Preis hoher Kosten für den Steuerzahler zu verhindern, halten wir einen letztlich glimpflichen Verlauf für das wahrscheinlichste Szenario, d.h. eine milde Rezession in den USA ohne systemische Krise auf den Finanzmärkten. Allerdings bleibt die Situation an den Märkten weiterhin labil: Ein überraschend schneller, weiterer starker Einbruch bei den Häuserpreisen oder überraschende, negative Entwicklungen bei anderen verbrieften Krediten könnten eine selbstverstärkende Abwärtsspirale erneut in Gang setzen. Zudem werfen die entstandenen Schäden für die öffentlichen Haushalte, nicht nur in den USA, die Frage nach einer Verbesserung der Regulierung auf.

Dabei stehen die Gesetzgeber bei der Anpassung der Aufsichtsregelungen vor einem Balanceakt. Auf der einen Seite besteht die Gefahr, dass durch Überregulierung und staatlichen Aktionismus neben der Störung der Marktstätigkeit auch eine Quelle neuer Verzerrungen und Wohlfahrtsverluste entstehen kann. Zudem könnten regulatorische Maßnahmen den bereits geschwächten Banken zum jetzigen Zeitpunkt wichtige Handlungsmöglichkeiten rauben. Dies gilt auch dann, wenn eine Umsetzung der vorgeschlagenen Regulierung - aus heutiger Sicht - vor Beginn der Krise sinnvoll gewesen wäre. Andererseits besteht auch eine berechtigte Skepsis gegenüber den Selbstheilungskräften des Marktes. Es ist deshalb notwendig, im Dialog zwischen Aufsichtsbehörden und Marktteilnehmern zu klären, welche Änderungen des regulatorischen Rahmens notwendig sind und wo das Eigeninteresse der betroffenen Institute oder freiwillige Verhaltenskodexe ausreichen.

Die aktuell diskutierten Vorschläge zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte zielen auf die Beseitigung der zentralen Ursachen der Krise: Das Vorliegen von verzerrten Anreizen entlang der „originate and distribute“ -Kette und die durch Finanzinnovationen hervorgerufenen Informationsprobleme sowie - insbesondere hinsichtlich der Liquiditätsrisiken - unzureichende Risikomanagementsysteme und Mängel bei der Regulierung. Zudem wird über eine Verringerung krisenverstärkender Elemente durch Erhöhung der Eigenkapitalpuffer und Änderungen der Bilanzierungsregeln nachgedacht. Bei der Struktur der Finanzaufsichtsbehörden wird eine Konsolidierung der stark zersplitterten Bankenaufsicht in den USA als dringliche Aufgabe gesehen. Schließlich wird diskutiert, ob in der Geldpolitik Vermögenspreisblasen stärker berücksichtigt werden sollen und ob bzw. wie

die Finanzmarktakteure an den von ihnen verursachten gesellschaftlichen Kosten beteiligt werden können.

Die hohe Anzahl der sich im Gespräch befindenden Vorschläge spiegelt die Vielschichtigkeit der zugrunde liegenden Ursachen der Krise wider. Eine große Herausforderung besteht denn auch darin, die verschiedenen diskutierten Änderungen nicht isoliert zu betrachten, sondern die bestehenden Wechselwirkungen angemessen zu berücksichtigen.

Zentral bei der Umsetzung der Vorschläge ist darüber hinaus, auf eine international abgestimmte Vorgehensweise zu achten. So führte der von der amerikanischen Regierung nach den Bilanzskandalen im Jahr 2002 verabschiedete Sarbanes-Oxley Act zu einer starken Abwanderung (ausländischer) Unternehmen an andere Finanzplätze. Um diese regulatorische Arbitrage und den damit verbundenen „Unterbietungswettbewerb“ der Regulierungsbehörden einzuschränken, bedarf es eines Mindestkonsenses bei der Umsetzung der Vorschläge.

Abgeschlossen:

9. Juni 2008

Ansprechpartner:

David Denzer-Speck (069) 7431-1674

Christian Hornberg (069) 7431-3770

Stefanie Schoenwald (069) 7431-9001

Literaturverzeichnis

- BdB (2008): Lehren aus den Finanzmarkturbulenzen, Positionspapier des Bundesverbandes Deutscher Banken, Berlin.
- Bernanke, Ben und Mark Gertler (2000): Monetary policy and asset price volatility, NBER Working Paper No. W7559.
- Blinder, Alan (2008): From the New Deal, a Way out of Mess, New York Times, 24. Februar 2008.
- BoE (2008), Financial Stability Report, Issue 23, 01. Mai 2008.
- Buiter, Willem (2008): Self-Regulation means no regulation, Financial Times, 10. April 2008.
- FSF (2008): Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, Financial Stability Forum, Basel.
- IIF (2008): Interim Report of the IIF Committee on Market Best Practices, Institute of International Finance.
- IWF (2008): Global Financial Stability Report: Containing Risks and Restoring Financial Soundness, Internationaler Währungsfonds, Washington DC.
- Morgan Stanley Research, The Cavalry arrives –GSE to buy more mortgages, Morgan Stanley Interest Rate Strategy, 19. März 2008.
- Roubini, Nouriel (2008): Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalisation, 31. März 2008.
- Shiller, Robert (2007): Understanding Recent Trends in House Prices and Home Ownership, NBER Working Paper No. 13553 (2007).
- TSI (2008): Die Krise auf den Kreditmärkten – Ursache, Wirkung und Folgerung, True Sale International.
- Welling, Nout (2008): Toezicht op bonussen strenger, NRC Handelsblad, 27. Mai 2008.
- Wolf, Martin (2008): Seven habits finance regulators must acquire, Financial Times, 7. Mai 2008.
- Zeise, Lucas (2008): Von Spanien lernen, Financial Times Deutschland, 19. Februar 2008.