



Christian Kellermann

Kollabierendes Kreditsystem

»Stress-Test«, »Turbulenzen« oder »globale Finanzkrise systemischen Ausmaßes« – zwischen diesen Schlagworten bewegen sich in den letzten Wochen die zahllosen Analysen der Krise am US-amerikanischen Immobilienmarkt und ihrer Rückwirkungen auf das globale Finanz- und Wirtschaftssystem. Die unterschiedlichen Einschätzungen sind zum einen darauf zurückzuführen, dass die Informationszugänge der beteiligten Akteure stark variieren. Zum anderen ist es selbst Insidern nur schwerlich möglich, das gesamte Ausmaß abzuschätzen, da ein Merkmal der Krise die vielfach verschränkten, intransparenten Kreditstrukturen sind, die häufig erst im Insolvenzfall sichtbar werden. Die spektakulären Fälle der Deutschen Kreditbank IKB und der Sachsen LB haben das deutlich gemacht.

Dass es sich um eine Krise handelt, legen zunächst einmal die Reaktionen der großen Zentralbanken, allen voran der Europäischen Zentralbank (EZB), nahe. Nachdem der Markt für Interbankkredite Anfang August extreme Zinsaufschläge verbuchte – ein Zeichen der Verunsicherung im Markt – intervenierte die EZB mit der Bereitstellung massiver zusätzlicher Liquidität. Es folgten weitere Liquiditätsspritzen der EZB, der US-amerikanischen Notenbank Federal Reserve (Fed), sowie der Zentralbanken Kanadas, Japans und Australiens. Die Fed senkte zudem den Leitzins

als weiteren geldpolitischen Impuls. Sie setzte sogar für zwei Großbanken die letzten Reste des Trennbankenprinzips in den USA außer Kraft und weichte die Vorschriften für die Besicherung von Darlehen auf.

Der temporäre Liquiditätsengpass konnte durch die Aktionen zunächst überwunden werden. Trotzdem ist die Krise noch nicht ausgestanden, denn es handelt sich eben nicht um eine reine Liquiditätskrise, sondern um eine Kredit- und Solvenzkrise von noch nicht absehbaren Dimensionen. Unklar sind vor allem die Rückwirkungen der Finanzkrise auf die »reale« Ökonomie, also auf Investitionen, Produktion und vor allem den privaten Konsum.

Aber wie konnte es überhaupt soweit kommen? Für eine erste Krisenanalyse müssen mehrere Stränge, die diesen Prozess beförderten, zusammengeführt werden:

- Zum einen spielt das **Zinsniveau in den USA** eine entscheidende Rolle und damit das globale Zinsgefälle,
- zum anderen sind die **neuen Finanzmarktakteure und Instrumente** zu nennen, die dieses »Spiel« maßgeblich dominieren.
- Letztlich wäre eine solche Blase aber auch nicht denkbar ohne einen **inadäquaten Regulierungsrahmen**.

Aufbauend auf dieser Analyse werden die potenziellen Rückwirkungen der Finanzkrise auf die »reale« Wirtschaft skizziert und abschließend einige, der »günstigen« Gelegenheit angemessene Regulierungsvorschläge unterbreitet.

Dr. Christian Kellermann, Friedrich-Ebert-Stiftung,
christian.kellermann@fes.de

Ich danke Dr. Norbert Wieczorek und Marius Müller-Hennig
für die wertvollen Kommentare zu diesem Text.

1 Zinspolitik und globales Zinsgefälle

Ausgangspunkt der Analyse ist das Platzen der New Economy-Blase vor gut sieben Jahren. Zur Abfederung der damaligen Krise senkte der langjährige Chef der US-Notenbank, Alan Greenspan, aggressiv die Leitzinsen, heizte damit gezielt einen Immobilienboom in den USA an und stimulierte aufgrund des damit verbundenen – gefühlten – Vermögenseffekts den privaten Konsum. Die amerikanischen Verbraucher sind dabei eine wichtige Stellschraube im internationalen Wirtschaftsgeflecht: Der US-Markt, dessen Konsumenten für ein Fünftel des globalen Verbrauchs verantwortlich sind, ist der wichtigste Binnenmarkt der Welt und somit hat der private Verbrauch in den USA eine durchaus kritische weltökonomische Bedeutung. Insofern fand die Niedrigzinspolitik Greenspans weltweite Unterstützung, insbesondere von den Exportnationen. Nichtsdestotrotz war das Zinsniveau in den USA nach wie vor höher als in anderen Ländern, gerade im direkten Vergleich mit Japan. Die japanische Zentralbank verfolgte nämlich als Reaktion auf eine hartnäckige Deflation de facto eine Nullzinspolitik. Das damit einhergehende globale Zinsgefälle sorgte für den notwendigen und stetigen Kapitalstrom in die USA. Das Zinsgefälle war ein wichtiger Faktor, damit die USA ihre Rolle als globaler »Schuldner und Konsument letzter Instanz« trotz hohem Leistungsbilanzdefizit weiterspielen konnten. Der immense Kapitalstrom glich einer Liquiditätsschwemme, die letztlich die Blase am Immobilienmarkt mitbegünstigte und damit den amerikanischen Binnenkonsum auf einem künstlich hohen – weil schuldengetriebenen – Niveau stützte.

Am Ende dieser jahrelangen, von niedrigen Zinsen gestützten Aufschwungphase am amerikanischen Immobilienmarkt kam es diesen Sommer nun aber zu einer seit längerem prophezeiten Korrektur. Die Trendumkehr besteht zunächst darin, dass die Immobilienpreise nicht mehr ins Unendliche steigen, sondern eine Abkühlung erfahren. Der Hauptgrund für diese Trendwende liegt im graduellen Anstieg des Zinsniveaus in den USA und der damit einhergehenden Verteuerung der Hypothekenzahlungen der Hausbesitzer. Damit sank auch das Vertrauen der ausländischen Investoren hinsichtlich der Kaufkraft der amerikanischen Konsumenten und somit – aggregiert – in den US-Markt.

2 Neue Spieler, neues Spielzeug

Der Hypothekenmarkt in den USA fungierte in den letzten Jahren wie ein »Turbolader« des globalen Finanz- und Wirtschaftssystems und war das zentrale Vehikel für die verschachtelten Kreditkonstruktionen der Finanzalchemisten in London und New York. Die globale Liquidität, die in großem Maße in den US-Markt floss, wurde in die Hände amerikanischer Eigenheim-Aspiranten gegeben, selbst wenn diese unter normalen Umständen für nicht kreditwürdig befunden worden wären (sogenannte »Subprime Mortgages«, zu deutsch: zweitklassige Hypothekendarlehen). Nicht selten wurde kein Eigenkapital für solche Darlehen verlangt

und/oder die Tilgungszahlungen über Jahre ausgesetzt, was den Boom (kapitalgetrieben) noch weiter anfachte. Mit der geschaffenen Nachfrage nach Immobilien stiegen auch die Preise auf dem Häusermarkt und somit auch der vermeintliche Wert des eigenen Portfolios.

Was aus dem Immobilien-Crash in den USA eine globale Kreditkrise machen konnte, waren neue Finanzmarktinstrumente, die sich in den letzten Jahren großer Beliebtheit erfreuten. Es handelte sich dabei um Spielarten verbriefteter Anleihen (»Asset Backed Securities«), die vermittelt über Banken – insbesondere Investmentbanken – an Investoren weitergegeben wurden. Die Hypothekenbanken in den USA versuchten über solche Anleihen, ihre Ausfallrisiken der bisweilen mehr als fragwürdigen Immobilienkredite weiterzugeben, indem wiederum andere Banken die Einzelkredite bündelten und an Investoren in der ganzen Welt als Spezialanleihen verkauften. Das beliebteste Instrument solcher strukturierten Produkte waren die sogenannten »Collateralized Debt Obligations« (CDOs). Das ist ein besicherter Schuldschein, der in mehreren Tranchen – nach Güte und Ausfallrisiko des zugrundeliegenden Kreditpools – aufgeteilt wurde. Je größer das Ausfallrisiko, desto größer die Risikoprämie. Das Trägerische an solchen Konstruktionen war jedoch, dass selbst diejenigen Tranchen, die gegen Verluste scheinbar recht gut geschützt waren und insofern von den einschlägigen Rating-Agenturen fälschlicherweise mit Höchstnoten ausgezeichnet wurden, bei einem Marktkollaps in Mitleidenschaft gezogen wurden. Sprich, eine IKB oder Sachsen LB, die sich mit solchen vermeintlich sicheren CDOs eingedeckt hatte, stand plötzlich in ihren aus Steuer- und Aufsichtsgründen nach Irland ausgelagerten Investmentvehikeln (auch »Conduits« genannt) vor roten Zahlen.

Die entscheidende Akteursgruppe in diesem Spiel der globalen Verkettung von Kreditrisiken waren die spekulativen Hedge Fonds sowie Investmentbanken. Die am engsten in das Kreditgeflecht verstrickten Akteure, die Hedge Fonds, fallen deshalb auch bereits reihenweise um. Das wäre im Grunde nicht weiter problematisch, würden sie ausschließlich mit den Einlagen ihrer Kunden – in der Regel äußerst vermögende Privatiers – arbeiten. Ihr Geschäftsmodell beruht aber zum einen auf dem sogenannten »Leverage«, das heißt sie arbeiten mit Kredithebeln, indem sie auf das Einlagenkapital ein Vielfaches an Fremdkapital aufnehmen. Mit dem derart vervielfachten Gesamtkapital werden dann unter anderem die risikoreichen Tranchen der strukturierten Finanzprodukte gekauft. Die Kredite für ihre Hebel bekommen sie von den großen Kreditinstituten, die in der Regel selbst auch solche Fonds betreiben. Zum anderen besteht ihr Modell in der Transformation von Fristen: Langfristige, wenig fungible und zum Teil illiquide und intransparente Vermögenswerte werden in der Regel kurzfristig finanziert. Der systemische Zündstoff liegt nun einerseits in diesem »Term Mismatch« begründet und andererseits in der intransparenten Investitionsstruktur.

Damit schließt sich der Kreditkreislauf mit dem Zwischenfazit, dass das globale Kreditsystem über Conduits und Spekulationsgeschäfte in den Einbruch des US-amerikanischen Hypotheken-

markts verstrickt ist. Die Verflechtung erklärt auch die Interventionen der großen Zentralbanken: das Kreditsystem drohte buchstäblich auszutrocknen. Das Misstrauen der Kreditinstitute untereinander kann potenziell zum Versiegen des Interbankenmarkts führen und es besteht nach wie vor die Gefahr, dass die kreditgebenden Banken ihre Positionen »herdenartig« liquidieren (müssen). Dann müssten viele strukturierte Produkte, für die es bislang überhaupt keine Marktpreise gibt, zwangsverkauft werden und würden eine Kettenreaktion auslösen. Durch die konzertierten Markteingriffe der Notenbanken wurde die fragile Kreditpyramide deshalb bisher lediglich notdürftig stabilisiert. Das reale Ausmaß der zu erwartenden Kredit- und Solvenzkrise ist aber durchaus absehbar.

3 Spielgeld und seine realen Konsequenzen

Nicht nur die USA selbst haben Interesse an einer starken Nachfrage in den USA, sondern die gesamte Weltwirtschaft, allen voran die großen Exportländer wie China, Japan, die OPEC-Staaten und Deutschland. Somit war der Immobilienboom in den USA lange Zeit im (zumindest kurzfristigen) Interesse aller Beteiligten. Nichtsdestotrotz haben nun die Ausfälle etlicher Subprime-Kreditgeber Auswirkungen auf andere Marktakteure und auf die Gesamtkonjunktur. Während von offizieller Seite beschwichtigend von einem »reinigenden Gewitter« gesprochen wird, das zu einer realistischeren Neubewertung der Risiken führe und insofern zu begrüßen sei, sprechen die Reaktionen der Regierungen und Notenbanken eine andere Sprache.

Der Grund dafür liegt in der zentralen Bedeutung von Kreditgeld für die Realökonomie. Das Wesen der Kreditfinanzierung ist es, wirtschaftliche Aktivitäten zu beschleunigen, indem das aggregierte Kaufkraftniveau angehoben wird. Das ist in den letzten Jahren durch die Niedrigzinspolitik Greenspans geschehen. Im Umkehrschluss bedeutet die aktuelle Zurückhaltung bei der Kreditvergabe eine Absenkung der Kaufkraft. Die Kreditausfälle sind zudem nicht auf den Immobilienmarkt begrenzt, sondern können sich ebenso auf CDOs bei Kreditkarten und Autokrediten und bei der Finanzierung von *Private-Equity*-Investitionen erstrecken. Was jetzt noch als Liquiditätskrise von Seiten der Banken verharmlost wird, kann schnell in eine Solvenzkrise umschlagen; mit gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen in Form eines (zunächst US-amerikanischen) Konjunkturerinbruchs durchaus mit globalen Ausmaßen.

Zwar können die Notenbanken weiter das Geld verbilligen, sie haben aber dennoch nur begrenzte direkte Kontrolle über die Geldmenge. Die Bereitschaft der Banken, die ihnen von den Notenbanken zugänglich gemachte Liquidität abzurufen, kann sie nicht direkt beeinflussen. Zudem wissen auch die Zentralbanken nicht, wo die Risiken liegen und welches Ausmaß sie haben. Kurz: die Mittel und Instrumente der Zentralbanken, die Krise aufzufangen, sind begrenzt.

4 Ein Zeitfenster für neue Spielregeln

Die limitierte Geldpolitik muss deshalb durch stärker präventiv wirkende, politische Maßnahmen ergänzt werden – in diesem Sinne muss die Krise als Chance für die regulativen Akteure genutzt werden. An erster Stelle müssten Hedge Fonds und die anderen Marktakteure und ihre Eigentümer (Großbanken, Investmentbanken) deutlich strenger reguliert werden. Nach den jüngsten Erfahrungen mit diesen Akteuren signalisieren mittlerweile auch die USA und Großbritannien Bereitschaft, die Spielregeln zu verschärfen. Allerdings ist diese Branche zum größten Teil in unregulierten Finanzstandorten anzutreffen, weshalb sich für eine effektive Kontrolle zunächst nur die Verschärfung der inländischen Banken- und Finanzmarktregulierung anbietet. Dazu zählt eine Eigenkapitalunterlegung für die Zweckgesellschaften (Conduits) ebenso wie eine erheblich höhere Risikogewichtung von Hedge-Fonds-Krediten und Kreditverbriefungen – dafür wäre lediglich eine geringfügige Änderung der Eigenkapitalregelung »Basel II« vonnöten. Durch solche und andere Maßnahmen werden nicht die Effizienzgewinne eines offenen Kapitalmarktes ausgeschaltet, sondern lediglich die aus den Fugen geratene Risikostruktur auf den Boden der Tatsachen gebracht.

Ausgewählte Veröffentlichungen des Referats »Internationale Politikanalyse«

Ernst Hillebrand

Zwischen alten Rezepten und neuen Herausforderungen: Die europäische Linke muss sich neu Orientieren

September 2007

Marius R. Busemeyer, Christian Kellermann, Alexander Petring, Andrej Stuchlík

Overstretching Solidarity? Trade Unions' National Perspectives on the European Economic and Social Model

September 2007

Marius Müller-Hennig

Multilateralismus maritim gedacht – Chancen globaler Ordnungspolitik mit den USA?

August 2007

Simone Leiber

Gestaltungsoptionen für ein »Soziales Europa«

Juli 2007

Kirsten E. Schulze

Mission Not So Impossible. The Aceh Monitoring Mission and Lessons learned for the EU

Juli 2007

Barbara Lippert

Die EU-Nachbarschaftspolitik in der Diskussion – Konzepte, Reformvorschläge und nationale Positionen [also available in English]

Juli 2007

Christian Kellermann, Thomas Rixen, Susanne Uhl

Unternehmensbesteuerung europäisch gestalten. [Kurzfassung; also available in English]

Juli 2007

Thomas Rixen, Susanne Uhl

Unternehmensbesteuerung europäisch gestalten. Gutachten im Auftrag der Friedrich-Ebert-Stiftung [also available in English]

Juni 2007

Udo Steinbach

Die widerspruchsvolle »Republik« – Iran auf dem Weg zu einer regionalen Vormacht?

Juni 2007

Michael Braun

Italien zwischen Berlusconi und Prodi – Aufbruch oder Stagnation?

Juni 2007

Thomas Rixen, Susanne Uhl

Unternehmensbesteuerung europäisch gestalten – mitgliedstaatliche Handlungsspielräume gewinnen

Juni 2007

Christian Kellermann, Jana Zitzler

Steuern im europäischen Wettbewerb. Unterbieten oder gemeinsam gestalten?

Mai 2007

Horst Mund, Kai Burmeister

Gewerkschaften vor der Herausforderung Europa – Nach der EU-Ratspräsidentschaft ist vor der Ratspräsidentschaft

Politik Info, Mai 2007

Uwe Wissenbach

The EU's effective multilateralism – but with whom? Functional multilateralism and the rise of China.

Europäische Politik, Mai 2007

Roger Hällhag

New Sweden: Crushing or Confirming a Social Democratic Model?

FES-Länderanalyse, April 2007

Diese und weitere Texte sind online verfügbar:
www.fes.de/internationalepolitik

Bestellungen bitte an:

Friedrich-Ebert-Stiftung
Internationale Politikanalyse
z. Hd. Ursula Müller
D-53170 Bonn

E-Mail: info.ipa@fes.de
Tel.: +49 (228) 883-212
Fax: +49 (228) 883-625
