

## Finanzmarktstabilität: Lehren aus der Hypotheken- und Kreditkrise

Markus Schreyer<sup>1</sup>

### Auf einen Blick

Die Stabilität des Finanzsystems ist gegenwärtig durch spekulative Übertreibungen auf den Kredit- und Verbriefungsmärkten gefährdet. Damit gehen erhebliche Belastungen für die reale Wirtschaftsentwicklung einher. Mehr Transparenz und Basel II werden das zentrale Problem, das Herdenverhalten auf den Finanzmärkten, alleine nicht lösen. Dauerhafte Finanzmarktstabilität erfordert zusätzlich ein antizyklisches Regulierungskonzept.

Die gegenwärtige Hypotheken- und Kreditkrise ist wie die nur wenige Jahre zurückliegende New Economy-Krise ein Beleg dafür, dass liberalisierte und unterregulierte Finanzmärkte zu substanzieller Instabilität neigen. Ein wesentlicher Grund hierfür liegt darin, dass sich die Wert- und Risikoeinschätzungen sowie die Risikobereitschaft der Finanzmarktakteure prozyklisch, also mit dem Konjunkturverlauf auf und ab bewegen. Positive Feedback-Effekte und Herdenverhalten führen im Aufschwung zu spekulativen Übertreibungen auf den Vermögensmärkten, die nach einer Phase des irrationalen Überschwangs mit dem Platzen von Vermögenspreislampen wieder in sich zusammenbrechen. In diesen immer wieder auftretenden Boom-Bust-Zyklen spiegelt sich Marktversagen wider, das mit erheblichen realen Wohlstandseinbußen verbunden sein kann.<sup>2</sup>

### Exzessive Kreditvergabe infolge von Marktversagen

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat ihre Ursache in Übertreibungen auf den Kredit- und Verbriefungsmärkten. Historisch niedrige Zinsen, steigende Immobilienpreise und ein günstiges makroökonomisches Umfeld haben immer mehr US-amerikanische Haushalte dazu veranlasst, Hypothekenkredite für

den Erwerb von Wohnimmobilien, aber auch zur Finanzierung anderer Konsumausgaben aufzunehmen. Gleichzeitig waren in den USA kaum regulierte Hypothekenbanken bereit, diese Kreditnachfrage zu befriedigen. Da die Immobilienpreise immer weiter anstiegen, kamen die Schuldner in den Genuss eines (imaginären) Vermögenszuwachses, während das Kreditportfolio der Banken den Eindruck der Solidität erweckte. Die Schuldner wurden so in die Lage versetzt, weitere Hypothekenkredite aufzunehmen, während die Banken bereitwillig weitere Hypothekenkredite vergaben. Dabei bekamen im Zuge sinkender Kreditvergabestandards auch immer mehr Haushalte mit geringerer Bonität Hypothekenkredite zuteil, nicht zuletzt da diese von den Hypothekenbanken an Investmentbanken weitergereicht werden konnten.

Die Investmentbanken wandelten die Hypothekenkredite in handelbare Wertpapiere um und verkauften sie weiter an andere Banken und Hedgefonds, die bereitwillig in diese vermeintlich lukrativen und sicheren Anlageformen investierten. Die Hedgefonds, die im Rahmen ihrer Anlagestrategien stark auf den Leverage-Effekt zurückgreifen, erhielten von den Investmentbanken zudem umfangreiche Kredite, während andere Banken zumeist spezielle, jedoch unterkapitalisierte Zweckgesellschaften gründeten, die sich über die Ausgabe von scheinbar risikolosen Geldmarktpapieren refinanzierten. Dabei dienten die mit den Hypothekenkrediten besicherten Wertpapiere als Sicherheiten. Da somit immer mehr Akteure auf weiter steigende Preise von US-Wohnimmobilien spekulierten, nahm die Menge an Krediten – insbesondere mit schlechter Qualität – und damit auch das Risiko auf den Finanzmärkten stark zu.

Es bedurfte nur eines kleinen negativen Schocks wie die ab 2004 wieder steigenden Zentralbankzinsen, und die Kredit- und Schuldenpyramide begann, in sich zusammenzufallen. Immer mehr US-amerikanische Haushalte konnten ihre variabel verzinslichen Hypothekenkredite nicht mehr bedienen. Die Kreditausfälle und Zwangsvollstreckungen nahmen folglich immer mehr zu, während die US-Wohnimmobilien und die mit den Hypothekenkrediten besicherten Wertpapiere an Wert verloren. Da die Kreditausfallraten erst 2008 ihren Höhepunkt erreichen werden, droht auch weiterhin ein hoher Abschreibungsbedarf auf Seiten des Finanzsektors. Über eine Kreditklemme und negative Vermögenseffekte kann sich dies negativ auf die reale Wirtschaftsentwicklung weltweit auswirken.<sup>3</sup>

## Kreditverbriefung erhöht systemisches Risiko

Die Kreditverbriefung trägt grundsätzlich dazu bei, die Effizienz und Stabilität der Finanzmärkte zu erhöhen. Gleichwohl existieren auch erhebliche Gefahrenpotenziale. So besteht beispielsweise die Möglichkeit, dass sich Banken nicht mehr wie früher für die Überwachung und Sicherung der Kreditqualität verantwortlich fühlen, da über den Verbriefungsmarkt Kredite und deren Risiken scheinbar auf andere Akteure übertragen werden können. Der Verkauf von Krediten verschafft einer Bank zudem Spielraum für neue Kreditgeschäfte, da diese nicht mehr mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Auf unterregulierten Finanzmärkten mag somit ein Anreiz bestehen, das frei gewordene Eigenkapital und die mit der Verbriefung erzielten Emissionserlöse für die Vergabe von mehr und riskanteren Krediten zu nutzen. Die sehr dynamische Entwicklung der Kredit- und Geldmengenaggregate, die in den letzten Jahren zu beobachten war, ist ein Indiz dafür, dass die Banken die Kreditverbriefung nicht substitutiv, sondern komplementär zur Kreditgewährung eingesetzt haben.

Es darf zudem nicht übersehen werden, dass mit der Kreditverbriefung die Risiken des Kreditgeschäfts auf den Finanzmärkten nicht verschwinden und diese auf Umwegen wieder in das Portfolio der Banken zurückgelangen können. So fällt beispielsweise bei einem Risikotransfer das Kreditrisiko auf die kreditverbriefende Bank zurück, wenn die Gegenpartei ihre Zusage, im Falle von Kreditausfällen einzuspringen, im Ernstfall nicht einhalten kann, weil sie selber in Zahlungsschwierigkeiten steckt. Infolge des Zusammenbruchs des Verbriefungsmarktes müssen die verbriefenden Banken nun zudem eine große Anzahl an Krediten und die damit verbundenen Risiken auf die eigenen Bücher nehmen, da eine Vielzahl potenzieller Investoren nicht mehr bereit ist, die Kredite zu übernehmen. Viele Investmentbanken sind auch als Kreditgeber der Hedgefonds unmittelbar an deren Geschäftsrisiken beteiligt. Dies gilt noch mehr für diejenigen Investmentbanken, die selbst eigene Hedgefonds betreiben. Auch die Kreditrisiken, die andere Banken über ihre außerhalb ihrer Bilanzen geführten Zweckgesellschaften akkumuliert haben, finden nunmehr über die geleisteten Kreditzusagen und gewährten Liquiditätslinien sukzessive wieder den Weg in die Bankbilanzen zurück.<sup>4</sup>

Insgesamt lassen sich somit viele Anhaltspunkte im Bankensektor finden, die trotz zuneh-

menden Verbriefungsvolumens nur für einen allenfalls eingeschränkten Transfer von Kreditrisiken sprechen. Über unterschiedliche Formen von Garantiezusagen sind die Nettoergebnisse der an der Verbriefung beteiligten Banken nunmehr enger aneinander gekoppelt. Diese stärkere gegenseitige Abhängigkeit sowie die hohe Kumulation von Kreditrisiken ist es, die den Bankensektor gegenwärtig in besonderem Maße von der makroökonomischen Entwicklung abhängig macht und ein hohes systemisches Risiko impliziert.<sup>5</sup>

### Transparenz und Basel II verhindern nicht Prozyklizität

Das Vorliegen von Marktversagen und die sich daraus ergebenden Risiken für die Finanzmarktstabilität sind ein wesentlicher Grund für die besondere staatliche Aufsicht und Regulierung des Banken- und Finanzsektors. Die gegenwärtige Krise macht dennoch deutlich, dass im bestehenden Aufsichts- und Regulierungssystem in den USA wie auch in Europa Defizite und Lücken existieren, die es zu schließen gilt. Manche Probleme dürften mit der Einführung der neuesten Regulierungsvorschriften von Basel II bereits gelöst sein. Dies betrifft beispielsweise den Anreiz, mit Konstruktionen wie den Zweckgesellschaften eine Art Regulierungsarbitrage zu betreiben, um so die kostspieligen Eigenkapital- und Großkreditvorschriften zu umgehen. Weitere, vieldiskutierte Reformvorschläge wie die Forderung nach mehr Transparenz auf allen Ebenen des Kreditverbriefungsprozesses sowie die nach einer stärkeren Kontrolle der Ratingagenturen sind zu befürworten. Dies dürfte dazu beitragen, Informationsasymmetrien zu verringern und die Vertrauens- und Liquiditätskrise an den Verbriefungs- und Geldmärkten zu lösen.

Ob mehr Transparenz und eine stärkere Selbstregulierung der Finanzmarktakteure alleine ausreicht, um Finanzmarktkrisen in Zukunft zu verhindern, ist jedoch vor dem Hintergrund der immer wieder auftretenden Übertreibungen auf den Finanzmärkten eher fraglich. So waren beispielsweise in den Geschäftsberichten der IKB und der SachsenLB die im Vergleich zum haftenden Eigenkapital exorbitant hohen Eventualverbindlichkeiten bereits frühzeitig ersichtlich. Die eigentliche Ursache der gegenwärtigen Finanzmarktkrise liegt daher weniger in einem Mangel an Transparenz, sondern vielmehr in den

falschen Risikoeinschätzungen auf Seiten der meisten Finanzmarktakteure einschließlich der Ratingagenturen. Letztere haben offensichtlich die Höhe potenzieller Verluste aus zweitklassigen Hypothekenkrediten und aus den darauf basierenden Verbriefungsprodukten sowie die Korrelation zwischen diesen beiden Vermögenswerten stark unterschätzt.

Mit den Ratingagenturen haben auch die angewandten quantitativen Risikobewertungsmodelle versagt. Tatsächlich scheinen sie das wahre Risiko auf den Finanzmärkten systematisch zu unterschätzen. So treten ungewöhnliche Marktphasen mit extremen Schwankungen von Vermögenspreisen empirisch häufiger auf, als es die in diesen Modellen zumeist getroffene Annahme der Normalverteilung von Risiken vorgibt. In Extremsituationen kann sich zudem die Korrelation zwischen Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken erheblich verändern, was ebenfalls in den Standardmodellen nicht berücksichtigt wird. Produktinnovationen auf den Finanzmärkten gehen zudem immer wieder mit neuen Risiken einher, für die ausreichende historische Erfahrungswerte und Datenreihen fehlen. Da sich im Rahmen von Basel II das von den Banken vorzuhaltende Eigenkapital noch enger an der aktuellen Risikoeinschätzung und den aktuellen Marktwerten ausrichtet, können die Risikobewertungsmodelle sogar direkt zu einer Erhöhung der Marktinstabilität beitragen. In einer ökonomischen Abschwungphase beispielsweise zeigen diese Modelle an, dass sich das Risiko des Kreditausfalls erhöht hat, so dass die Banken gezwungen sind, mehr Eigenkapital vorzuhalten. Dies dürfte ihre Bereitschaft, Kredite zu vergeben, verringern und damit den Abschwung weiter verschärfen.

Basel II und die bisherigen Risikobewertungsmodelle werden daher das prozyklische Muster in der Kreditvergabe des Bankensystems und anderer Finanzintermediäre, das eine wesentliche Ursache für die Übertreibungen auf den Finanzmärkten ist, nicht verhindern, sondern tendenziell eher verstärken. Eine Erhöhung der Eigenkapitalunterlegungspflicht, wie sie gegenwärtig zum Beispiel für Kredite an Hedgefonds diskutiert wird, mag grundsätzlich wünschenswert sein. Dem Problem der Prozyklizität setzt diese Maßnahme jedoch nichts entgegen. Von einer Konzentration auf einige wenige Standard-Risikobewertungsmodelle sollte ebenfalls Abstand genommen werden, da die Übernahme ähnlicher Modelle zum Herdenverhalten der Marktteilnehmer beitragen kann.<sup>6</sup>

## Finanzmarktstabilität durch antizyklische Regulierung

Finanzmarktstabilität ist eine notwendige Bedingung für nachhaltiges Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum und damit für eine dauerhafte Wohlstandsmehrung, dem eigentlichen Zweck allen Wirtschaftens. Die große Herausforderung für die Wirtschaftspolitik besteht gegenwärtig darin, die bisherigen aufsichtsrechtlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen so zu justieren, dass die Exzesse an den Kredit- und Verbriefungsmärkten in Zukunft ausbleiben. Ein wesentlicher Ansatzpunkt liegt in der korrekten Bewertung und Wiedergabe des systemischen Risikos. Hierbei gilt es zum einen, die bisherige Konzentration der Bankenregulierung auf das Ausfallrisiko einer einzelnen Bank zu überwinden und eine stärkere Systemperspektive zu etablieren, die das Risiko eines gemeinsamen Ausfalls mehrerer Banken und anderer Finanzintermediäre im Zuge makroökonomischer Schocks und globaler Ansteckungseffekte explizit berücksichtigt. Zum anderen ist es erforderlich, die Veränderung des systemischen Risikos im Konjunkturverlauf anhand der Entwicklung der Korrelation von Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken stärker zu beachten und transparenter zu machen.

Mehr Finanzmarktstabilität verlangt zugleich eine möglichst frühzeitige Kontrolle und Abwehr systemischer Risiken durch aufsichtsrechtliche und regulatorische Gegenmaßnahmen. Ziel muss es sein, der Prozyklizität der Finanzmärkte entgegenzuwirken. Ein mögliches antizyklisches Regulierungskonzept wäre ein flexibles System von Mindestreserven auf Finanz- und Sachaktiva, das die risikobasierten Eigenkapitalanforderungen von Basel II komplementär ergänzen würde. Hierbei würden alle Unterneh-

men der Finanzbranche verpflichtet, auf alle Aktiva Mindestreserven bei der Zentralbank zu hinterlegen. Die Mindestreservesätze würden dabei je nach Wert- und Risikoentwicklung zwischen den verschiedenen Aktivakategorien variieren. Nehmen beispielsweise die Systemrisiken infolge stark steigender Immobilienpreise zu, dann könnte die Zentralbank die Reservesätze auf Immobilienkredite anheben. Banken und andere Finanzintermediäre wären nunmehr gezwungen, mehr Zentralbankgeld zu halten, was eine Reduzierung ihres Kreditschöpfungspotenzials impliziert. Gleichzeitig würde sich ein Anreiz ergeben, die Kreditvergabe für spekulative Immobilienfinanzierungen zu verringern und mehr Liquidität für den Kauf weniger riskanter Finanz- und Sachaktiva bereitzustellen.<sup>7</sup>

Mit Hilfe dieses flexiblen Systems von Mindestreserven auf Sach- und Finanzaktiva, das erhebliche Parallelen zum Konzept der antizyklischen Fiskalpolitik aufweist, könnte die Zentralbank nicht nur auf das Kreditwachstum, die Preissteigerungen von Vermögenswerten und auf den Konjunkturzyklus stabilisierend einwirken. Zugleich würde die Zinspolitik entlastet. Diese könnte sich nunmehr auf das Ziel der Preisstabilität konzentrieren, während die Mindestreserverpolitik für das Ziel der Finanzmarktstabilität, mit besonderem Augenmerk auf drohende Vermögenspreisblasen, eingesetzt werden würde. Insgesamt würde dieses antizyklische Regulierungskonzept einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, dass sich die Finanzmarktakteure in Zukunft weniger riskant und spekulativ verhalten und die Volkswirtschaften infolge des Ausbleibens zyklisch wiederkehrender Finanzmarktkrisen wieder auf einen stabileren und höheren Wachstumspfad zurückkehren.

1 Der Autor ist Referent in der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung.

2 Vgl. Borio, Claudio E.V. (2007): Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy, Bank for International Settlements Working Papers Nr. 237.

3 Vgl. Deutsche Bundesbank (2007): Finanzstabilitätsbericht 2007, Frankfurt a.M.

4 Vgl. Rudolph, Bernd (2007): Kreditrisikotransfer – Abbau alter gegen den Aufbau neuer Risiken?, Diskussionspapier 2007-05, Fakultät für Betriebswirtschaftslehre, Ludwig-Maximilians-Universität München.

5 Vgl. Sachverständigenrat (2007): Das Erreichte nicht verspielen, Jahresgutachten 2007/08, insb. Kapitel 3.

6 Vgl. International Monetary Fund (2007): Global Financial Stability Report, Washington, DC, insb. Kapitel 2.

7 Vgl. Palley, Thomas (2000): Asset Price Bubbles and the Case for Asset-Based Reserve Requirements, in: Challenge, Bd. 46, Nr. 3; vgl. auch Weller, Christian E. und Sabatini, Kate (2007): Managing Financial Risks as Markets Move, Report (Oktober), Center for American Progress, Washington, DC.