

Der Ordnungspolitische Kommentar

Nr. 7/2008

1. Juli 2008

Wenn nicht jetzt, wann dann? – oder: Was lernen wir aus der Subprime-Krise?

Von Nadine Kalwey

Im Juli vergangenen Jahres 2007 erregte die Nachricht von dem drastischen Einbruch des amerikanischen Dow Jones Indexes weltweit die Gemüter, spiegelten sich hierin doch erstmals die Anfang des Jahres bekannt gewordenen Probleme im US-amerikanischen Bau-, Immobilien- und Hypothekemarkt wider. Die Befürchtung, dass diese Krise weltweite Ausmaße annehmen würde, bestätigte sich am 30.07.2007 mit der Meldung, dass die Deutsche Industriebank (IKB) Abschreibungen in Milliardenhöhe vornehmen müsse. Sie hatte der Rhineland Funding Capital, einer sog. Zweckgesellschaft, Kreditlinien in Milliardenhöhe gewährt, die aufgrund der Wertverluste im amerikanischen Subprime-Sektor in Anspruch genommen werden mussten. In den folgenden Monaten waren die Nachrichten aus der Finanzwelt geprägt von weiteren Horrormeldungen über Milliardenabschreibungen bei einer Reihe von Banken im In- und Ausland, vom Beinahe-Kollaps der Düsseldorfer IKB und der Sachsen LB sowie der US-amerikanischen Investmentbank Bear Stearns.

Ursächlich für die Krise auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt ist das Zusammenspiel verschiedener Faktoren: Niedrige Zinsen für Hypothekendarlehen trieben die Nachfrage nach Immobilien an, zudem waren die Investoren nach dem Platzen der Dotcom-Blase auf der Suche nach „sicheren“ Anlagemöglichkeiten. Niedrige Kreditvergabe-Standards und die damit einhergehende zunehmende Kreditvergabe an Subprime-Kunden, d.h. an Kunden mit geringer Bonität, zu variablen Zinssätzen erhöhte das Risiko von Kreditausfällen. Steigende Immobilienpreise heizten das Kreditwachstum zusätzlich an, da die Sicherheiten der Kreditnehmer an Wert gewannen. Im Rahmen der sog. Kreditverbriefung veräußerten die Banken einzelne Kredite, die zu komplexen, den sog. strukturierten Wertpapieren zusammengefasst und an internationale Finanzinvestoren verkauft wurden. Da die Forderungen so wie durch Zauberhand aus ihren Bilanzen verschwanden, konnten die Banken zusätzliche liquide Mittel freisetzen und ihre teilweise risikoreiche Kreditvergabe weiter ausweiten. Dieses

Konstrukt ging so lange gut, bis steigende Zinsen in den USA zu einer höheren Belastung der Kreditnehmer und damit zu einem Anstieg der Kreditausfälle führten. Die Ratingagenturen mussten ihre Bewertungen für die strukturierten Wertpapiere korrigieren, was zu hohen Wertverlusten bei Investoren und Banken und damit zu Liquiditätsengpässen führte.

Notenbanken und Steuerzahler springen den Finanzmärkten bei

Als Reaktion auf die Krise lassen sich im Wesentlichen drei Maßnahmen ausmachen. Zum einen versorgten die Zentralbanken die Banken mit zusätzlicher Liquidität. Die US-amerikanische Notenbank (Fed) senkte ihren Leitzins zudem innerhalb von acht Monaten von 4,75% auf 2%. Diese geldpolitischen Aktionen wurden flankiert von einer Reihe von staatlichen Rettungsmaßnahmen im In- und Ausland. Die Bank of England scheiterte mit dem Versuch, die britische Hypothekensbank Northern Rock aufzupäppeln. Im Februar 2008 wurde die Bank schließlich verstaatlicht. Die deutsche IKB, die beiden Landesbanken Sachsen LB und Bayern LB konnten ebenfalls nur mit Finanzspritzen in Milliardenhöhe und Kreditzusagen der beiden Bundesländer am Leben gehalten werden. Jenseits des Atlantiks blieb auch die Fed nicht untätig und machte der Handelsbank JP Morgan Chase die Übernahme der angeschlagenen Investmentbank Bear Stearns mit einer Bürgschaft in Höhe von 30 Mrd. US-Dollar schmackhaft.

Des Weiteren haben Forderungen nach einer neuen, umfassenden Finanzmarktregulierung Hochkonjunktur. Von mehr Transparenz und einem besseren Liquiditäts- und Risikomanagement ist die Rede, auch von strengeren Regeln zur Bewertung von Vermögenswerten. Aus Bankenkreisen war plötzlich zu vernehmen, dass ein Marktversagen vorliegen könnte. Selbst der Bundespräsident meldete sich zu Wort und verglich die Finanzmärkte mit einem „Monster“, welches es zu stoppen und zu beschneiden gelte (*Stern*-Interview vom 14. Mai 2008).

Doch die Krise ist vorrangig entstanden, weil die Anreizstrukturen nicht stimmten. Hieran sollte man daher arbeiten, damit die Banken und andere Finanzinstitutionen sich künftig nicht dazu verleiten lassen, derart hohe und offenbar unüberschaubare Risiken einzugehen. Zwei Lehren sind zu beherzigen:

Lehre 1: Konsequente Umsetzung bestehender Regelungen

Die Forderungen nach mehr Transparenz und besserem Risikomanagement sind weder neu noch sonderlich innovativ und in jedem guten Lehrbuch zur Regulierungstheorie nachzulesen. In den Vorschriften des Basel II-Abkommens wurde dieser Erkenntnis größtenteils Rechnung getragen. Die Krux liegt aber darin, dass niemand sich verpflichtet zu fühlen scheint, diese konsequent anzuwenden bzw. sie – nicht nur aufgrund der Weigerung der USA, diese anzuerkennen – erst seit Januar 2007 in Kraft sind und nur wenig Zeit hatten, ihre Wirkung zu entfalten. Forderungen nach einer stärkeren Regulierung von innovativen Finanzprodukten erscheinen zudem wenig sinnvoll, denn generell dienen diese Produkte der Streuung des Risikos und sind daher als effizient zu betrachten. Die Entstehung dieser Instrumente zu beschneiden, wäre daher wenig sinnvoll, da sie die Unsicherheit auf den Finanzmärkten erhöhen und voraussichtlich zu Umgehungsmaßnahmen seitens der Finanzinstitutionen führen würde. Da diese Produkte sich zudem rasant entwickeln, drohte eine Regulierung ständig hinterherzulaufen und letztendlich in einem Wust von Vorschriften zu resultieren, die die Finanzmärkte in der Ausübung ihrer Funktionen, wie z.B. der Risikotransformation, einschränken. Sinnvoller als ein neues, auf die aktuelle Krise zugeschnittenes ad-hoc Regelwerk ist daher die konsequente Anwendung bestehender Vorschriften wie Basel II sowie eine stärkere Verzahnung der nationalen Aufsichtsbehörden mit einer eindeutigen Zuteilung der Aufgaben. Nur so kann in Zukunft der Aufbau von derartigen Ungleichgewichten verhindert werden.

Lehre 2: Änderung der Anreizstrukturen

Hinsichtlich der geldpolitischen Maßnahmen ist anzumerken, dass übermäßige Liquidität im Markt über kurz oder lang zu Instabilitäten führt, denn sie verstärkt den Renditehunger der Investoren und verleitet sie dazu, hohe Risiken einzugehen. Eigentlich ist dies keine neue Erkenntnis, haben doch u.a. die Erfahrungen in Japan in den 1990er Jahren sowie das Platzen der Dotcom-Blase zu Beginn dieses Jahrhunderts eindrucksvoll bewiesen, dass zu viel (günstige) Liquidität zum Aufbau von Überkapazitäten und spekulativen Blasen führt. Doch die Lernkurve der Akteure, insbesondere die der Notenbanker, zeigt in diesem Fall offenbar nicht nach oben: Der Aufbau der Ungleichgewichte auf dem US-amerikanischen Hypothekenmarkt wurde wiederum wesentlich durch die Niedrigzinspolitik der US-amerikanischen

Notenbank in den letzten Jahren der Amtsperiode von Alan Greenspan alimentiert. Die asymmetrische Reaktion der Geldpolitik, d.h. zögerliche Zinserhöhungen während des Aufschwungs, drastische Zinssenkungen in Zeiten des Abschwungs, verstärkt das Moral Hazard-Verhalten der Investoren, da diese darauf vertrauen können, in Krisenzeiten mit billigem Geld versorgt zu werden, und daher verstärkt Risiken eingehen. Eine symmetrisch ausgerichtete Geldpolitik würde Fehleinschätzungen hinsichtlich des Risikos durch die Investoren vermeiden und so den Aufbau von spekulativen Blasen beschränken.

Auch die Rettungsaktionen für einzelne Banken sind aus Anreizgesichtspunkten kritisch zu beurteilen. Zwar mag das Eingreifen der Fed im Falle von Bear Sterns notwendig gewesen sein, um eine Kettenreaktion im Bankensystem zu verhindern; ordnungspolitisch ist es jedoch in höchstem Maße fragwürdig, dass die US-amerikanische Notenbank für die Fehler einer privaten Investmentbank gerade steht. Gleiches gilt für das Eingreifen des deutschen Staates im Falle der IKB, in deren Aufsichtsrat pikanterweise das Bundesfinanzministerium vertreten war und ist. Zudem waren es hierzulande neben den privaten Geschäftsbanken eben gerade die mehrheitlich im Besitz der Länder befindlichen Landesbanken, die sich in hohem Maße im US-amerikanischen Subprime-Markt engagiert haben. In beiden Fällen übernehmen die Verluste die Anteilseigner der Institute. Während dies im Falle der privaten Geschäftsbanken vornehmlich private Anleger sind, was völlig in Ordnung ist, sind es bei den öffentlich-rechtlichen Instituten die Länder und damit die Bürger, die die Verluste tragen, was man nicht gut finden kann.

Das Gefährliche an derartigen staatlichen Interventionen ist, dass sich die Finanzmarktakteure auch in Zukunft in der Gewissheit wiegen können, der Staat werde schon einspringen, sobald etwas schief läuft. Vor diesem Hintergrund erscheinen hierzulande die Rufe aus der Politik nach einer Änderung der Vergütungsstruktur für Bankmanager bei gleichzeitiger Ankündigung von Rettungsmaßnahmen für angeschlagene Landesbanken als blanker Hohn.

Es wird daher allerhöchste Zeit, dass die Lernkurve bei allen beteiligten Akteuren signifikant ansteigt. Denn sonst wird gelten: Nach der Krise ist vor der Krise.

(9073 Zeichen)

Dieser Ordnungspolitische Kommentar reflektiert die Meinung des Autors, nicht notwendigerweise die des Instituts für Wirtschaftspolitik oder des Otto-Wolff-Instituts für Wirtschaftsordnung. Der Inhalt kann vollständig oder auszugsweise bei Erwähnung des Autors zu Publikationszwecken verwendet werden. Für weitere Informationen und Rückfragen zum Inhalt wenden Sie sich bitte direkt an den Autor.

Dipl.-Volkswirtin Nadine Kalwey ist wissenschaftliche Mitarbeiterin am Wirtschaftspolitischen Seminar an der Universität zu Köln. **Kontakt:** Tel. 0221-470 3449 oder email: nadine.kalwey@uni-koeln.de.