

Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets (Hg.)

**Die aktuelle Finanzkrise:
Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft**

Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft

Herausgegeben von

Prof. Dr. Thomas Apolte, Münster
Prof. Dr. Martin Leschke, Bayreuth
Prof. Dr. Albrecht F. Michler, Düsseldorf
Prof. Dr. Christian Müller, Münster
Prof. Dr. Stefan Voigt, Hamburg
Prof. Dr. Dirk Wentzel, Pforzheim

Redaktion: Dr. Hannelore Hamel

Band 93: Die aktuelle Finanzkrise:
Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft



Lucius & Lucius · Stuttgart · 2011

Die aktuelle Finanzkrise

Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft

Herausgegeben von

Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets

Mit Beiträgen und Kommentaren von

Thomas Apolte, Kira Baranova, Hanno Beck, Christoph J. Börner, Diemo Dietrich, Henning Eckermann, Justus Haucap, Achim Hauck, Ulrich Heimeshoff, Cordelius Ilgmann, Thomas Jost, Helmut Konjetzky, Malte Krüger, Patrick Leis, Axel Lindner, Tobias Knedlik, Martin Leschke, Martin Mandler, Albrecht F. Michler, Ulrike Neyer, Thorsten Polleit, Gerhard Rösl, Martin Sauermann, Peter Sass, Wolf Schäfer, Rahel Schomaker, Franz Seitz, Heinz-Dieter Smeets, H. Jörg Thieme, André Uhde, Michael Vogelsang, Uwe Vollmer, Paul J.J. Welfens



Lucius & Lucius · Stuttgart · 2011

Anschriften der Herausgeber:

Prof. Dr. Albrecht F. Michler
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Universitätsstraße 1, Geb. 23.32
40225 Düsseldorf
michler@uni-duesseldorf.de

Prof. Dr. Heinz-Dieter Smeets
Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf
Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Universitätsstraße 1, Geb. 23.32
40225 Düsseldorf
smeetsd@uni-duesseldorf.de

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

(Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft; Bd. 93)
ISBN 978-3-8282-0538-3

© Lucius & Lucius Verlags-GmbH • Stuttgart • 2011
Gerokstraße 51 • D-70184 Stuttgart

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Umschlaggestaltung: Isabelle Devaux, Stuttgart

Druck und Einband: ROSCH-BUCH Druckerei GmbH, 96110 Scheßlitz
Printed in Germany

ISBN 978-3-8282-0538-3
ISSN 1432-9220

Vorwort zur Schriftenreihe

Im Jahre 1954 hat *K. Paul Hensel* an der Universität Freiburg seine Habilitationsschrift zum Thema „Einführung in die Theorie der Zentralverwaltungswirtschaft – Eine vergleichende Untersuchung idealtypischer wirtschaftlicher Lenkungssysteme an Hand des Problems der Wirtschaftsrechnung“ publiziert. Mit dieser Arbeit, die bis heute grundlegende Erkenntnisse des wirtschaftlichen Systemvergleichs vermittelt, wurde zugleich die *Schriftenreihe zum Vergleich wirtschaftlicher Lenkungssysteme* begründet. Seit der Berufung *Hensels* an die Universität Marburg im Jahre 1957 hat die Schriftenreihe bei Wissenschaftlern, die sich der Ordnungsökonomik und Institutionentheorie verbunden fühlen, hohe Wertschätzung gewonnen.

K. Paul Hensel war ein Schüler von *Walter Eucken* und hat dessen Lehre weitergeführt. Nach *Hensels* Tod 1975 haben seine zahlreichen Schüler sowie sein Nachfolger, *Alfred Schüller*, das wissenschaftliche Vermächtnis *Hensels* fortgeführt und weiterentwickelt. Bis heute kommen sie jedes Frühjahr zu dem von *Hensel* gegründeten *Forschungsseminar Radein zusammen*, aus dem inzwischen zahlreiche ordnungsökonomische Publikationen hervorgegangen sind.

Eine wissenschaftliche Zäsur erfuhr die Ordnungsökonomik im Jahre 1989, als der von ihr prognostizierte Zusammenbruch der sozialistischen Wirtschaftssysteme den wissenschaftlichen Schwerpunkt vom Ost-West-Vergleich auf das weite Feld der Ordnungs- und Institutionenökonomik führte. Folgerichtig wurde die Reihe einige Jahre später umbenannt in *Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft*. Bis heute widmet sie sich grundlegenden Fragen, etwa der Wirtschafts- und Sozialpolitik, der Europäischen Integration, der Finanzmärkte, des Gesundheitswesens, der Migration, der Energieversorgung sowie der demografischen Entwicklung.

Die bisherigen Herausgeber: *Gernot Gutmann*, *Hannelore Hamel*, *Helmut Leipold*, *Alfred Schüller*, *H. Jörg Thieme* und *Stefan Voigt* sind – mit Ausnahme von *Voigt* – im Ruhestand und geben ihr Amt in neue Hände. Wir fühlen uns als neue Herausgeber der ordnungsökonomischen Tradition verpflichtet und haben dieses Amt gerne übernommen: *Thomas Apolte* (Universität Münster), *Martin Leschke* (Universität Bayreuth), *Albrecht F. Michler* (Universität Düsseldorf), *Christian Müller* (Universität Münster), *Stefan Voigt* (Universität Hamburg) und *Dirk Wentzel* (Hochschule Pforzheim).

Den alten Herausgebern sei für ihre langjährige Arbeit und ihr großes Engagement herzlich gedankt.

Im Februar 2011

Die Herausgeber

Vorwort

Schwierigkeiten in einem kleinen Segment des amerikanischen Hypothekenmarktes (Subprime-Kredite) führten seit dem Frühjahr 2007 zu einem starken Anstieg von Zahlungsausfällen, der in der Folgezeit zu Neubewertungen von (verbrieften) Krediten, Auflösung von Kredit-Portfolios bis hin zum Zusammenbruch von Finanzinstituten führte. Seinen Höhepunkt erreichte diese Entwicklung mit dem Zusammenbruch der amerikanischen Investmentbank *Lehman Brothers* im September 2008. Diese zunächst auf die USA begrenzte Entwicklung erfasste aber schon früh auch Banken außerhalb der Vereinigten Staaten, die zudem gar kein eigenes Hypothekengeschäft betrieben. In Deutschland waren es die *Deutsche Industriebank AG* (IKB) und die *Sachsen LB*, die aufgrund von Fehlspekulationen am US-amerikanischen Immobilienmarkt bereits im Sommer 2007 in die Krise gerieten. Dramatische Ausmaße nahmen die Verluste dann bei dem Münchener Immobilienfinanzierer *Hypo Real Estate* (HRE) an, die eine groß angelegte Rettungsaktion des Staates auslösten, welche zu staatlichen Bürgschaften in Höhe von über 100 Mrd. Euro führte.

Doch die anfängliche Bankenkrise blieb nicht auf die Finanzmärkte beschränkt, sondern erfasste ab dem Herbst 2008 zunehmend auch den realwirtschaftlichen Bereich, was letztlich in vielen Ländern zur schwersten Rezession nach dem Zweiten Weltkrieg führte. Darüber hinaus hatten staatliche Rettungsaktionen und Konjunkturprogramme einen rasanten Anstieg der Staatsverschuldung zur Folge, so dass manche Länder gegenwärtig einen Staatsbankrott fürchten. Die Finanzkrise hat somit die Staatsverschuldung und deren Probleme (erneut) in den Fokus einer breiteren Öffentlichkeit gerückt. Umfangreiche Ausgabenprogramme, staatliche Bürgschaften und konjunkturbedingte Steuermindereinnahmen führ(ten) zweifelsfrei zu explodierenden Staatsdefiziten und damit auch immer höheren Schuldenständen in der Zukunft.

Im Mittelpunkt der Staatsschuldenkrise stehen gegenwärtig Griechenland und Irland. So bat die griechische Regierung am 23. April 2010 die übrigen Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion sowie den Internationalen Währungsfonds (IWF) offiziell um Hilfe, die von beiden in Form von Krediten bis zu einer Höhe von insgesamt 110 Mrd. Euro bereitgestellt wurde. Doch bereits eine Woche später, am 9. Mai 2010, einigten sich die Euro-Mitgliedsländer und der IWF auf einen weiteren 750 Mrd. Euro umfassenden Rettungsfonds, um weitere Länder stützen zu können. Diesen Fonds nahm Irland Anfang Dezember 2010 als erstes Land in Höhe von etwa 85 Mrd. Euro in Anspruch. Weitere Länder wie Portugal, aber auch Spanien, Italien und Belgien gehören zu den ebenfalls gefährdeten Ländern.

Vor diesem Hintergrund untersuchen die Beiträge des 2010 stattgefundenen 43. Forschungsseminars Radein die Ursachen und Wirkungen der aktuellen Krise sowie die – insbesondere von den jeweiligen Regierungen und Notenbanken – ergriffenen Maßnahmen zu ihrer Überwindung. Dabei stehen jedoch die Entwicklungen in Deutschland und Europa im Vordergrund. Ferner wurden prozess- und insbesondere ordnungspolitische Veränderungen erörtert, durch die sich künftige Finanzkrisen vermeiden lassen.

Das Seminar fand statt im „Zirmerhof“ im Südtiroler Bergdorf Radein. Eine Woche lang haben mehr als fünfzig Wissenschaftler und Praktiker Vorträge sowie Korreferate gehalten und diese intensiv diskutiert – in der Einsamkeit und Abgeschlossenheit einer wunderschönen Bergwelt.

Die wissenschaftlichen Leiter des 43. Radeiner Forschungsseminars und Herausgeber dieses Bandes danken allen Seminarteilnehmern für Vorträge, Kommentare und anregende Kritik sowie der Familie *Perwanger* für die wie immer vorzügliche Betreuung während der Seminarwoche. Unser Dank gilt auch dem Präsidenten der Hauptverwaltung Düsseldorf der Deutschen Bundesbank, Herrn *Norbert Matysik*, der als Keynote-Speaker seine Analyse aus der Sicht eines Notenbankers vorgetragen hat. Für Sorgfalt und hohen Arbeitsaufwand bei der Vorbereitung des druckfertigen Buchmanuskripts danken die Herausgeber Frau *Laura Cüppers* sowie Frau *Rebecca Rothe*. Besonderer Dank gilt auch Herrn Prof. Dr. *Alfred Schüller* von der *Marburger Gesellschaft für Ordnungsfragen der Wirtschaft e.V.* und Frau Dr. *Hannelore Hamel*, die die Abschlussredaktion in gewohnt akribischer Art durchgeführt bzw. finanziell unterstützt haben.

Nicht zuletzt möchten wir uns ganz besonders bei der *DZ Bank-Stiftung*, der *Stiftung Geld und Währung* sowie der *Konrad-Henkel-Stiftung*, Düsseldorf, bedanken, die durch ihre finanzielle Unterstützung entscheidend dazu beigetragen haben, dass das Seminar in dieser Form stattfinden und dieses Buch publiziert werden konnte.

Düsseldorf, im April 2011

Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets

Inhalt

Teil I: Ursachen und Verlauf der aktuellen Krise

<i>Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets</i> Die Finanzkrise: Ursachen, Wirkungen und Maßnahmen	3
<i>Helmut Konjetzky und Patrick Leis</i> Verbriefung: Ursache oder Lösung der Finanzmarktkrise?	33
<i>Christoph J. Börner und Martin Saueremann</i> Die Bankenkrise aus betriebswirtschaftlicher Sicht	55
<i>Achim Hauck und Ulrike Neyer</i> Der Interbankenmarkt und das Liquiditätsmanagement des Eurosystems in der aktuellen Finanzkrise	77
Kommentar: <i>Martin Mandler</i>	104
<i>Heinz-Dieter Smeets</i> Finanzkrise, Realwirtschaft und Staat	109
Kommentar: <i>Martin Leschke</i>	145

Teil II: Krisenbewältigung und Krisenvermeidung in der Zukunft

<i>H. Jörg Thieme und Uwe Vollmer</i> Rolle der Notenbanken nach der Finanzkrise: Reform von Zentralbankstruktur und Geldpolitik	155
Kommentar: <i>Thomas Apolte</i>	181
<i>Justus Haucap, Ulrich Heimeshoff und André Uhde</i> Zur Neuregulierung des Bankensektors nach der Finanzkrise: Bewertung der Reformvorhaben der EU aus ordnungspolitischer Sicht	185
Kommentar: <i>Malte Krüger</i>	208
<i>Paul J. J. Welfens</i> Rating, Kapitalmarktssignale und Risikomanagement: Reformansätze nach der transatlantischen Bankenkrise	213
Kommentar: <i>Hanno Beck</i>	242
<i>Thorsten Polleit</i> Bank Credit and the Business Cycle	247

<i>Gerhard Rösl und Wolf Schäfer</i> Staatliche Insolvenzen, freiwilliger Austritt und Zwangsausschluss aus der Europäischen Währungsunion	261
Kommentar: <i>Peter Sass</i>	270

<i>Michael Vogelsang</i> Ausgleichsforderungen und Bilanzlücken bei Banken. Kann das Instrument der Jahre 1948 und 1990 an die heutigen Anforderungen angepasst werden?.....	275
Kommentar: <i>Cordelius Ilgmann</i>	293

Teil III: Weltwirtschaftliche Auswirkungen der Finanzkrise

<i>Diemo Dietrich, Axel Lindner und Tobias Knedlik</i> Mittel- und Osteuropa in der Weltfinanzkrise: Simultanes Auftreten von Banken- und Währungskrisen	301
Kommentar: <i>Henning Eckermann</i>	323

<i>Albrecht F. Michler und Franz Seitz</i> Internationale Kapitalströme vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise	325
Kommentar: <i>Thomas Jost</i>	353

<i>Kira Baranova und Rahel Schomaker</i> Die Auswirkungen der Finanzkrise auf Emerging Markets. Die Beispiele Russische Föderation und Vereinigte Arabische Emirate	357
Kommentar: <i>Achim Hauck</i>	384

Autoren- und Seminarteilnehmer	389
---	-----

Teil I:
Ursachen und Verlauf der aktuellen Krise

*Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets (Hg.)
Die aktuelle Finanzkrise: Bestandsaufnahme und Lehren für die Zukunft
Schriften zu Ordnungsfragen der Wirtschaft · Band 93 · Stuttgart · 2011*

Die Finanzkrise: Ursachen, Wirkungen und Maßnahmen

Albrecht F. Michler und Heinz-Dieter Smeets

Inhalt

1. Einleitung.....	4
2. Ausmaß und Vergleich	4
3. Ursachen der aktuellen Finanzkrise.....	6
4. Wirkungen im Bankenbereich	11
5. Realwirtschaftliche Wirkungen	14
6. Maßnahmen zur Krisenbekämpfung	15
6.1. Geldpolitische Reaktionen.....	15
6.2. Staatliche Hilfsprogramme	20
6.3. Stabilisierung des Bankensektors	24
7. Ausblick – oder: Wie lassen sich künftige Krisen vermeiden?	28
Literatur	30

1. Einleitung

Schwierigkeiten in einem kleinen Segment des amerikanischen Hypothekenmarktes (Subprime-Kredite) führten seit dem Frühjahr 2007 zu einem starken Anstieg von Zahlungsausfällen, der in der Folgezeit zu Neubewertungen von (verbrieften) Krediten, Auflösung von Kredit-Portfolios bis hin zum Zusammenbruch von Finanzinstituten führte. Seinen Höhepunkt erreichte diese Entwicklung mit dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank *Lehman Brothers* im September 2008. Diese zunächst auf die USA begrenzte Entwicklung erfasste aber schon früh auch Banken außerhalb der Vereinigten Staaten, die zudem gar kein eigenes Hypothekengeschäft betrieben (*Franke und Krahen* 2007, S. 13). In Deutschland waren es die *Deutsche Industriebank AG* (IKB) und die *Sachsen LB*, die aufgrund von Fehlspekulationen am US-Immobilienmarkt bereits im Sommer 2007 in die Krise gerieten. Dramatische Ausmaße nahmen die Verluste dann bei dem Münchener Immobilienfinanzierer *Hypo Real Estate* (HRE) an, die eine groß angelegte Rettungsaktion des Staates auslösten, welche zu staatlichen Bürgschaften in Höhe von insgesamt 100 Mrd. Euro führte. Schätzungen über Wertverluste auf US-Kredite und -Wertpapiere für die Jahre von 2007 bis 2010 ergaben zwischenzeitlich einen Abschreibungsbedarf in den USA und Europa von rund 4 Bio. US-Dollar (*IMF* 2009).

Doch die anfängliche Bankenkrise blieb nicht auf die Finanzmärkte beschränkt, sondern erfasste ab dem Herbst 2008 zunehmend auch den realwirtschaftlichen Bereich, was letztlich in vielen Ländern zur schwersten Rezession nach dem Zweiten Weltkrieg führte. Darüber hinaus hatten staatliche Rettungsaktionen und Konjunkturprogramme einen rasanten Anstieg der Staatsverschuldung zur Folge, so dass manche Länder gegenwärtig einen Staatsbankrott fürchten.

Vor diesem Hintergrund untersuchen die Beiträge des 43. Forschungsseminars Radein die Ursachen und Wirkungen der aktuellen Krise sowie die – insbesondere von den jeweiligen Regierungen und Notenbanken – ergriffenen Maßnahmen zu ihrer Überwindung. Obgleich die Entwicklungen in den USA und im Euro-Währungsgebiet bzw. Deutschland dabei im Vordergrund stehen, betrachten *Michler* und *Seitz* in ihrem Beitrag Rückwirkungen auf die internationalen Kapitalbewegungen unter spezieller Berücksichtigung der Emerging Markets. Die Auswirkungen der Krise auf einzelne Emerging Markets untersuchen *Baranova* und *Schomaker* anhand der Russischen Föderation und der Vereinigten Arabischen Emirate, während *Dietrich*, *Knedlik* und *Lindner* das simultane Auftreten von Banken- und Währungskrisen in Mittel- und Osteuropa analysieren. Dieser einführende Überblick soll dabei auf der einen Seite die verbindende Klammer zwischen den folgenden – jeweils spezifische Probleme untersuchenden – Beiträgen bilden, auf der anderen Seite aber auch auf Aspekte hinweisen, die in den Beiträgen nicht weiter vertieft werden.

2. Ausmaß und Vergleich

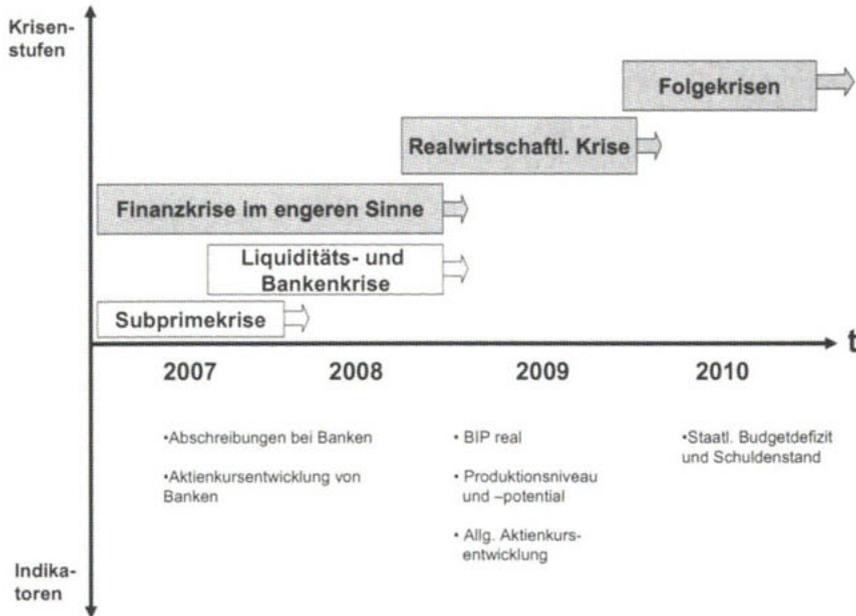
Von vielen Beobachtern wird die gegenwärtige (Finanz-)Krise als die schwerste Krise nach dem Zweiten Weltkrieg oder gar seit der Weltwirtschaftskrise zu Beginn der

30er Jahre des letzten Jahrhunderts angesehen. Für einen solchen Vergleich erscheint es sinnvoll, Finanzkrisen in ihre verschiedenen Komponenten oder Phasen einzuteilen und aussagekräftige Indikatoren für die einzelnen Entwicklungen anzugeben. Abbildung 1 fasst diese Überlegungen zusammen und geht dabei von den folgenden drei Teilaspekten einer Finanzkrise aus, die jedoch nicht immer alle gemeinsam auftreten müssen:

1. Finanzkrise im engeren Sinne,
2. Realwirtschaftliche Krise und
3. Folgekrisen wie etwa eine staatliche Verschuldungskrise.

Die Schwere einer Finanzkrise lässt sich demnach sowohl anhand der einzelnen Phasen und deren Indikatoren ermitteln, als auch daran, in welchem Umfang die einzelnen Teilaspekte auftreten und damit möglicherweise zu einer Verschärfung und Verlängerung der Krise beitragen.

Abbildung 1: Stufen einer Finanzkrise im Zeitablauf



Eigene Darstellung.

Betrachtet man die einzelnen in Abbildung 1 aufgeführten Indikatoren sowie den Gesamtumfang der aktuellen Finanzkrise, so ergibt sich wohl kaum ein Zweifel daran, dass es sich um eine herausragende Krise handelt. Im Rahmen der Finanzkrise im engeren Sinne haben zum Beispiel Abschreibungen bei Banken und Kursverluste bei Aktien historische Höchststände erreicht – insbesondere wenn man die Entwicklung nicht auf ein einzelnes Land beschränkt, sondern in der weltwirtschaftlichen Summe betrachtet. Das weltweite Übergreifen der zunächst ausschließlich amerikanischen Finanzkrise hat dann auch dazu geführt, dass es in außergewöhnlich vielen Ländern gleichzeitig zu

einem realwirtschaftlichen Abschwung mit hohen Wachstumseinbußen – gemessen am Rückgang des realen BIP – kam. Diese historischen Tiefstände waren sowohl in vielen Einzelländern als auch in der Weltwirtschaft insgesamt zu beobachten. Vor diesem Hintergrund haben wiederum viele Länder versucht, den konjunkturellen Abschwung mit Hilfe schuldenfinanzierter staatlicher Ausgabenprogramme aufzuhalten oder wenigstens zu mildern, was dann zu einer bisher nie zu beobachtenden Explosion der Staatsverschuldung auf breiter Front führte. Eine solche voll ausgeprägte Finanzkrise, die so viele Länder betroffen hat, gab es mit Sicherheit seit der Weltwirtschaftskrise des letzten Jahrhunderts nicht. Exakte Quantifizierungen und Vergleiche bleiben jedoch weiteren Veröffentlichungen vorbehalten.

3. Ursachen der aktuellen Finanzkrise

Wie konnte es nun zu der aktuellen Krise kommen?¹ Auslöser waren hohe Ausfallraten im Bereich der Subprime-Kredite im US-Immobilienmarkt. Die Einstufung als Subprime erfolgt u.a. dann, wenn der Kreditnehmer bereits einmal zahlungsunfähig war, eine Zwangsversteigerung erfolgte oder wenn er mit Kreditraten zuvor in Verzug geraten ist. Die traditionell große Bedeutung des Wohneigentums – 70 Prozent der US-amerikanischen Haushalte besitzen Eigenheime, in Deutschland leben hingegen nur 43 Prozent in Wohneigentum – (*Statistisches Bundesamt* 2004), die umfangreiche Förderung des Immobilienbesitzes in den USA durch staatliche Agenturen und Schuldzinsabzug sowie die seit den späten 1990er Jahren vorgenommene politische Förderung des Immobilienbesitzes von Beziehern auch niedriger Einkommen führten dazu, dass eine Vielzahl amerikanischer Bürger insbesondere in den Jahren 2003 bis 2005 Immobilien erwarb. Die expansive Geldpolitik der US-Notenbank *Federal Reserve* (Fed) verursachte seit 2001 stark rückläufige Zinsen, die sich 2004 auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau befanden. Der daraus folgende Überschuss an Liquidität sowie stetig steigende Immobilienpreise in den Jahren 1997 bis 2005 veranlassten viele Kaufinteressenten, Kredite zu (vermeintlich) günstigen Konditionen aufzunehmen (siehe dazu Abbildung 2), zumal die Hauspreise nicht nur absolut, sondern auch deutlich schneller als der Konsumentenpreisindex stiegen (siehe dazu Abbildung 3).² Um der Vielzahl an Kreditnachfragern entsprechende Darlehen anbieten zu können, wurden die Bonitätsanforderungen der Kreditgeber deutlich reduziert. Zudem begünstigten die amerikanischen Haftungsbeschränkungen die Aufnahme von Hypothekenkrediten: Der Schuldner haftet lediglich mit dem Wert seines Hauses; der Rückgriff auf andere Sicherheiten in Form von Einkommen oder Vermögen ist in den meisten US-Bundesstaaten nicht möglich. Kann ein Hausbesitzer seine Hypothek nicht mehr bezahlen, kann er ohne Investition von Eigenmitteln auf eine Zwangsäumung warten. Somit ist es bei sinkenden Immobilienwerten sinnlos, Zahlungen abzustottern, bei steigenden Immobilienpreisen kann hingegen profitiert werden. Im schlimmsten Fall droht kurzfristig der

¹ Vgl. dazu ausführlich *Franke und Krahen* (2009), *Michler und Thieme* (2009, S. 185 ff.) sowie *Priewe* (2010).

² Alle folgenden Grafiken, die Zeitreihen beinhalten, basieren – soweit keine andere Quelle angegeben wird – auf Daten der Online-Datenbank *EcoWin*, Reuters.

Verlust der persönlichen Kreditwürdigkeit; durch beispielsweise zuverlässige Zahlung von Kreditkartenrechnungen kann diese jedoch relativ schnell wieder gesteigert werden. Zahlreiche Kredite wurden vergeben, deren Bedienung die finanzielle Leistungsfähigkeit der Kaufinteressenten weit überstieg. Nicht umsonst sprach man in diesem Zusammenhang auch von *Ninja loans* (*no income, no job, no assets*). Eine wichtige Rolle spielten in diesem Zusammenhang Hypotheken mit variablem Zinssatz (*Adjustable Rate Mortgages*) und einer für die Einstiegsphase oft sehr niedrigen Zinsbelastung (*Teaser Rates*). Der Anteil variabel verzinslicher Hypothekenkredite stieg im Zeitraum 2002-2005 von 15 Prozent auf 40 Prozent; zugleich wuchs der Anteil privat finanzierter Hypotheken minderer Bonität mit variablem Zinssatz (2006: ca. 50 Prozent). Im Laufe der Zeit entstand folglich ein hoher Bestand an Hypotheken mit schlechter bzw. eingeschränkter Qualität (*Sachverständigenrat* 2007, S. 99).

Abbildung 2: Leitzinsen in der Weltwirtschaft

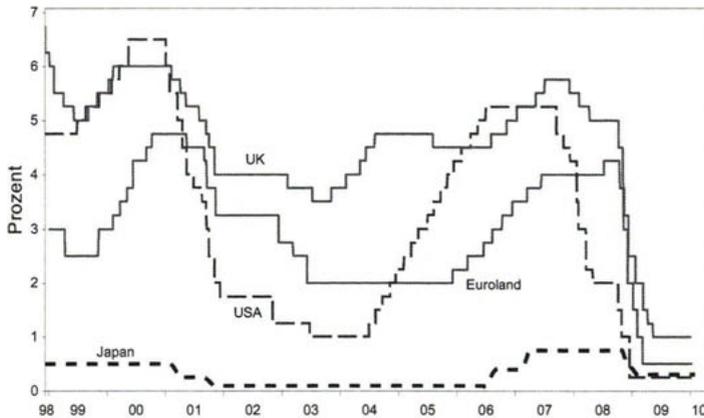
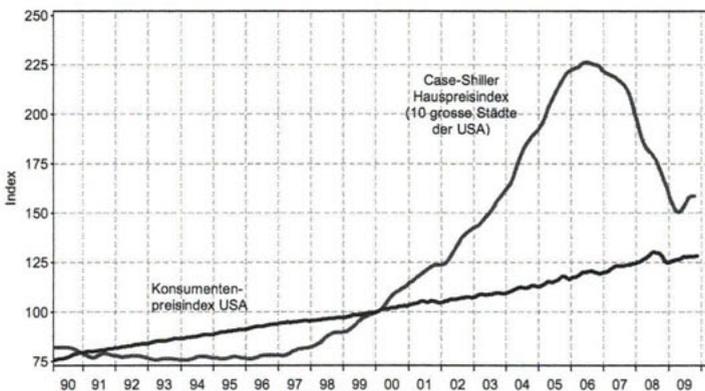


Abbildung 3: Hauspreisentwicklung in den USA



Neben dem durch die Niedrigzinspolitik geprägten, vorteilhaften makroökonomischen Umfeld wurden die Entwicklungen auf den globalen Finanzmärkten insbesondere durch neuartige Techniken der Kreditverbriefung begünstigt (*Sachverständigenrat* 2009, S. 107). US-Banken platzierten ihre Immobilienkredite zunächst in speziellen Refinanzierungsvehikeln (Zweckgesellschaften, Special Purpose Vehicle (SPV)), den so genannten *Residential Mortgage Backed Securities* (RMBS; private Immobilien) bzw. *Commercial Mortgage Backed Securities* (CMBS; gewerbliche Immobilien). Die SPVs finanzierten sich wiederum durch die Begebung von Anleihen. Die vom SPV emittierten Anleihen werden einzelnen Tranchen zugeordnet, die ein unterschiedliches Ausfallrisiko und demzufolge ein unterschiedliches Rating aufweisen.³ Neben gerateten Tranchen gibt es eine nicht bewertete Tranche (*Equity Tranche*), die im Fall von Forderungsausfällen die ersten Verluste (*First Loss Position*) übernehmen würden. Bei stärkeren Forderungsausfällen werden die übrigen Tranchen in einer zuvor festgelegten Reihenfolge an den Verlusten beteiligt (*Waterfall Structure*). Eine solche Tranchierung ist dabei fiktiver Natur, da den einzelnen Tranchen keine spezifischen Forderungen zugeordnet werden, sondern lediglich das Verlust- oder Ausfallrisiko des Pools aufgeteilt wird (*Sachverständigenrat* 2007, S. 112).

Die Verbriefung beschränkte sich dabei nicht nur auf Immobilienkredite, sondern die Investment- bzw. Refinanzierungsvehikel unterschieden sich in Abhängigkeit von der Struktur und Fristigkeit der eingebrachten Forderungen (Immobilienkredite, Kreditkartenforderungen, Automobilkredite, Anleihen aus anderen Vehikeln etc.) bzw. der Struktur und Fristigkeit ihrer Refinanzierung. Folgerichtig lassen sich beispielsweise *Special Investment Vehicles* (SIVs), *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) oder *Commercial Paper Conduits* unterscheiden. Dies ermöglichte die Bündelung von unverbrieften und verbrieften Krediten unterschiedlicher Qualität. Die an die amerikanischen Immobilienkäufer vergebenen Kredite wurden auf diese Weise zu einem erheblichen Teil in Portfolios zusammengefasst, verbrieft und an institutionelle Investoren weltweit verkauft. Die folgenden Abbildungen 4a und 4b beschreiben den Verbriefungsprozess von der Vergabe des Hypothekenkredites bis zur Platzierung in einem CDO, das sich ausschließlich aus den Wertpapieren einer Vielzahl vorgelagerter RMBS-Strukturen zusammensetzt (vgl. dazu auch die Beiträge von *Konjetzky* und *Leis* sowie von *Börner* und *Sauermann*).

³ Unter Rating wird die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit eines Schuldners aufgrund unterschiedlicher Kriterien verstanden. Dabei steht ein AAA/Aaa Rating für die höchste Bonität, C oder D hingegen sind sehr schlechte. Die obersten Tranchen in einem SPV (Senior Tranche) erhielten jeweils die Bestnote AAA / Aaa, und zwar auch dann, wenn die zugrunde liegenden Hypotheken nur von mäßiger Qualität (also aus dem Subprime-Segment) kamen.

Abbildung 4a: Einfacher Vertriebsprozess von Subprimekrediten

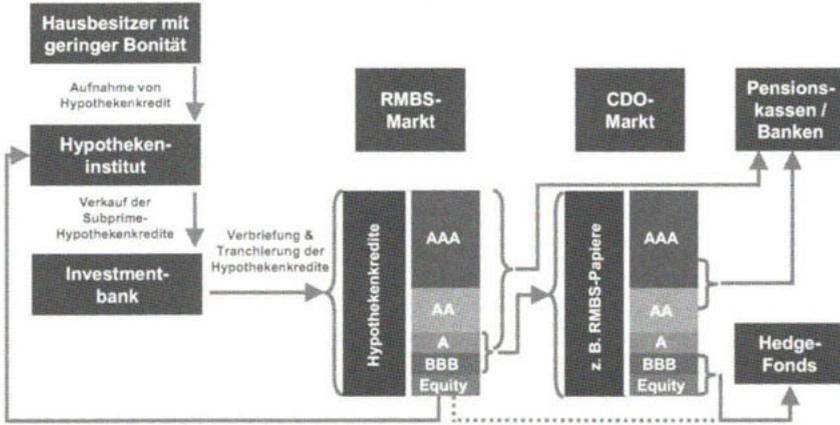
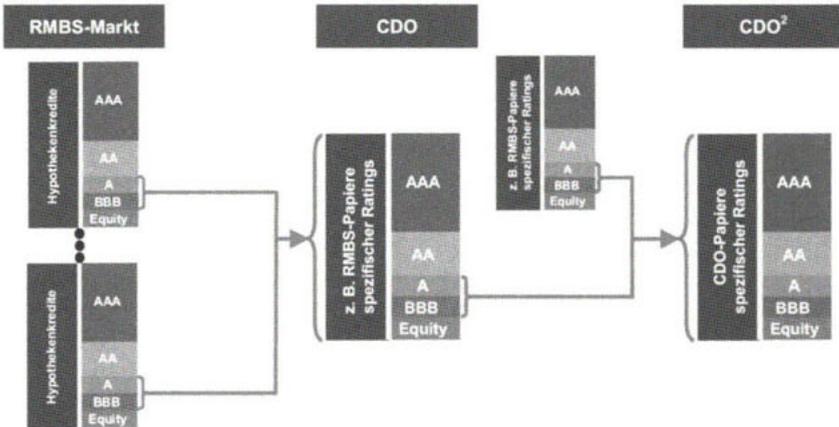


Abbildung 4b: Komplexere Vertriebsstrukturen



Die strukturierten Wertpapierprodukte wurden weltweit – und somit auch in Deutschland – in großem Umfang nachgefragt. Da die Ertragsraten von sicheren Anleihen aufgrund der über mehrere Jahre hinweg sehr niedrigen Zinsen wenig attraktiv waren, bestand insbesondere für institutionelle Investoren ein großer Anreiz, renditestärkere Anlageformen mit (scheinbar) gleich hohem Risiko zu wählen (Sachverständigenrat 2007, S. 98). Es entwickelte sich ein Herdenverhalten der Investoren, die trotz der intransparenten Vertriebspraxis diese Papiere in großem Umfang nachfragten. Die Strukturierung war letztlich ausschlaggebend dafür, dass die Risiken von amerikanischen Immobilienkrediten weltweit verteilt wurden und die hohen Kreditbestände im Subprime-Bereich überhaupt in die Hände von institutionellen Investoren geraten konnten, die per Gesetz (z.B. Pensionskassen) oder durch ihre eigenen Statuten gehalten sind, nur solche Aktiva zu erwerben, die ein bestimmtes Mindest-Rating (oftmals AAA) aufweisen. Die übrigen Tranchen wurden oft an rendite-orientierte Investoren wie *Hedge Funds* abgesetzt oder blieben bei den Banken. Diese weltweite Streuung der Ri-

siken sah man zunächst als durchaus positiv an, weil das internationale Finanzsystem dadurch eher stabiler erschien.

Seit 2007 häuften sich jedoch die Ausfälle bei den Subprime-Krediten, und die Anleger befürchteten zunehmend, dass auch ihre AAA-Tranchen von Verlusten betroffen sein könnten. Hinzu kam eine Verunsicherung aufgrund des Mangels an Information und Transparenz hinsichtlich der Qualität der zugrunde liegenden Portfolios. Viele Investoren weigerten sich daher, die vorher so begehrten Papiere oder Fonds, die solche Papiere enthielten, zu kaufen. Insbesondere bei einer kurz laufenden Refinanzierung der Zweckgesellschaften (mithilfe von *Asset-Backed Commercial Paper*) ergab sich ein Prolongationsproblem. Als dann Mitte Juni 2007 auch die Ratings dieser Papiere herabgestuft wurden, verschärfte sich dieser Prozess weiter, da institutionelle Anleger mit Mindest-Rating-Vorschriften ihre – bonitätsmäßig nicht mehr akzeptablen – Anlagen nun verkaufen mussten. Die Wertpapiere verloren massiv an Wert, und es kam zur Krise.

Mithilfe der beschriebenen Verbriefungstechniken konnten Banken ihre Forderungen bzw. ihre Risiken ausplatzen. Hierdurch wurden Eigenkapitalvorschriften im Inland umgangen, um immer neue Kredite vergeben zu können (*Regulierungsarbitrage*). Nach deutschem Handelsrecht sind Zweckgesellschaften bisher nicht bilanziell zu konsolidieren, sodass sie im Jahresabschluss der Banken weitgehend unsichtbar bleiben. Eine Verschleierung der Risiken und eine günstigere Beschaffung von liquiden Mitteln waren somit möglich (Franke und Krahn 2007, S. 13). So wies beispielsweise im April 2007 die Zweckgesellschaft *Rhineland Funding Capital* der *IKB Deutsche Industriebank* ein Volumen von 18,37 Mrd. USD auf, die *Landesbank Sachsen* hielt mit dem *Conduit Omond Quay Funding* Papiere im Wert von 18,11 Mrd. USD. Auch die *Landesbank Baden-Württemberg* und die *WestLB* verfügten über Zweckgesellschaften mit Bilanzhöhen von jeweils 9,00 bzw. 8,45 Mrd. USD (o.V. 2007, S. 3) Im Gegensatz zu regulierten Banken verfügen diese Quasi-Banken jedoch nicht über Eigenkapital, sondern werden nur mit Kreditzusagen eines etablierten Kreditinstituts betrieben. Gerät eine Zweckgesellschaft in Zahlungsschwierigkeiten, müssen diese folglich von ihren Betreibern getragen werden.

Neben der US-amerikanischen Niedrigzinspolitik sowie der intransparenten Verbriefungstechnik werden immer auch die Rating-Agenturen für die Krise (mit)verantwortlich gemacht. Ihnen wird vorgeworfen, die Risikoprüfung entlang der Verbriefungskette mit unzureichender Sorgfalt durchgeführt und somit die Ausfallwahrscheinlichkeiten der verschiedenen Tranchen nicht korrekt wiedergegeben zu haben. Interessenkonflikte, mangelhafte Qualität der Bonitätsanalyse und Investorenaufklärung spielen hier eine bedeutende Rolle. Bei der Bewertung verwenden die Agenturen statistische Modelle, die auf den Ausfallwahrscheinlichkeiten und Korrelationen der Vergangenheit basieren. Bei der Strukturierung besteht das Problem darin, dass Abweichungen von den historischen Werten einen größeren Anpassungsbedarf erfordern als zum Beispiel bei einer traditionellen Unternehmensanleihe. Zudem ist die Bewertung aufgrund von Ausfallwahrscheinlichkeiten, die auf Vergangenheitswerten beruhen, besonders problematisch, da der stark wachsende Markt für strukturierte Produkte eine noch relativ neue Erscheinung ist, für den keine zuverlässigen Werte verfügbar sind (*Sachverständigenrat*

2007, S. 115). Da beispielsweise das Subprime-Segment erst zu Beginn des Jahrtausends als Geschäftsfeld seitens der Banken entdeckt wurde, gab es keine ausreichende Historie. Der Rückgriff auf Daten des Prime-Marktes wurde den besonderen Eigenschaften des Subprime-Segementes nicht gerecht, dessen originäre Finanzierung durch die Hypothekenbanken bereits ein systematisches Risiko enthielt. Zudem erfolgte nach einer langen Phase niedriger Volatilitäten und geringer Ausfallraten eine zu günstige Bewertung.

Üblicherweise werden derartige Ratings von den Emittenten in Auftrag gegeben, und auch während des Ratingprozesses besteht eine enge Zusammenarbeit, die häufig als Ansatz für Kritik dient. Angeführt werden eine fehlende Unabhängigkeit in der Bewertung sowie die mehr beratende Funktion der Agenturen. Wird das Geschäftsmodell der Rating-Agenturen genauer betrachtet, so sieht man, dass diese eingeschaltet werden, um die Informationsasymmetrie seitens der Anleger hinsichtlich der Qualität des Finanzkontraktes zu reduzieren. Dabei verfolgt der Emittent das Ziel, für jede Tranche das bestmögliche Rating zu erhalten, um somit den geringsten Spread an die Investoren zahlen zu müssen. Hingegen erwartet der Anleger eine möglichst konservative Bonitätsbeurteilung der einzelnen Tranchen, um eine hohe Rendite auf das investierte Kapital zu erhalten. Die Rating-Agentur als Informationsagent kann diesen beiden Erwartungshaltungen nur durch ein Maximum an Neutralität und Transparenz gerecht werden. Die Praxis zeigt jedoch, dass Rating-Agenturen primär im Auftrag der Emittenten handeln und somit nur als deren Agent und weniger als Agent der Investoren (Morkötter und Westerfeld 2008, S. 23ff.).

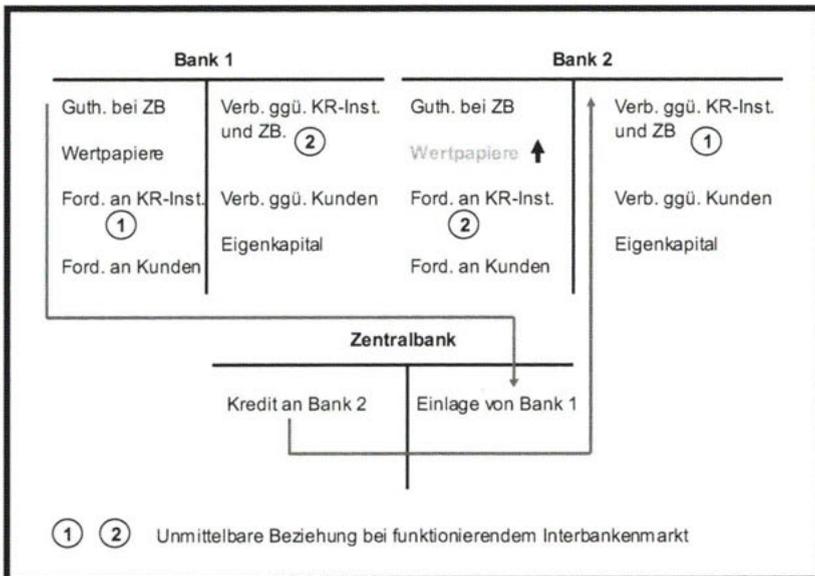
4. Wirkungen im Bankenbereich

Im Juli 2007 erschienen Meldungen, dass *Bear Stearns*, eine in Europa weniger bekannte Investmentbank, in Schwierigkeiten geraten war, nachdem drei vom Unternehmen aufgelegte Hedge Funds Insolvenz anmelden mussten. Der rasante Anstieg des amerikanischen Leitzinses in den Jahren 2005 und 2006 (siehe Abbildung 2) führte zu einem Einbruch auf dem amerikanischen Immobilienmarkt, sodass die Sicherheiten für die Hypothekenkredite an Wert verloren (*Sachverständigenrat* 2007, S. 99). Bonitätsschwache Schuldner, die variabel verzinsten Darlehen aufgenommen hatten, sahen sich einem Anstieg der monatlichen Tilgungsraten um durchschnittlich 26 Prozent gegenüber. Aufgrund der unzureichenden Kreditwürdigkeitsprüfung der Banken konnten amerikanische Hausbesitzer zunehmend ihre Kredite nicht mehr bedienen. Die eigentliche Funktion von Banken, sich auf die Überwachung und Beurteilung von Kreditnehmern zu spezialisieren, um der asymmetrischen Informationsverteilung entgegenzuwirken, wurde nicht wahrgenommen. Die Verbriefungsmethodik verfolgt nicht mehr das ursprüngliche Modell des *buy and hold*, das allein eine Beziehung zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer schafft und in sich schließt, sondern vielmehr das des *originate and distribute*, das durch Weiterreichung einer Forderung an eine Zweckgesellschaft das Beziehungsgeflecht und somit die Komplexität und das Auftreten asymmetrischer Informationen erweitert. Folglich besteht die Gefahr, dass das *Monitoring* weniger sorgfältig ausgeführt wird, da die Bank zwischen möglichst großen Erträgen aus dem Ver-

trieb von Krediten und einer umfassenden Beurteilung der Kreditnehmer abwägen muss (*Sachverständigenrat 2007, S. 118*).

Diese Entwicklungen führten zunächst zu einer *Liquiditätskrise* innerhalb der Kreditwirtschaft: Durch sinkendes Vertrauen in die Qualität der Kredite waren zahlreiche Zweckgesellschaften nicht mehr in der Lage, für die auslaufenden Papiere eine Refinanzierung zu finden bzw. diese zu veräußern. Der resultierende Kurseinbruch führte zu Verlusten, teils aufgrund des Verkaufs der Anleihen zu geringerem Wert, teils aufgrund von Buchverlusten. Zudem war die Liquidität der SPVs durch Kreditzusagen von Banken abgesichert, sodass die Kreditwürdigkeit zahlreicher Finanzinstitute erheblich in Gefahr geriet (*Sachverständigenrat 2007, S. 94*). Folglich nahm die Bereitschaft der Banken, einander kurzfristige (ungesicherte) Kredite zu gewähren, aufgrund des Vertrauensverlustes immer weiter ab. Der Zusammenbruch des Interbankenmarktes, an dem eine Vielzahl von Banken normalerweise weltweit kurzfristig (in der Regel ‚über Nacht‘) Liquidität in nationaler Währung (z.B. Euro) oder auch in Fremdwährungen austauschen, war die Folge.

Abbildung 5: Interbankenmarkt und EZB

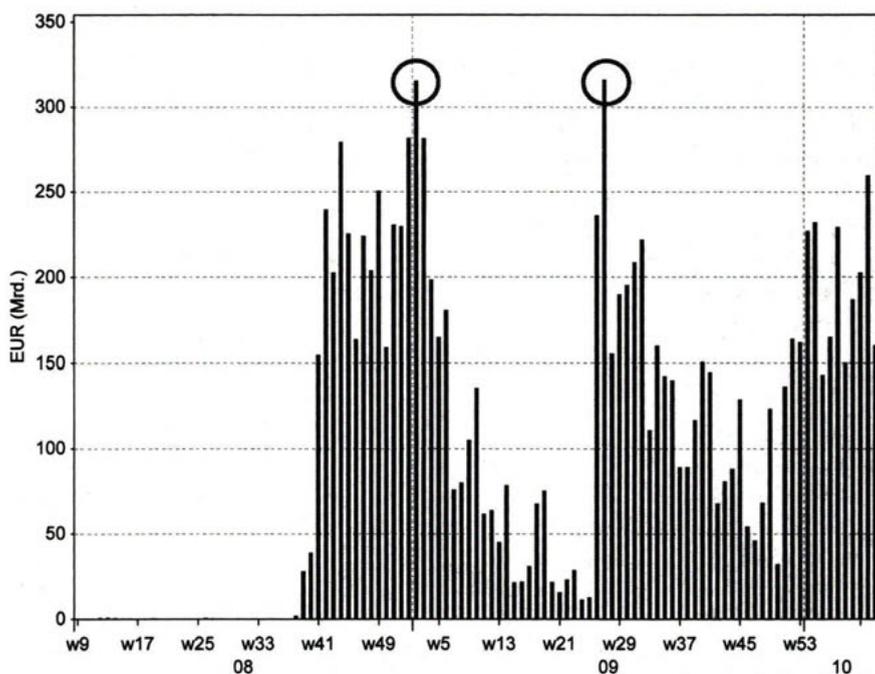


Eigene Darstellung.

Stattdessen stiegen die Einlagen der Finanzinstitutionen bei der *Europäischen Zentralbank* drastisch an (siehe Abbildung 6). Diese übernahm daraufhin eine ihr unter normalen Umständen fremde Funktion des Kreditmittlers und erhöhte damit ihren Forderungsbestand gegenüber Banken (siehe Abbildung 5; zur Rolle der Notenbanken siehe den Beitrag von *Hauck und Neyer*). Der eigentliche Zweck dieser Interaktionen, nämlich die Kreditvergabe durch Banken an Kunden, wurde jedoch nicht erreicht.

Vielmehr investierten Banken in vielen Fällen das günstig bei der Notenbank aufgenommene Geld in höherverzinsliche und sicherere Staatsanleihen. Abbildung 6 zeigt aber auch, dass sich die Situation am Interbankenmarkt im Eurowährungsgebiet Mitte des Jahres 2009 nahezu normalisiert hatte, um dann jedoch erneut auf das zur Jahreswende 2008/09 erreichte höchste Niveau anzusteigen. Gegenwärtig bewegen sich die Einlagen immer noch auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Neben diesen Problemen am nationalen Interbankenmarkt ist aber auch der internationale Austausch von Liquidität in Fremdwährungen weitgehend zum Erliegen gekommen.

Abbildung 6: Einlagen von Geschäftsbanken bei der Europäischen Zentralbank



Durch vermehrte Abschreibungen und Wertberichtigungen stiegen in der Folge die Verluste der Finanzinstitute, welche zunächst das freie, anschließend jedoch auch das regulatorische Eigenkapital aufzehrten. Die Banken sahen sich daher in dieser zweiten Phase erheblichen *Solvenzproblemen* gegenüber, und eine Vielzahl von (drohenden) Insolvenzen war die Konsequenz.

Die nächsten Schwierigkeiten zeichnen sich aber bereits ab. Eine verteuerte Refinanzierung am Kapitalmarkt, sowie – konjunkturell bedingt – eine Verschlechterung der Kreditqualität und die sinkende Nachfrage nach Krediten werden den Banken vermutlich in den nächsten Monaten zusätzliche *Ertragsprobleme* bereiten.

5. Realwirtschaftliche Wirkungen

Mittlerweile hat sich die anfängliche – auf die USA begrenzte – Finanzkrise zu einer allgemeinen und globalen Wirtschaftskrise ausgeweitet. Nachdem der konjunkturelle Einbruch wiederum zunächst die USA traf, sprang dieser negative Funke auf immer mehr Länder über. So sank das Wirtschaftswachstum in Deutschland (BIP^{real}) im Jahre 2009 (nach vorläufigen Berechnungen) um 4,9 Prozent. In den USA betrug der Rückgang 2,4, in Großbritannien 4,9, in Italien 4,8 und in Frankreich 2,3 Prozent. Das weltwirtschaftliche Wachstum ging um 1,1 Prozent im Jahr 2009 gegenüber 2008 zurück.

Einen Grund für das Überschwappen der Finanzkrise auf den realwirtschaftlichen Bereich der USA könnte die enge Verzahnung von Wohnungsbau und konjunktureller Dynamik darstellen. Eine Untersuchung des Internationalen Währungsfonds zeigt, dass im Durchschnitt rund 22 Prozent der amerikanischen Konjunktorentwicklung in den zurückliegenden Jahren (1983-2007) durch die Veränderungen im Wohnungsbau erklärt werden kann. Die USA weisen damit den höchsten Wert aller Industrieländer auf, der auch weit über demjenigen Deutschlands (1,5 Prozent) liegt (*IMF* 2008).

Einen nicht unerheblichen Beitrag zur realwirtschaftlichen Entwicklung in den USA hat aber sicherlich auch die restriktive Geldpolitik im Vorfeld der Finanzkrise geleistet. Orientiert man sich dabei an der Leitzinsentwicklung, so lässt sich dies aus Abbildung 2 ablesen. Ein konjunktureller Rückgang wäre vor diesem Hintergrund – und zwar in den USA ebenso wie in anderen Länder(gruppe)n wie etwa der EWU – wohl auch ohne die Finanzkrise zu erwarten gewesen, dessen Ausmaß aber bei weitem nicht das aktuelle Niveau erreicht hätte (siehe hierzu beispielsweise *Michler* und *Thieme* 2009).

Übertragen wurde der Abschwung in den USA auf andere Länder über verschiedene Kanäle. Für die Bundesrepublik Deutschland ist dabei der Rückgang der Nettoexporte von besonderer Bedeutung. Sie waren es in erster Linie, die zum Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes beitrugen; ganz im Gegensatz zu früheren konjunkturellen Abschwungphasen. Dieser dramatische und anhaltende Rückgang der Nettoauslandsnachfrage hat – im Zusammenspiel mit negativen Zukunftserwartungen – ferner zu einem deutlichen Rückgang der Investitionen geführt, die damit ebenfalls einen negativen Wachstumsbeitrag zum BIP leisteten. Lediglich vom Konsum ging ein positiver Wachstumsimpuls aus, der in erster Linie durch die höheren Staatsausgaben zustande kam. Der private Konsum stieg insbesondere deshalb, weil die Haushalte deutlich mehr für Autos ausgaben – gefördert durch die staatliche Abwrackprämie. Der bereits für 2009 befürchtete Rückgang des privaten Konsums ist damit zunächst ausgeblieben.

Einen weiteren Übertragungskanal sieht man in einer rückläufigen Kreditvergabe der Banken an Unternehmen, die dann aufgrund einer sogenannten *Kreditklemme* ihre Investitionen nicht mehr finanzieren können. Die Diagnose einer solchen Kreditklemme ist jedoch ausgesprochen schwierig. Nicht nur die mangelnde Bereitschaft oder Fähigkeit von Banken, Kredite zu vergeben, führt zu einem Rückgang des Kreditvolumens an Unternehmen, sondern auch ein konjunkturbedingter Nachfragerückgang von Seiten der Unternehmen.

6. Maßnahmen zur Krisenbekämpfung

Während zu Beginn der Krise zunächst Einzelmaßnahmen von Notenbanken und Regierungen ergriffen wurden, lässt sich seit der *Lehman*-Pleite ein weitgehend abgestimmtes Vorgehen beobachten. Diese Maßnahmen sollen im Folgenden zu den Bereichen *geldpolitische Reaktionen*, *staatliche Hilfsprogramme* und *Stabilisierung des Bankensektors* zusammengefasst werden.

6.1. Geldpolitische Reaktionen

Bereits Anfang 2008 kam es zur zinspolitischen Wende in den USA, in deren Folge der Leitzins von der *FED* bis auf nahezu null Prozent gesenkt wurde. Großbritannien folgte dieser Politik mit geringem zeitlichem Abstand. Im Gegensatz dazu erhöhte die *Europäische Zentralbank* (EZB) noch am 3. Juli 2008 ihren Leitzins, da die Finanzkrise aus ihrer Sicht überwunden schien und nun Inflationsgefahren für das Eurowährungsgebiet eine größere Bedeutung bei ihrer Entscheidungsfindung einnahmen. Doch bereits drei Monate später schloss sich die *EZB* vor dem Hintergrund der *Lehman*-Pleite und den damit verbundenen Wirkungen im Bankensystem den allgemeinen Leitzinssenkungen an. Als Reaktion auf den weitgehenden Zusammenbruch des Interbankenmarktes ging die *EZB* ferner dazu über, ihre Wertpapierpensionsgeschäfte in Form von Mengentendern und nicht mehr als Zinstender durchzuführen. Dies hatte bis Januar 2010 zur Konsequenz, dass sich die Banken in jedem beliebigen Umfang zu dem jeweils geltenden Leitzins bei der *EZB* refinanzieren konnten. Darüber hinaus reduzierte die *EZB* die Anforderungen an diejenigen Wertpapiere, die von den Banken als Sicherheit im Zusammenhang mit der Refinanzierung bei ihr hinterlegt werden müssen. Ab dem 23. Juni 2009 hat die *EZB* den Banken zudem im Rahmen ihrer Wertpapierpensionsgeschäfte erstmals Refinanzierungsmittel für die Dauer von einem Jahr bereitgestellt. Damit werden die bisherigen Zeiträume von einer Woche, einem, drei und sechs Monaten nochmals deutlich ausgeweitet. Ziel dieser Maßnahme ist es, auch über diesen Kanal einen gewichtigeren Einfluss auf die Zinsentwicklung im längerfristigen Bereich auszuüben.⁴

Um auch den internationalen Austausch von Liquidität weiterhin zu gewährleisten, schließen die Notenbanken weltweit untereinander Devisenswapgeschäfte ab, in denen benötigte Währungen bereitgestellt und dann an nationale Banken weitergegeben werden. Dabei handelt es sich um Geschäfte, bei denen eine Notenbank einer anderen sofort Devisen zur Verfügung stellt (Kassageschäft) und gleichzeitig der Rückkauf zu einem festen Termin und Kurs vereinbart wird (Termingeschäft). Der gegenseitige Austausch zweier Währungen für einen bestimmten Zeitraum wird durch das Swapgeschäft vor Verlusten geschützt, die etwa durch Kursschwankungen eintreten können.

Im nationalen Bereich versucht die *EZB* unter normalen Umständen, über ihren Leitzins den Geldmarktzins EONIA (*Euro Overnight Index Average*) zu beeinflussen.⁵ Dies geschieht über kurzfristige Kredite der Notenbank an Geschäftsbanken, die zumeist

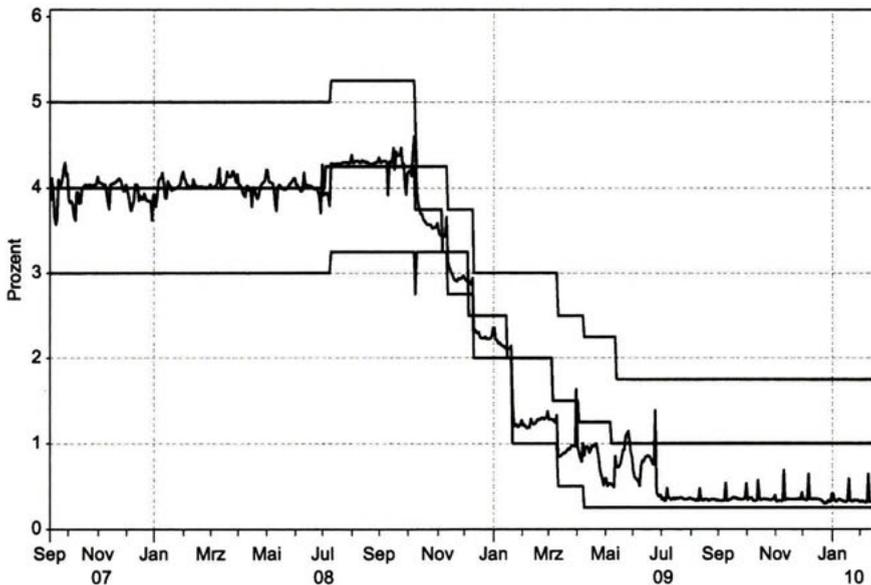
⁴ Vgl. zu ausführlichen Bewertungen der Geldpolitik der EZB während der Finanzkrise etwa *Hayo* (2010), *Neumann* (2009), *Herr* (2010) und *Neyer* (2010).

⁵ Vgl. zu den folgenden Ausführungen zur Geldpolitik der EZB *Görgens, Ruckriegel* und *Seitz* (2008, S. 274 ff.) sowie *Spahn* (2009, S. 94 ff.).

durch Hinterlegung oder Verpfändung von risikolosen Wertpapieren bei der Notenbank abgesichert werden. Daher spricht man auch von Wertpapierpensionsgeschäften. Der Leitzins entspricht dabei dem Wertpapierpensionssatz, den die Notenbank für ihre Kredite fordert. Wertpapierpensionsgeschäfte können unterschiedliche Laufzeiten aufweisen. Das Hauptinstrument der EZB sind normalerweise Wertpapierpensionsgeschäfte über eine Woche. Sie wurden bis April 2008 ausschließlich ergänzt durch Geschäfte mit dreimonatiger Laufzeit. Anschließend traten Geschäfte mit sechs- und neunmonatiger Laufzeit hinzu.

Darüber hinaus können Geschäftsbanken auf eigene Initiative ‚über Nacht‘ eine Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen, für die allerdings ein höherer Zins als der Wertpapierpensionssatz gefordert wird. Der Spitzenrefinanzierungssatz stellt damit eine Obergrenze für den Tagesgeldzins dar, da eine Bank zu diesem Satz jede gewünschte Menge an fehlenden Mitteln bei der EZB aufnehmen kann. Auf der anderen Seite bietet sie den Geschäftsbanken aber auch eine kurzfristige Anlagemöglichkeit für überschüssige Finanzmittel – die Einlagenfazilität. Der entsprechende Einlagensatz liegt dabei unter dem Wertpapierpensionssatz. Bis zu Beginn der Krise betrug die Spanne zwischen Einlagensatz und Spitzenrefinanzierungssatz zwei Prozentpunkte. Diese Zusammenhänge veranschaulicht Abbildung 7. Man sieht ferner, dass bis zum Oktober 2008 der Tagesgeldsatz stets in unmittelbarer Nähe des Wertpapierpensionssatzes lag und somit das Steuerungsziel der EZB erreicht wurde.

Abbildung 7: Leitzinsen und Geldmarktzins (EONIA)



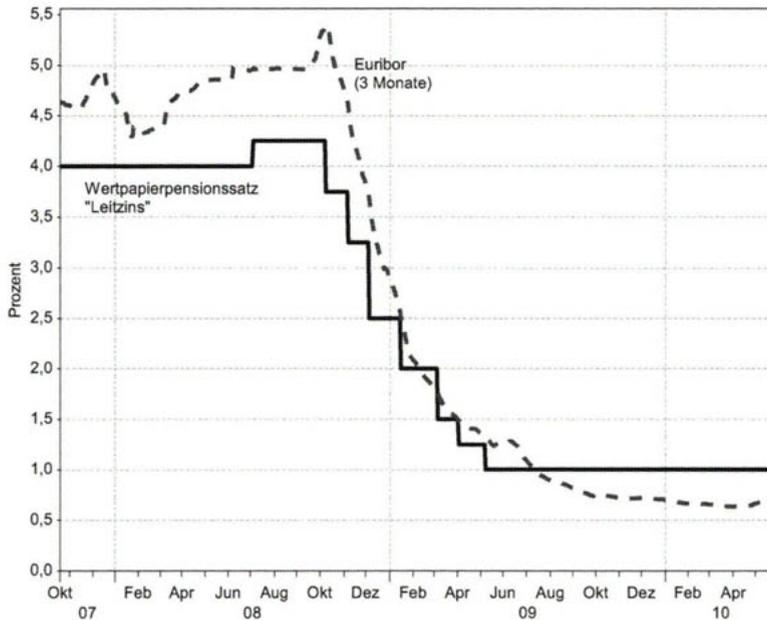
Mit Wirkung vom 9. Oktober 2008 verringerte die EZB den Korridor zwischen dem Einlagensatz und dem Spitzenrefinanzierungssatz von zwei Prozentpunkten auf einen Prozentpunkt. Seit dem 21. Januar 2009 galt dann zunächst wieder die ursprüngliche

Spanne, die dann allerdings ab dem 13. Mai 2009 erneut reduziert wurde – nun auf 1,5 Prozentpunkte. Mit der Verengung des Korridors verfolgte die EZB das Ziel, den Satz für die Spitzenrefinanzierung zu senken, um so die jederzeitige Liquiditätsversorgung der Kreditinstitute zu verbilligen.

Seit Oktober 2008 lag der Tagesgeldsatz allerdings immer häufiger – zum Teil deutlich – unterhalb des Wertpapierpensionssatzes. Der Grund hierfür ist, dass die Banken im Rahmen der unbegrenzten Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB reichlich Liquidität aufnehmen, um im Bedarfsfall nicht von anderen Banken abhängig zu sein. Diese Liquidität legen sie dann wiederum zum Einlagensatz bei der EZB an (siehe auch Abbildung 5), was den Tagesgeldsatz in die Nähe des Einlagensatzes fallen lässt. Durch die Verengung der Spanne zwischen Einlagen- und Spitzenrefinanzierungssatz wurde diese Entwicklung noch begünstigt, betrug der Abschlag des Einlagensatzes doch nur 0,5 Prozentpunkte. Vor diesem Hintergrund ist auch die Rückkehr zur ursprünglichen Spanne im Januar 2009 zu sehen. Hierdurch wollte die EZB den Anreiz für Banken mindern, aufgenommene Liquidität bei ihr auch wieder anzulegen. Vielmehr sollte durch den höheren Abschlag von einem Prozentpunkt der Interbankenmarkt wieder belebt werden. Im Ergebnis sank aber der Tagesgeldsatz ab Februar 2009 noch deutlicher unter den Wertpapierpensionssatz (rund 0,8 Prozentpunkte), und das Ziel, über den Leitzins den Tagesgeldsatz zu beeinflussen, wurde deutlich verfehlt. Möglicherweise kam es auch aus diesem Grund im Mai 2009 zu einer erneuten Verengung der Spanne. Ein auf diese Weise reduzierter Spitzenrefinanzierungssatz und eine Belebung des Interbankenmarktes könnten dazu führen, dass die Kreditinstitute im Rahmen der normalen Refinanzierungsgeschäfte weniger Liquidität von der EZB aufnehmen und statt dessen im Bedarfsfall auf die Spitzenrefinanzierung zurückgreifen. Ein weiteres Korrekturlement könnte auch die Aufgabe der unlimitierten Zuteilung von Basisgeld im Rahmen der Wertpapierpensionsgeschäfte sein, die allerdings immer noch in Kraft ist.

Liegt eine größere Differenz zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Leitzins, muss die EZB ferner ihr Konzept überdenken und sich fragen lassen, welchen Zins sie letztlich steuern will. Dabei ist auch der Drei-Monate-Euribor (Euro Interbank Offered Rate) ins Gespräch gekommen, weil die EZB in letzter Zeit bei der Kommunikation ihrer Geldpolitik auf die Entwicklung dieses Zinssatzes besonders hingewiesen hat. Er besitzt auch eine erhebliche Bedeutung, weil er in vielen Fällen die Basis für variable Hypotheken darstellt. Der Euribor sank von 5,4 Prozent im Oktober 2008 auf 1,96 Prozent im Februar 2009 und entsprach damit fast genau dem Leitzins. Abbildung 8 zeigt diese Entwicklung. Obwohl EZB-Präsident *Trichet* gerne auf diese Entwicklung verweist, um den Einfluss der Leitzinssenkungen auf die Märkte zu belegen, widerspricht er einer Strategieänderung. Möglicherweise ist der Blick auf und die Entwicklung des Euribor aber auch vor dem Hintergrund eines zunehmend größeren Anteils an längerfristigen Wertpapierpensionsgeschäften zu sehen, der mittlerweile rund 65 Prozent an den gesamten Refinanzierungsgeschäften ausmacht.

Abbildung 8: Leitzins und Euribor



Sinken die Leitzinsen jedoch auf oder nahe null Prozent, so bedarf es alternativer geldpolitischer Maßnahmen. Im Rahmen der Offenmarktpolitik bedeutet dies den Übergang von den bisher üblichen Wertpapierpensionsgeschäften, die den Creditspielraum der Geschäftsbanken beeinflussen, zu Wertpapiergeschäften (auch) mit privaten Wirtschaftssubjekten und institutionellen Anlegern (Nicht-Banken). Auf diese Weise kann man die Geschäftsbanken – möglicherweise, um eine befürchtete Kreditklemme auszuschließen – umgehen und versuchen, die Liquidität (im privaten Bereich) unmittelbar zu beeinflussen. Deshalb spricht man auch von *quantitativer Lockerung* der Geldpolitik. Offenmarktgeschäfte können dabei mit einer Vielzahl von Wertpapieren durchgeführt werden, die sowohl dem Geld- als auch dem Kapitalmarkt zuzuordnen sind. Notenbankinterventionen am Kapitalmarkt mit dem primären Ziel der Finanzierung des öffentlichen Kreditbedarfs sind allerdings in der Währungsunion ausgeschlossen. Bei einem solchen unmittelbaren Erwerb von Staatsschuldtiteln handelt es sich nämlich nicht um ein Offenmarktgeschäft, sondern um eine Kreditgewährung an den Staat (vgl. \hat{M} in der folgenden Abbildung 9). Eine Sonderstellung nehmen in diesem Zusammenhang Pfandbriefe ein, die üblicherweise von Banken begeben werden. Gerade bei einem unmittelbaren Ankauf durch die EZB würde sich daher wenig an der bisherigen Geldpolitik in Form der Liquiditätssteuerung des Geschäftsbankensektors ändern. Sollte sich die EZB jedoch dazu entschließen, statt der geplanten Pfandbriefe am offenen Markt zu einem späteren Zeitpunkt auch Staatsschuld-papiere anzukaufen, würde dies sicherlich eine gefährliche Nähe zu einer unmittelbaren Finanzierung der Staatsschuld aufweisen.

Da die Wirkungen einer solchen quantitativen Lockerung jedoch weitgehend unbekannt sind, schlugen Ökonomen wie *Buiter* und *Mankiw* (in Blogs) als Alternative nega-

tive Leitzinsen vor. Für einen Kredit bei der Notenbank über 100 Geldeinheiten müsste die Bank dann – etwa bei einem Leitzins von minus fünf Prozent – nur noch 95 Geldeinheiten zurückzahlen. Diese spezielle Variante der traditionellen Geldpolitik würde zwar auf der einen Seite dazu führen, dass die Kreditzinsen entsprechend weit fallen und damit realwirtschaftliche Investitionen möglicherweise lohnender würden. Auf der anderen Seite würde aber auch der Sparzins negativ werden und damit jeder Anreiz erlahmen, Geld bei der Bank anzulegen. Letztlich stünden keine Geldbeträge mehr zur Verfügung, die die Bank wiederum an Unternehmen und Haushalte ausleihen könnte. Diese Entwicklung versuchen *Buiter* und *Mankiw* durch verschiedene Varianten von *Strafsteuern auf Bargeldhaltung* zu verhindern (vgl. *Buiter* 2009 und *Mankiw* 2009). Eine Variante – das sogenannte Schwundgeld – geht auf den deutschen Ökonomen *Silvio Gesell* zurück. Dabei verliert das Bargeld in bestimmten zeitlichen Abständen einen immer größeren Teil seines Wertes. Vorgeschlagen wurde diese Maßnahme von *Gesell*, um die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und damit die Nachfrage in der Wirtschaft anzukurbeln. Diese Variante kommt heute bereits zum Teil bei inoffiziell Parallelgeld etwa in Form von Regionalwährungen zum Einsatz (vgl. dazu *Rösl* 2005). Andere Ausprägungen einer solchen Strafsteuer wären etwa ein Wechselkurs (ungleich eins) zwischen Bar- und Buchgeld oder eine zufällige Bargeldvernichtung, indem Geldscheine mit einer bestimmten Endnummer für ungültig erklärt werden. All diese Vorschläge sind zwar theoretisch denkbar, lassen sich aber wohl kaum im Rahmen der praktischen Geldpolitik umsetzen.

Sowohl die Leitzinssenkungen als auch die (unkonventionellen) Offenmarktoperationen mit Nichtbanken bedeuten eine (zum Teil erhebliche) Liquiditätsausweitung in den betroffenen Ländern. Die damit verbundenen inflationären Gefahren sind aber bei traditionellen Wertpapierpensionsgeschäften vermeintlich geringer, da die eher kurzfristig bereitgestellte Liquidität im Falle des Aufschwungs möglicherweise schneller wieder vom Markt genommen werden kann. Dies ist aber sowohl bei längerfristigen Wertpapierpensionsgeschäften, deren Anteil zugenommen hat, als auch bei längerfristigen Offenmarktoperationen (am Kapitalmarkt), wie sie jetzt von allen Notenbanken zunehmend durchgeführt werden, deutlich schwieriger.⁶ Darüber hinaus steht zu befürchten, dass alle beteiligten Notenbanken in der Aufschwungphase sehr lange warten werden, bis man die geldpolitischen Zügel wieder anzieht – denn keine der beteiligten Notenbanken wird sich vorwerfen lassen wollen, den Aufschwung frühzeitig wieder abgewürgt zu haben. Abschließend scheint allerdings bedenkenswert, dass alle Notenbanken gegenwärtig die Krise mit genau der (expansiven) Geldpolitik zu bekämpfen versuchen, die zumindest eine Ursache für den Ausbruch der Finanzkrise selbst war.

Die stark expansive Geldpolitik wird aber nicht nur mit dem extremen Konjunktur einbruch in vielen Ländern begründet, sondern auch mit einer – angeblich – drohenden Deflation. Nachdem die Inflationsrate in Deutschland im Juli 2009 um 0,5 und im September 2009 um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat gesunken war, stieg sie im Dezember 2009 bereits wieder um 0,9 Prozent. Dies entspricht zugleich auch der De-

⁶ Zu weiteren Problemen von Offenmarktoperationen am Kapitalmarkt und gegenüber Nichtbanken siehe *Issing* (2006, S. 89 ff.)

zember-Inflationsrate für das Eurowährungsgebiet, während sie in der EU bei 1,4 Prozent lag. Betrachtet man hingegen – was gerne bei steigenden Inflationsraten gemacht wird – die um Energiepreise bereinigte Kerninflationsrate, so ist diese Rate sowohl im Eurowährungsgebiet als auch in Deutschland bisher nicht unter etwa einem Prozent gesunken und lag damit deutlich entfernt von negativen Werten. Die Gefahr einer Deflation sieht man insbesondere darin, dass bei der Erwartung (weiter) sinkender Preise die Kaufentscheidungen von Haushalten und Unternehmen in die Zukunft verlagert werden und damit die gegenwärtige Krise noch verschärft wird. Hinzu kommt, dass Nominallöhne häufig nach unten inflexibel sind, sodass mit einer Deflation ein Anstieg der Reallöhne und damit eine zunehmende Belastung der Unternehmen verbunden ist. Ähnliches gilt für den Realwert der Verschuldung bei Privaten und beim Staat. Wenn man den Leitzins nicht unter null Prozent senkt, impliziert eine Deflation ferner einen Anstieg der realen Leitzinsen.

6.2. Staatliche Hilfsprogramme

Zur Überwindung der realwirtschaftlichen Krise wurden in Deutschland – wie auch in vielen anderen Ländern – umfangreiche Konjunkturpakete beschlossen, und zwar im November 2008 das *Konjunkturpaket I* mit Maßnahmen im Umfang von 31,1 Mrd. Euro und im Februar 2009 das *Konjunkturpaket II* mit Maßnahmen im Umfang von 49,2 Mrd. Euro (*Bundesfinanzministerium* 2009). Diese Konjunkturprogramme entsprangen im Großen und Ganzen der *keynesianischen Stabilisierungsphilosophie*, die davon ausgeht, dass der Staat mangelnde private Nachfrage durch erhöhte eigene Nachfrage ausgleichen soll, um den konjunkturellen Abschwung zu begrenzen oder gar umzukehren. Im Mittelpunkt stehen dabei unmittelbare staatliche Ausgaben und Transfers bzw. Subventionen, die an private Ausgaben geknüpft sind. Ein Beispiel hierfür ist die Abwrackprämie für Automobile. Eher skeptisch steht man hingegen Steuersenkungen gegenüber, da man befürchtet, dass ein dadurch bedingter Anstieg des verfügbaren Einkommens nicht in den Konsum fließt, sondern gespart wird („Angstsparen“). Diese Diskussion wurde und wird auch in Deutschland geführt.

Neben den Nachfragewirkungen dieser Konjunkturpakete sind aber die Finanzierungswirkungen von besonderem Interesse, die mit Hilfe der in Abbildung 9 wiedergegebenen staatlichen Budgetrestriktionen erläutert werden sollen (eine ausführliche Darstellung der Zusammenhänge und Folgen findet sich im Beitrag von *Smeets*).

Abbildung 9: Staatliche Budgetrestriktion

$$\underbrace{G^P - T + z \cdot B}_{\text{Primär-Ungleichgewicht}} = \underbrace{\hat{B} + \cancel{\hat{M}}}_{\text{Finanzierungsquellen}}$$

Haushalts-Defizit/Überschuss

→ **Im Inland**

→ **Im Ausland** (Verteuert sich bei Abwertung der heimischen Währung)

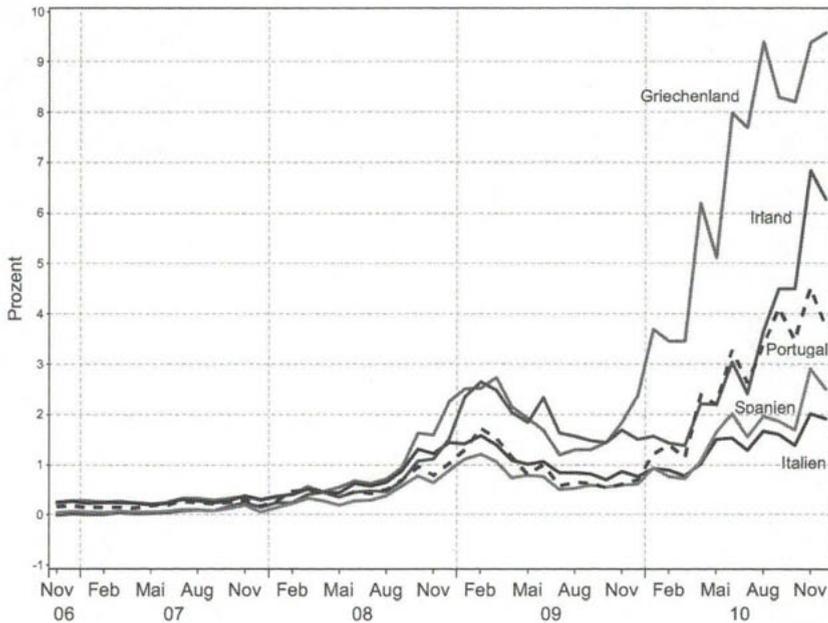
Eigene Darstellung.

Die linke Seite der staatlichen Budgetrestriktion zeigt zunächst das Budgetdefizit oder den Budgetüberschuss. Die gesamten Staatsausgaben ergeben sich dabei aus den Ausgaben im engeren Sinne (Primärausgaben = G^P) und den Zinszahlungen ($z \cdot B$), die wiederum abhängen vom (durchschnittlichen) Zinssatz (z) und dem Schuldenstand (B). Dem stehen die gesamten Einnahmen des Staates (T) gegenüber. Ergibt sich daraus ein positiver Saldo, d.h. ein Budgetdefizit, dann gibt es grundsätzlich zwei Möglichkeiten zu dessen Finanzierung: Der Staat kann sich weiter (neu) am Kreditmarkt verschulden (\hat{B}), indem er zusätzliche Staatsschuldpapiere an Private verkauft, oder er kann Kredite unmittelbar und auf eigene Initiative bei der Notenbank aufnehmen (\hat{M}), wodurch die Geldmenge ausgeweitet wird. Diese Möglichkeit ist in der Währungsunion ausgeschlossen, weil gerade in Deutschland über diesen Kanal nach dem Ersten und Zweiten Weltkrieg Hyperinflationen ausgelöst wurden.

Lassen nun die umfangreichen Konjunkturprogramme und möglicherweise einzulösende Bürgschaften G steigen, während aufgrund des Konjunkturerinbruchs zugleich T sinkt, stellt sich die Frage nach den Finanzierungsfolgen eines so ausgelösten Budgetdefizits. Kurzfristig bleibt für die Mitglieder des Eurowährungsgebiets nur eine (erhöhte) Neuverschuldung (\hat{B}) zur Deckung des Fehlbetrags. Dabei ist gegenwärtig durch die weltweit stark expansive Geldpolitik wohl nicht damit zu rechnen, dass die Zinsen aufgrund der erhöhten Kreditnachfrage (absolut gesehen) steigen werden. Bereits zu beobachten ist allerdings, dass stark verschuldete Länder wie etwa Irland, Griechenland⁷, Italien und Spanien einen höheren Risikozuschlag und damit einen individuell höheren Zins zahlen müssen, weil das Ausfallrisiko höher eingeschätzt wird (siehe Abbildung 10). Die daraus für diese Länder resultierenden Liquiditätsrisiken versucht man nun durch (freiwillige) Kredit- und Bürgschaftszusagen anderer Mitgliedsländer des Eurowährungsgebiets auszuschließen, obgleich gemäß Artikel 103 EGV (*No-bail-out-Klausel*) kein Mitgliedsland verpflichtet ist, für die Staatsschulden eines anderen Mitgliedslandes einzustehen.

⁷ Zur nachfolgend entstandenen Griechenlandkrise siehe ausführlich *Smeets* (2010).

Abbildung 10: Renditedifferenzen gegenüber deutschen Staatsanleihen (10 Jahre Laufzeit)



Darüber hinaus wurden nach Schätzungen der *EU* voraussichtlich 14 der 16 EWU-Mitgliedstaaten 2009 zu Defizitsündern, deren Neuverschuldungsquote die Grenze von 3 Prozent übersteigt. Ausnahmen hiervon bilden zunächst nur Luxemburg und Finnland. Abbildung 11 gibt einen exemplarischen Überblick über die von der *EU-Kommission* festgestellten bzw. geschätzten Defizit- und Schuldenquoten für die Jahre 2008 bis 2011. Ergänzt werden diese Angaben durch entsprechende Zahlen für Japan und die USA. Gegen die betreffenden Mitgliedsländer hat die Kommission mittlerweile Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits eröffnet. Für die Jahre 2010 und 2011 rechnet die EU ferner damit, dass alle Mitglieder des Euro-Währungsgebiets die Defizitgrenze von 3 Prozent verletzen.⁸ Zugleich ist aber nicht zu erwarten, dass die betroffenen Länder zu einer kurzfristigen Anpassung gezwungen oder gar mit Sanktionen (gilt nur für Mitglieder der Währungsunion) belegt werden. Man wird die gegenwärtige Krise vielmehr als ein ‚außergewöhnliches Ereignis‘ interpretieren, das eine entsprechend lange Anpassungszeit erfordert und rechtfertigt. Diese Flexibilität ist im Rahmen der Neuordnung des *Stabilitätspaktes* 2005 geschaffen worden. So lange das Geldmengenventil – im Einklang mit den herrschenden Rahmenbedingungen in der Währungsunion – nicht geöffnet wird, gehen von der zunehmenden Neuverschuldung allerdings keine (unmittelbaren) inflationären Impulse aus!

⁸ Vgl. hierzu *Eurostat* (2010), *European Commission* (2010a) und *Europäische Union* (2010).

Abbildung 11: Neuverschuldungsquote (NVQ) und Schuldenstandsquote (SSQ) ausgewählter Länder

		2008	2009	2010	2011
DE	NVQ	0,0	- 3,3	- 5,0	- 4,7
	SSQ	66,0	73,2	78,8	81,6
FR	NVQ	- 3,3	- 7,5	- 8,0	- 7,4
	SSQ	67,5	77,6	83,6	88,6
IT	NVQ	- 2,7	-5,3	- 5,3	- 5,0
	SSQ	106,1	115,8	118,2	118,9
GR	NVQ	- 7,8	- 12,7	- 9,8	- 10,0
	SSQ	102,6	114,9	123,3	130,2
POR	NVQ	- 2,8	- 9,4	- 8,5	- 7,9
	SSQ	66,3	76,8	85,8	91,1
USA	NVQ	- 6,5	- 11,2	- 10,7	- 9,4
	SSQ	70,0	83,9	92,4	99,5
JAP	NVQ	- 2,7	- 7,4	- 8,2	- 9,4
	SSQ	172,1	189,3	197,2	204,3

Quelle: *European Commission* (2010b, S. 14 ff.) und *OECD* (2009).⁹

Mit Hilfe der staatlichen Budgetrestriktion lassen sich darüber hinaus auch die speziellen Probleme einzelner Länder erläutern: So führte die Verstaatlichung isländischer Banken und die damit vom Staat übernommenen Verluste zu einem entsprechenden Anstieg der Staatsausgaben. Gelingt es einem solchen Land nun nicht, in entsprechendem Umfang Staatsschuld-papiere zu verkaufen, sich also neu zu verschulden, oder die Steuern zu erhöhen, so ist es zahlungsunfähig. Nur ein Kredit Russlands hat Island (zunächst) vor dieser Situation bewahrt.

In Ungarn wurden ähnliche Probleme durch eine hohe Auslandsverschuldung ausgelöst. Die Unsicherheiten im Finanz- sowie im realwirtschaftlichen Bereich führten dazu, dass die Währungen mittel- und osteuropäischer Länder stark abgewertet wurden. Hierdurch erhöhte sich der Schuldendienst dieser Länder und damit das Staatsdefizit ganz erheblich. Ist eine entsprechende private Neuverschuldung weder im In- noch im Ausland möglich, so bleibt als letzte Hoffnung ein Kredit von befreundeten Staaten (z.B. aus der EU) oder vom *Internationalen Währungsfonds* (IMF). Vor diesem Hintergrund ist auch die jüngst beschlossene Quotenerhöhung im IMF zu sehen, die es ermöglichen

⁹ Die Zahlenangaben sämtlicher Mitgliedsländer der EU, ausgenommen Griechenland, entstammen dem Beitrag der *European Commission*, während die Angaben der anderen Ländern dem der *OECD* entnommen sind.

soll, zusätzlichen Ländern entsprechend hohe Kredite zur Krisenbewältigung zur Verfügung zu stellen.

6.3. Stabilisierung des Bankensektors

Die Fähigkeit des Finanzsystems, seine zentralen Funktionen in einer Volkswirtschaft, wie die Allokation von Finanzmitteln und Risiken sowie die Abwicklung von Zahlungen und Wertpapiertransaktionen auch bei Schocks, in Stresssituationen oder strukturellen Umbruchphasen effizient zu erfüllen, ist durch die Auswirkungen der Finanzkrise aktuell eingeschränkt. Um das Vertrauen zwischen den Institutionen und sonstigen Marktteilnehmern wiederherzustellen und somit negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft zu vermeiden, wurde im Oktober 2008 das *Finanzmarktstabilisierungsgesetz* (FMStG) durch die deutsche Bundesregierung beschlossen. Es zielt auf die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit von Finanzinstituten mit Sitz in Deutschland und die Vermeidung einer allgemeinen Kreditklemme ab. Dabei ist ein von der Deutschen Bundesbank verwalteter Rettungsfonds in Höhe von 100 Mrd. Euro Hauptbestandteil, mit dem Kredite zum Erwerb von Problemaktiva und zur Beteiligung an Finanzinstitutionen aufgenommen werden können. Durch ein Maßnahmenpaket der Bundesregierung, bestehend aus Einlagensicherungen, neuen Bilanzregeln, Auflagen für Banken und Manager (Gehaltsobergrenzen, Streichung von Boni, Beschränkung von Dividenden, solide Geschäftspolitik) sowie der Kontrolle des Fonds, soll zudem die Stabilität des Finanzsystems gesichert werden (*Bundesfinanzministerium 2008a*).

Zur Stabilisierung des deutschen Finanzsystems wurde im Oktober 2008 in einem Eilverfahren der *Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung* (SoFFin) durch das Finanzmarktstabilisierungsgesetz geschaffen. Er wurde in Form eines Sondervermögens des Bundes gebildet und wird sowohl vom Bund als auch von den Bundesländern getragen. Durch Stärkung der Eigenkapitalbasis von Finanzunternehmen soll er den herrschenden Vertrauensverlust am Interbankenmarkt reduzieren. Dazu kann der Fonds Garantien bis zur Höhe von 400 Mrd. Euro für begünstigte Unternehmen gewähren; im Falle der Inanspruchnahme aus Garantien hat das Bundesministerium der Finanzen die Möglichkeit, Kredite in Höhe von bis zu 20 Mrd. Euro aufzunehmen. Mittels staatlicher Garantien für die Begebung neuer Schuldtitel hilft er, gegen eine angemessene Verzinsung, Liquiditätsengpässe von Finanzinstituten zu bewältigen, die durch den eingeschränkten Handel am Interbankenmarkt entstanden sind. Zudem kann er sich an Finanzunternehmen beteiligen und somit die Eigenkapitalbasis im Falle des Kapitalmangels aufstocken. Eine weitere Möglichkeit, das Finanzsystem zu stabilisieren, besteht in der Risikoübernahme mittels Gewährung sicherer Schuldtitel durch Übernahme von Risikopositionen, wie z.B. von Forderungen und Wertpapieren, die als Sicherheiten bei Interbankengeschäften verwendet werden können. Am 9. April 2009 trat dann das *Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz* in Kraft, das die völlige Übernahme von Banken durch den Staat ermöglicht (*Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz 2009*).

Zahlreiche Unternehmen haben bereits durch Antragstellung Leistungen des Fonds erhalten: Als eines der ersten Institute, das das Rettungspaket in Anspruch nahm, erhielt die *Commerzbank AG* Garantien für Schuldpapiere in Höhe von 15 Mrd. Euro. Mit einer stillen Einlage von 8,2 Mrd. Euro stärkte der Bund zudem die Kapitalbasis (*Com-*

merzbank 2008). Die Düsseldorfer Industriebank *IKB* hat durch Restrukturierungsmaßnahmen im Jahr 2007/2008 Verluste von bis zu 700 Mio. Euro verzeichnet. Die Staatsbank *KfW*, Sparkassen und Privatbanken garantierten daraufhin Bürgschaften zunächst in Höhe von insgesamt 3,5 Mrd. Euro. Der *SoFFin* hat zudem Ende 2008 einen Garantierahmen von bis zu 5 Mrd. Euro für neu zu begebende Schuldverschreibungen bewilligt (*IKB* 2009). Die schwer angeschlagene *Hypo Real Estate* erhielt staatliche Hilfe in großem Umfang, indem Garantieleistungen von insgesamt ca. 52 Mrd. Euro zugesichert wurden.

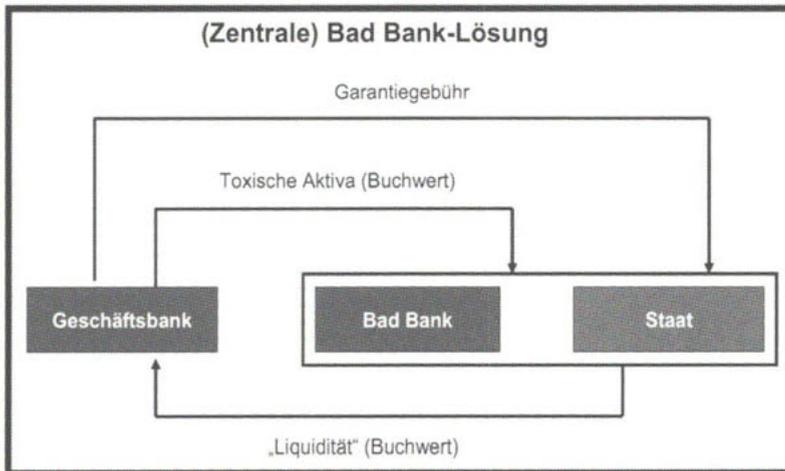
Ein weiteres Instrument zur Wiederherstellung des Vertrauens insbesondere von privaten Bankkunden bildet die Garantieerklärung der Bundesregierung für alle Sicht-, Termin- und Spareinlagen. Eine Sicherheit für deutsche Sparer ergibt sich zum einen durch das bereits bestehende *Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz*, das eine Mindestabsicherung von 90 Prozent der Einlagen bis max. 20.000 Euro vorsieht. Zum anderen existiert ein bewährtes System von freiwilligen Sicherungseinrichtungen, das den Inhabern von Spareinlagen einen weit darüber hinaus gehenden Schutz gewährt. Für den Fall, dass bestehende Einlagensicherungseinrichtungen aufgrund der Folgen der Finanzkrise ihren Verpflichtungen nicht mehr nachgehen können, wurde im Oktober 2008 ein zusätzlicher Schutzschirm geschaffen, indem der Bund alle Sicht-, Termin- und Spareinlagen in unbeschränktem Umfang absicherte (*Bundesfinanzministerium* 2008b). Hierbei handelt es sich jedoch zunächst nur um eine politische Absichtserklärung, die ihre – vertrauensbildende – Wirkung zwar nicht verfehlt hat, im Ernstfall aber keine juristische Anspruchsgrundlage darstellt.

Eine längerfristige Lösung für die *toxischen Papiere* in den Bankbilanzen soll nun auch in Deutschland mit Hilfe von *Bad Banks* erzielt werden. Eine oder mehrere *Bad Banks* übernehmen dabei die ausfallgefährdeten Aktiva von den Geschäftsbanken und bilden damit ein ‚Zwischenlager für Giftmüll‘. Abhängig von der konkreten Ausgestaltung des *Bad Bank*-Konzepts gehen ganz unterschiedliche Risiken für den Staathaushalt und somit für den Steuerzahler einher (siehe auch die Ausführungen zur staatlichen Budgetrestriktion). Dieses Risiko resultiert primär daraus, dass der Staat in mehr oder weniger großem Umfang für eventuelle Verluste der *Bad Bank* haftet. Garantien also, die für den Staat zwar nicht kurz-, mit Sicherheit aber mittel- und längerfristig relevant werden können.

Im einfachsten Fall (siehe Abbildung 12) übernimmt die *Bad Bank* alle toxischen Aktiva zum Buchwert von den Geschäftsbanken und stellt den Geschäftsbanken im Gegenzug in gleichem Umfang ‚Liquidität‘ (z.B. Sichteinlagen) zur Verfügung. Damit sind die Geschäftsbanken auf einen Schlag von all ihren Problemen befreit, allerdings komplett zu Lasten des Staates bzw. der Steuerzahler, auf die das Ausfallrisiko damit übertragen wird. Ergibt sich bei Fälligkeit der toxischen Wertpapiere ein Zahlungseingang, der kleiner ist als der Buchwert, zu dem dieses Wertpapier übernommen wurde, so haftet der Staat mit der jeweiligen Differenz. Das einzig verbleibende ‚technische‘ Problem bei dieser, aber auch bei allen anderen Varianten, ist die Abgrenzung der ausfallgefährdeten Aktiva. Welche Wertpapiere dürfen an die *Bad Bank* abgegeben werden? Sind es nur die amerikanischen Hypothekenkredite und darauf bezogene Derivate, oder zählen z.B. auch griechische Staatschuldbriefe zu den problematischen Aktiva?

Je weiter diese Abgrenzung gezogen wird, desto höher sind die auf den Staat übertragenen Risiken. Bei dieser Variante kommt es letztlich zu einer Sozialisierung der Verluste, während spätere Gewinne wieder privatisiert werden. Diese Einschätzung ändert sich auch dann nicht grundsätzlich, wenn die Geschäftsbanken eine Übernahmegebühr an die Bad Bank bzw. den Staat zahlen müssen.

Abbildung 12: Einfaches Bad Bank-Konzept



Eigene Darstellung.

Die Diskussion in Deutschland hat jedoch gezeigt, dass eine Sanierung der Banken ausschließlich zu Lasten des Staates nicht akzeptabel erscheint. Vielmehr wird eine Verlustbeteiligung der Banken gefordert. Dies geschieht insbesondere auch deshalb, weil sonst die Anreize für künftiges Handeln in Banken vollkommen fehlgeleitet würden, könnten die Verantwortlichen doch stets davon ausgehen, dass neue Verluste wieder durch den Staat übernommen würden (*Moral hazard*). Ein verantwortungsbewusstes ökonomisches Handeln wäre unter diesen Bedingungen wohl kaum zu erwarten.

Vor diesem Hintergrund hat das Bundeskabinett am 13. Mai 2009 ein Bad Bank-Konzept beschlossen, das die obigen Kritikpunkte (zum Teil) berücksichtigt (siehe Abbildung 13). Auch hier übernimmt eine Bad Bank, die nun allerdings jeder Geschäftsbank individuell zur Seite gestellt wird, die toxischen Aktiva. Von dem jeweiligen Buchwert wird nun jedoch zunächst eine 10-prozentige Risikoprämie abgezogen – es verbleibt der Übernahmewert. Im Gegenzug erhält die Geschäftsbank in gleichem Umfang (Übernahmewert) Schuldtitel der Bad Bank, für die der Staat (*SoFFin*) eine Garantie übernimmt. Hierfür zahlt die Geschäftsbank wiederum eine marktgerechte Garantiegebühr – was immer das im Einzelnen heißt. Dies kann in Form von Einlagen oder in Form von Kapitalanteilen erfolgen, so dass auch eine (Teil-)Verstaatlichung möglich ist. Während der Laufzeit von 20 Jahren muss die Geschäftsbank zudem eine Rückstellung in Höhe der Differenz zwischen dem Übernahmewert und dem *Fair Value* (Marktwert) der toxischen Aktiva bilden. Unklar ist gegenwärtig allerdings, nach wel-

chen zeitlichen Vorgaben die Rücklage erfolgen muss. Da für viele toxische Aktiva zeitweilig kein Markt mehr existierte, ergibt sich ferner das gravierende Problem, den *Fair Value* zu ermitteln. Immer dann, wenn er zu hoch angesetzt wird, unterschreitet die Summe aus dem Zahlungseingang bei Fälligkeit eines toxischen Aktivums und der Rückstellung den Wert, den die Bad Bank bei Fälligkeit ihrer eigenen Schuldtitel zahlen muss. Im umgekehrten Fall entsteht ein Überschuss. Damit insbesondere Fehlbeträge nicht dem Bund und dem Steuerzahler zur Last fallen, ist ferner vorgesehen, dass Defizite am Ende der Laufzeit zu einer Ausschüttungssperre bei der betroffenen Bank führen, bis der Fehlbetrag ausgeglichen ist. Bei der Auflösung entstehende Überschüsse werden hingegen an die Anteilseigner ausgeschüttet. Damit sind die Risiken für den Bund weitgehend begrenzt. Sie bestehen insbesondere darin, dass ein Finanzinstitut möglicherweise während der Laufzeit keine Rückstellungen bilden oder am Ende der Laufzeit einer notwendigen Nachschusspflicht aufgrund fehlender Gewinnausschüttungen nicht nachkommen kann. Insgesamt führt die Auslagerung der toxischen Wertpapiere somit in erster Linie zu einer zeitlichen Streckung des notwendigen Abschreibungsbedarfs.¹⁰ Durch die staatlich garantierten Schuldverschreibungen, die nicht durch Eigenkapital abgesichert werden müssen, steigt wiederum der Spielraum der Banken für die Kreditvergabe. Außerdem können diese Schuldverschreibungen verkauft und damit neue Kreditmöglichkeiten geschaffen werden. Aus Bankenkreisen wird hingegen befürchtet, dass der 10-prozentige Risikoabschlag zu unmittelbaren (Abschreibungs-)Belastungen bei den betroffenen Instituten führen könnte, die sie gerade gegenwärtig nicht zu tragen in der Lage sind.

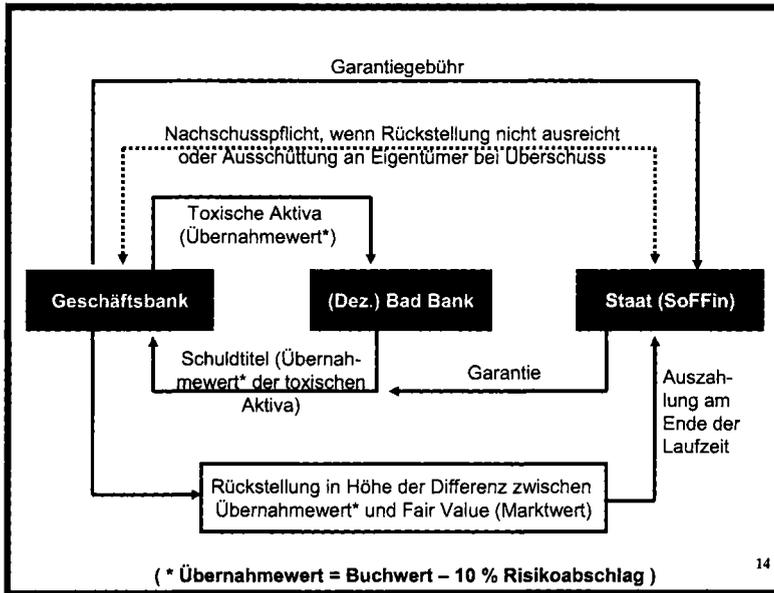
Wird das Bad Bank-Konzept in der vorgeschlagenen Form auch – oder gerade – von den Landesbanken in Anspruch genommen, vermindern sich die zuvor aufgezeigten Probleme dadurch, dass Länder und Kommunen (als Träger der Sparkassen) von vornherein als Eigentümer zur Haftung verpflichtet sind. Dabei sollen die Länder zunächst bis zu ihrer individuellen Belastungsgrenze für Zahlungen einstehen, während darüber hinaus anfallende Verpflichtungen (eventuell) vom Bund übernommen werden. Damit steht zugleich aber auch fest, dass für diesen erheblichen Teil der toxischen Aktiva der Staat insgesamt und damit der Steuerzahler komplett haftet. Die Frage ist somit nur, wie sich die Belastungen auf Bund, Länder und Kommunen verteilen – der Steuerzahler wird aber auf jeden Fall zur Kasse gebeten.

Für die Landesbanken ist darüber hinaus ein spezielles, noch weitergehendes Konzept in der politischen Diskussion. Die Bad Bank wird dabei als ‚Anstalt in der Anstalt‘ (*Aida*) bezeichnet. Im Gegensatz zu den Privatbanken sollen die Landesbanken dabei in die Lage versetzt werden, neben den toxischen Wertpapieren auch ‚nicht-strategische Aktivitäten‘ (problematische Geschäftsbereiche) auszulagern. Dies kommt letztlich einer Generalsanierung auf Kosten der Öffentlichkeit gleich. Dieses Angebot wird aber wohl von politischer Seite mit der Auflage verknüpft, die sechs bestehenden Landesbanken neu zu ordnen. Die damit verbundenen Fusionen bzw. Auflösungen und neuen Aufgabenverteilungen werden aber aufgrund divergierender Vorstellungen der Eigen-

¹⁰ Zu einer alternativen Ausgestaltung der Bad Bank den Vorschlag von *van Suntum und Ilgmann* (2009, S. 237 ff.).

tümer immer wieder in die Zukunft verschoben. Leider stehen auch hier politische und Verbandsinteressen einer ökonomisch sinnvollen Lösung entgegen.

Abbildung 13: Bad Bank-Konzept der Bundesregierung



Eigene Darstellung.

7. Ausblick – oder: Wie lassen sich künftige Krisen vermeiden?

Eine stark expansive Geldpolitik und umfangreiche Konjunkturpakete sind die augenscheinlichen (kurzfristigen) Reaktionen auf die gegenwärtige Krise. Gegenstand dieses Radein-Seminars wird es daher – vor dem Hintergrund der Ursachen – in erster Linie sein, diese Maßnahmen und die damit verbundenen Wirkungen zu beurteilen sowie prozess- und insbesondere ordnungspolitische Veränderungen zu erörtern, durch die künftige Finanz-Krisen vermieden werden. Dabei stehen im weiteren Verlauf des Seminars folgende Problembereiche im Vordergrund:

- Weder eine expansive Geldpolitik noch die zuvor beschriebenen Staatsgarantien und Staatsbeteiligungen sind geeignet, die Finanzkrise rasch zu überwinden. Die volle Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte setzt voraus, dass die Banken ihre traditionellen Intermediationsleistungen wieder ohne Restriktionen erfüllen können. Die Fähigkeiten lassen sich nur wieder herstellen, wenn die ausfallgefährdeten („toxischen“) Wertpapiere zeitnah und eigenkapitalschonend aus den Bankbilanzen entfernt bzw. in den Bilanzen neutralisiert werden. Eine Möglichkeit zur raschen Bereinigung der Bankbilanzen wäre die Implementierung von Bad Banks. Hierbei ist jedoch auf die Lastenverteilung zwischen den beteiligten Banken und dem Staat zu

achten sowie auf die damit verbundenen Anreizwirkungen bei den Beteiligten, sich für die Bad Bank und für deren spezifischen Varianten zu entscheiden (siehe hierzu den Beitrag von *Börner und Sauermann*).

- Die expansive Geldpolitik der Notenbanken kann zu einem Konflikt zwischen deren Aufgabe als ‚*lender of last resort*‘ (Funktionsfähigkeit des Finanzsystems) und der Aufgabe, Preisniveaustabilität zu garantieren, führen. Die Reaktion der Notenbanken auf die Krise untersuchen *Hauck und Neyer*. Wie die künftige Geldpolitik aussehen sollte, um Inflation und neue Krisen zu vermeiden, diskutieren hingegen *Thieme und Vollmer*.
- Was zunächst ‚nur‘ als Bankenkrise in den USA entstand, hat sich im Laufe des Jahres 2009 zu einer globalen Wirtschaftskrise entwickelt. Über welche Transmissionskanäle sich dieser Flächenbrand ausbreitete, ist Gegenstand des Beitrags von *Smeets*. Er untersucht ferner die staatlichen Reaktionen auf diese realwirtschaftliche Entwicklung. Mit der Forderung nach umfangreichen Konjunkturprogrammen sind viele Politiker und Ökonomen – vielfach auch solche, die das stets weit von sich gewiesen haben – zu Anhängern einer keynesianischen nachfrageorientierten Fiskalpolitik geworden – trotz aller schlechten Erfahrungen, die man in der Vergangenheit mit dieser Politik gemacht hat. Hierzu gehören insbesondere die Finanzierungsprobleme und die damit verbundenen Wirkungen.
- Werden die Finanzierungsprobleme für den Staat übermächtig, so kann sich die Frage nach dem Staatsbankrott stellen. Ob ein solcher Staatsbankrott grundsätzlich möglich ist und mit welchen Folgewirkungen er (für die Bevölkerung) verbunden sein kann, untersuchen *Rösl und Schäfer*.
- Spätestens seit der Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 werden zahlreiche Regulierungsvorschläge zur Neuordnung des internationalen Finanzsystems diskutiert, dass die Regulierungsinstitutionen in vielen Ländern zu schwach oder zu stark zersplittert sind und die Finanzinstitute einer unterschiedlichen Regulierungsintensität unterliegen. Folglich können die Aufsichtsbehörden (internationale) Finanzkrisen weder vermeiden noch bekämpfen, und den Marktteilnehmern wird ein breiter Spielraum für Regulierungsarbitrage eingeräumt. Ferner stellt sich die Frage nach einer speziellen Regulierung in einzelnen Finanzmarktsegmenten. Hierzu gehören zum Beispiel die Regulierung strukturierter Finanzprodukte, von Hedge Funds und die Berücksichtigung von Zweckgesellschaften in der Bilanz. Hierunter lassen sich im weitesten Sinne aber auch die Wirkungen unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften fassen. Auf der makroökonomischen Ebene wird in diesem Zusammenhang auch immer wieder die Einführung einer ‚Spekulationssteuer‘ – die sogenannte *Tobin-Steuer* – diskutiert¹¹. Die Frage nach den geeigneten ordnungspolitischen Rahmenbedingungen und der optimalen Regulierungsdichte wird im Beitrag von *Haucap, Heimeshoff und Uhde* aufgegriffen.
- Einen besonderen Aspekt der Regulierung bilden die Rating-Agenturen und die damit verbundene Principal-Agent-Problematik. Dabei gilt es, die Qualität von Ra-

¹¹ Vgl. zu diesen Reformvorschlägen auch *Borchert* (2010), *Franke und Krahen* (2009), *Vaubel* (2010) und *Welfens* (2009).

tings zu überprüfen und zu vergleichen. Ferner strebt man an, neben den individuellen stärker auch die systemischen Risiken beim Rating zu berücksichtigen. Mit diesen Fragen beschäftigt sich der Beitrag von *Welfens* in diesem Band.

Die anfänglichen Subprime-Probleme in den USA, die sich zunächst zu einer Finanzkrise und mittlerweile zu einer allgemeinen weltweiten Wirtschaftskrise ausgeweitet haben, werden sich kurzfristig nicht überwinden lassen. Doch selbst wenn sich die konjunkturelle Erholung fortsetzt, werden uns Folgewirkungen wie mögliche Inflation und insbesondere der Schuldenabbau beim Staat noch lange Zeit beschäftigen.

Literatur

- Borchert, Manfred* (2010), Geschäftsausrichtung der europäischen Banken, in: *Wirtschaftsdienst*, 90. Jg., S. 321-326.
- Buiter, Willem* (2009), Negative Interest Rates: When are they Coming to a Central Bank near you?, Online unter: <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/05/negative-interest-rates-when-are-they-coming-to-a-central-bank-near-you/>, Seitenabruf am 21.12.2010.
- Bundesfinanzministerium* (2008a), Finanzmarktstabilisierungsgesetz, Berlin.
- Bundesfinanzministerium* (2008b), Fragen zur Garantieerklärung der Bundesregierung, 10.10.2008, Online unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Buergerinnen_und_Burger/Alter_und_Vorsorge/038_Spareinlagen.html, Seitenabruf am 15.05.2009.
- Bundesfinanzministerium* (2009), Konjunkturpakete stabilisieren die Wirtschaft, Online unter: http://www.bundesfinanzministerium.de/DE/Buergerinnen_und_Burger/Gesellschaft_und_Zukunft/130-konjunkturpakete.html, Seitenabruf am 21.12.2010.
- Commerzbank* (2008), Commerzbank und SoFFin vereinbaren Kreditprogramm für den Mittelstand, Pressemitteilung 19.12.2008, Online unter: https://www.commerzbank.de/de/hauptnavigation/presse/archiv/_presse_mitteilungen/2008/quartal_08_04/presse_archiv_detail_08_04_4919.html, Seitenabruf am 15.05.2009.
- Europäische Union* (2010), Kommission bewertet Stabilitäts- und Konvergenzprogramme von vierzehn EU-Mitgliedstaaten, Online unter: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/10/288&format=HTML&aged=1&language=DE&guiLanguage=en>, Seitenabruf am 21.12.2010.
- European Commission* (2010a), Overview of ongoing excessive deficit procedures, Online unter: http://ec.europa.eu/economy_finance/sgp/deficit/countries/index_en.htm, Seitenabruf am 21.12.2010).
- European Commission* (2010b), DG Economic and Financial Affairs, Public finances in EMU - 2010, Brüssel.
- Eurostat* (2010), Zweite Datenmeldung zu öffentlichem Defizit und Schuldenstand für 2009, Online unter: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-22102010-AP/DE/2-22102010-AP-DE.PDF, Seitenabruf am 21.12.2010
- Finanzmarktstabilisierungsergänzungsgesetz* (2009) FMStErgG, in: *Bundesgesetzblatt*, Teil I, Nr. 18, 07.04.2009.
- Franke, Günter* und *Jan P. Krahn* (2007), Finanzmarktkrise: Ursachen und Lehren, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24.11.2007, S. 13.
- Franke, Günter* und *Jan P. Krahn* (2009), Instabile Finanzmärkte, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, Bd.10, S. 335-366.