

# Die internationalen finanziellen Turbulenzen

*Trevor Evans*<sup>1</sup>

“Was gegenwärtig auf den Kreditmärkten passiert, ist ein riesiger Schlag gegen die Glaubwürdigkeit des angelsächsischen Modells des auf finanzmarktgestützten Kapitalismus”.

Martin Wolf, Chef- Wirtschaftskommentator, *Financial Times*<sup>2</sup>

Seit ungefähr einem Jahrzehnt ereignete hat es eine ganze Reihe großer finanzieller Krisen gegeben, aber sie fanden fast alle in Entwicklungs- oder Schwellenländern statt. In der zweiten Augustwoche 2007 drohte jedoch dem US- Bankensystem ein ernsthafter Zusammenbruch, als der Interbankengeldmarkt, auf dem Banken sich gegenseitig Geld leihen und verleihen, auszutrocknen drohte. Die Federal Reserve (US- Zentralbank) musste Geld in das Bankensystem pumpen, damit es weiter reibungslos funktionierte. Der europäische Interbankenmarkt wurde fast gleichzeitig davon erfasst, so dass die Europäische Zentralbank dem Bankensystem der Eurozone große Mengen an zusätzlicher Liquidität zur Verfügung stellen musste. Die Bank of England war zunächst etwas zurückhaltender hinsichtlich der Bereitstellung von Mitteln, revidierte diese Haltung aber schnell, als die Hypothekenbank Northern Rock einen Ansturm erlebte - den ersten in Großbritannien seit 1866. Es gingen Bilder um die Welt mit verängstigten KundInnen, die vor den Filialen der Bank Schlange standen, um ihre Ersparnisse zu retten.

Die direkte Ursache der Krise ist auf die Probleme in den USA mit so genannten Subprime-Hypotheken zurück zu führen - zweitklassige Hauskaufdarlehen für Haushalte mit geringer Kreditwürdigkeit. Sie spiegelt jedoch die weitergehenden jüngsten Entwicklungen wider, die mit der Deregulierung und Expansion im Finanzsektor verbunden sind. Das gesamte Ausmaß der Krise ist noch nicht absehbar, da es sich um sehr komplexe Finanzinstrumente handelt,

---

<sup>1</sup> Fachhochschule für Wirtschaft, Berlin, [evans@fhw-berlin.de](mailto:evans@fhw-berlin.de). Dies ist eine überarbeitete Fassung eines Vortrages, der zuerst an der Universität von Campinas, Brasilien, am 29. August 2007 gehalten wurde. Quelle der Informationen und Daten, sofern nicht anders angegeben, ist die Financial Times.

<sup>2</sup> ‘Why the credit squeeze is a turning point for the world’, *Financial Times*, 12. Dezember 2007.

deren Eigentum breit gestreut ist und die sehr schwer zu bewerten sind. In den USA haben einige der renommiertesten New Yorker Banken bereits milliarden schwere Verluste angekündigt, und die Chefs von Citibank und von Merrill-Lynch mussten ihren Hut nehmen. In Europa mussten zwei deutsche Banken gerettet werden, während die Auswirkungen der Krise bis hin zum norwegischen Polarkreis zu spüren sind. Das kleine Städtchen Narvik erlitt Investitionsverluste, die die Finanzierung der Schulen und Altenpflege gefährden.

Da die US- Banken Finanzmittel abzweigen mussten um ihre eigenen Probleme zu lösen, lautet die Schlüsselfrage, inwieweit dies das Kreditangebot für den Rest der Wirtschaft beeinflussen wird. ÖkonomInnen debattieren fleißig, ob die USA eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erleben werden oder ob eine ausgewachsene Rezession wahrscheinlicher ist. Eine solche würde praktisch kein Land unbehelligt lassen.

### ***Die Herausbildung des finanzmarktgetriebenen Kapitalismus***

Nach dem Aktienmarktcrash im Jahre 1929 und der darauf folgenden Bankenkrise führte die US- Regierung extrem strenge Kontrollen im Finanzsektor ein, die weitgehend bis in die 1970er Jahre hinein in Kraft blieben. Weil jedoch unter anderem die Banken Finanzinnovationen schufen, um die rechtlichen Auflagen zu umgehen, wurde damit begonnen, diese Einschränkungen zu liberalisieren. Die wichtigsten Änderungen wurden in den 1980er Jahren eingeführt, insbesondere von der Reagan- Regierung, und wurden bis in die 1990er Jahre von der Clinton- Regierung fortgesetzt. Der Prozess der Innovation und Deregulierung bewirkte eine deutliche Expansion des Finanzsektors. Dies trug zur Herausbildung einer neuen Phase des US- Kapitalismus seit den frühen 1980ern bei, in der der Finanzsektor eine zentrale Rolle für Wachstum und Investitionen einnahm.

In den 1980ern erlebten die USA eine große Welle von Unternehmensfusionen und - übernahmen. Viele Übernahmen waren fremdfinanziert, d.h. die KäuferInnen bringen nur einen kleinen Anteil des Kapitals selbst auf und borgen sich den Rest, entweder von Banken, oder in noch höherem Maße mittels Anleihen auf dem Kapitalmarkt. Nach der Übernahme wurden die Firmen rationalisiert und die am wenigsten profitablen Bereiche geschlossen, und die ständige Drohung des Arbeitsplatzverlustes diente dazu, während des ganzen Jahrzehnts die Reallöhne zu drücken. Dieser Prozess, der in Oliver Stones Film *Wall Street* verewigt wurde, führte zu einer bedeutenden Rationalisierung des Unternehmenssektors in den USA, hörte jedoch 1989 auf, als das Bankensystem die Kreditexpansion nach mehreren Jahren

übermäßiger Kreditgewährung abrupt drosselte. Dies führte 1990 bis 1991 zu einer kurzen Rezession. Um den Druck auf das Bankensystem zu lindern, senkte die Federal Reserve die Zinssätze, und als US-Vermögensstiel für internationale Investoren weniger attraktiv wurden, wurde der Dollar schwächer und die US- Exporte schnellten in die Höhe.

In den 1990er Jahren verzeichnete die US- Wirtschaft, nach einer Zeit des langsamen Wachstums ohne zusätzliche Beschäftigung in der ersten Hälfte des Jahrzehnts, ein nachhaltiges hohes Wachstum durch den Informationstechnologie- Boom. Während mehrerer Jahre verstärkten sich hohe Profite, steigende Aktienkurse und massive Anlageinvestitionen gegenseitig. Der Boom benötigte jedoch eine weitere massive Kreditausdehnung, da Konzerne sich riesige Summen borgten, nicht nur um Anlageinvestitionen zu finanzieren, sondern auch um ihre eigenen Aktien zurückzukaufen. Sie trugen damit zur „Spekulationsblase“ der Aktienkurse bei, die sich zum Ende des Jahrzehnts entwickelte. Bekanntlich platzte diese Blase Anfang 2000, und die Aktienkurse fielen etwa um ein Drittel während der nächsten zweieinhalb Jahre. In der zweiten Hälfte des Jahres 2000 brachen die Anlageinvestitionen ein, und mit der Abnahme von Produktion und Beschäftigung begann ab Januar 2001 eine Rezession der US-Wirtschaft.

### ***Die Federal Reserve dämmt die Krise auf dem Aktienmarkt ein***

Das Platzen der Aktienmarktblase im Jahre 2000, nach mehreren Jahren fiebrhafter Investitionstätigkeit, war in vielerlei Hinsicht mit dem Aktienkurscrash von 1929 vergleichbar.<sup>3</sup> Aufgrund der entschiedenen Reaktion der US- Zentralbank führte dieser Crash jedoch nicht wie in den 1930er Jahren zu einer Kette von Bankzusammenbrüchen und einer lang anhaltenden Depression. Im Januar 2001 begann die Federal Reserve aggressiv den Leitzinssatz zu senken. Innerhalb eines Jahres wurde der Leitzins von 6.5 auf 1.75 Prozent gesenkt und auf nur 1 Prozent im Jahre 2003 reduziert (siehe Grafik 1).<sup>4</sup> Da die Inflation während dieser Zeit meist 2 Prozent oder mehr betrug, waren die realen Zinsen während eines

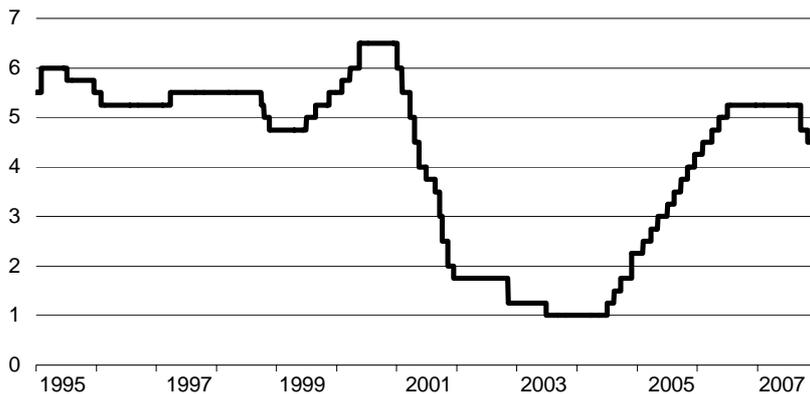
---

<sup>3</sup> Im mancher Hinsicht war der US- Aktienmarkt 2000 sogar noch stärker überbewertet als im Jahre 1929: das Preis- Gewinn- Verhältnis der Aktien, dessen langfristiger Wert bei etwa 15 liegt, hatte im September 1929 den Höchstwert 32.5. Im Dezember 1999 erreichte er den Wert 42.2. Siehe die Datenbank von Robert Shiller unter: [www.econ.yale.edu/~shiller/](http://www.econ.yale.edu/~shiller/)

<sup>4</sup> Die US- Zentralbank betreibt ihre Geldpolitik, indem sie eine Vorgabe für den Leitzins auf dem Federal Funds Markt ankündigt - dem Tagesgeldmarkt zwischen Banken - und stellt dann durch Offenmarktgeschäfte die erforderlichen Reservemengen zur Verfügung, die zur Erzielung dieses Zinssatzes notwendig sind.

Zeitraums von etwa drei Jahren negativ. Die Folge war eine erhebliche Kreditexpansion, so dass die Rezession von relativ kurzer Dauer war, und das Wirtschaftswachstum begann sich 2002 zu erholen. Die extrem expansive US- Geldpolitik sorgte dafür, dass das Kreditangebot - bzw. die Liquidität - auf den Kapitalmärkten ebenfalls hoch war und dass im Ergebnis die langfristigen Zinsen auf Anleihen ungewöhnlich niedrig waren.

**Grafik 1. Die Vorgabe der Federal Reserve für den Leitzins (%)**



Ein Resultat des reichlichen und billigen Angebots an Liquidität war ein neuer Boom bei fremdfinanzierten Konzernübernahmen, und das starke Wachstum von Private Equity Fonds, die die führenden Akteure bei solcher Konzernübernahmen waren. Dies zeigte sich beim Wachstum der Kredite für fremdfinanzierte Übernahmen in den USA, die von \$216 Milliarden im Jahre 2001 auf \$612 Milliarden im Jahre 2006 zunahm.<sup>5</sup>

Die bedeutendste Kreditexpansion erfolgte jedoch im Bereich der Hypothekarkredite. Von 385 Milliarden US- Dollar im Jahre 2000 stieg die Nettodarlehensaufnahme der Haushalte bei Hypothekarkrediten auf einen Höchstwert von 963 Milliarden Dollar im Jahre 2005, und fiel geringfügig im Jahre 2006.<sup>6</sup> Obwohl das Angebot an neuen Eigenheimen stark zunahm, wirkte sich die Verfügbarkeit von Finanzmitteln massiv auf die Wohnungspreise aus. Diese waren Mitte der 1990er Jahre angestiegen, als das US- Wirtschaftswachstum kräftiger wurde.. Als die Zinsen 2001 gesenkt wurden, nahm die Inflation der Wohnungsmarktpreise noch

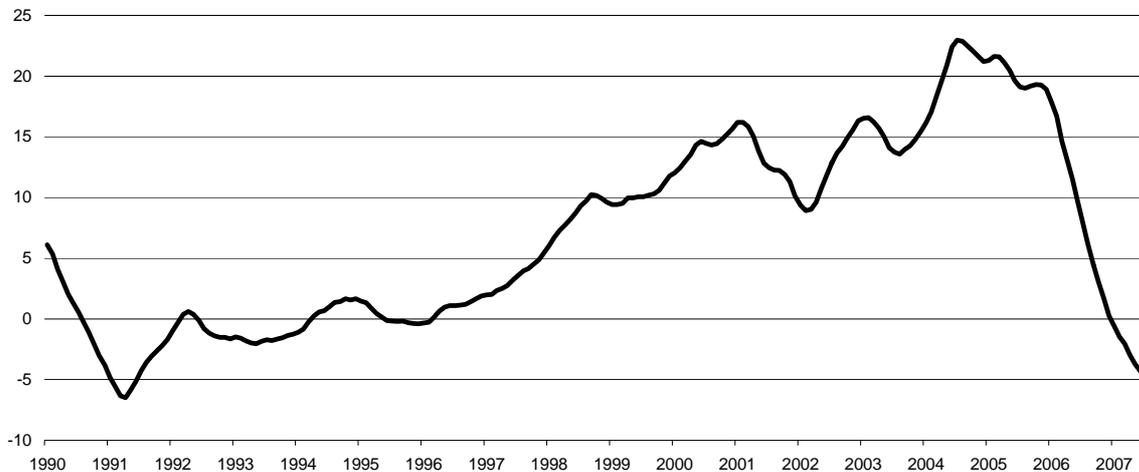
---

<sup>5</sup> Reuters Loan Pricing Corporation, [www.loanpricing.com](http://www.loanpricing.com). Kredite nahmen innerhalb der ersten Jahreshälfte 2007 auf \$427 Milliarden zu, aber fielen im dritten Quartal massiv als Reaktion auf die sich entwickelnde Krise.

<sup>6</sup> Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, Tabelle D2.

stärker zu, von etwa 10 Prozent zu Beginn des Jahres 2002 auf etwa 20 Prozent jährlich im Jahre 2005 (siehe Grafik 2).

**Grafik 2. Inflation der Eigenheimpreise in den USA (%)**



*Quelle:* S&P/Case-Shiller Home Price Index

Zwischen 2001 und 2006 verdoppelten sich die durchschnittlichen Eigenheimpreise in den USA, und dies erwies sich als der Hauptkanal über den sich die Geldpolitik der US-Zentralbank auf das Wirtschaftswachstum auswirkte. Viele Haushalte nutzten die niedrigen Zinssätze, um ihre Hypotheken umzuschulden - dies wird durch das US- Finanzierungssystem auf dem Wohnungsmarkt erleichtert. Durch den höheren Wert ihrer Eigenheime konnten Haushalte mehr Darlehen aufnehmen als erforderlich um ihre alten Hypotheken abzubezahlen, und der restliche Betrag wurde hauptsächlich zur Finanzierung des Konsums eingesetzt. Andere Haushalte nahmen einfach Kredite auf den steigenden Wert ihrer Eigenheime auf und finanzierten damit zusätzlichen Konsum (so genannte „Eigenheim-Abhebungen“). Die dadurch erbrachten Summen waren riesig, sie nahmen von \$226 Milliarden im Jahre 2001 auf \$485 Milliarden im Jahre 2005 zu.<sup>7</sup> Diese Kreditaufnahme erklärt einen großen Teil der Konsumzunahme in diesen Jahren. Da die Anlageinvestitionen eher schwach blieben, war dies hauptsächlich für die Ankurbelung der wirtschaftlichen Expansion verantwortlich, die 2002 einsetzte.

---

<sup>7</sup> Die Zahlen wurden freundlicherweise von Jim Kennedy zur Verfügung gestellt, indem er die Zahlen aktualisierte in: Alan Greenspan und James Kennedy, 'Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments and Debt on One-to-Four Family Residences,' Federal Reserve Board, Working Paper 2005-41.

## ***Subprime-Hypotheken***

Das gegenwärtige System der Eigenheimfinanzierung in den USA wurde in den 1930ern von der Roosevelt- Regierung entwickelt. Sie baute die Federal Housing Administration (Bundeswohnungsbehörde) zur Förderung von billigen, langfristigen Eigenheimkrediten auf. Die wichtigste Finanzierungsform, die in diesem Zusammenhang entstand, war eine 30jährige Hypothek mit einem festen Zinssatz, der etwa 1 Prozent über dem Zinssatz auf 10jährigen Bundesanleihen lag. Für Finanzierungen im Kapitalismus, war das ein günstiges Geschäft für EigenheimkäuferInnen. Um allerdings eine solche Hypothek zu erhalten, mussten Haushalte etwa 20 Prozent Eigenbeteiligung aufbringen und beweisen, dass ihr Einkommen ausreicht um die Tilgung zu gewährleisten.

Mit der Deregulierung des US- Finanzsystems seit den 1980ern wurden neue Hypothekenformen entwickelt.<sup>8</sup> Die bedeutendste Änderung war die Abschaffung der rechtlichen Grenzen auf Zinssätze, die es Banken und anderen KreditgeberInnen ermöglichte, riskanteren DarlehensnehmerInnen Kredite mit höheren Zinsen als üblich zu gewähren. Diese Kredite, als Subprime- Hypotheken bekannt, existieren in verschiedenen Formen, dazu gehören der Verzicht auf Einkommensnachweise; Hypotheken auf 100 Prozent des Eigenheimpreises; und so genannte „Lockzinssätze“, bei denen die Rückzahlungen während einer Anfangszeit nicht einmal die Zinskosten decken, und die Differenz dem entliehenen Kapital hinzugefügt wird. Die Verzinsung auf Subprime- Hypotheken ist meist flexibel, und solche Darlehen sind für KreditgeberInnen attraktiv, da der Zinssatz durchschnittlich 5 Prozent über demjenigen von Staatsanleihen liegt.<sup>9</sup>

Subprime- Hypotheken wurden hauptsächlich von ärmeren Haushalten aufgenommen, mit einem relativ hohen Anteil an schwarzen und Latinofamilien.<sup>10</sup> So konnten mehr Menschen ihr eigenes Heim kaufen, aber zugleich wurden aggressive Marketingtaktiken angewandt und es kam zu ausgedehnten Fehlverkäufen. KreditsachbearbeiterInnen gingen beispielsweise von Tür zu Tür in ärmeren Wohnvierteln und überzeugten Haushalte, indem sie die anfänglichen

---

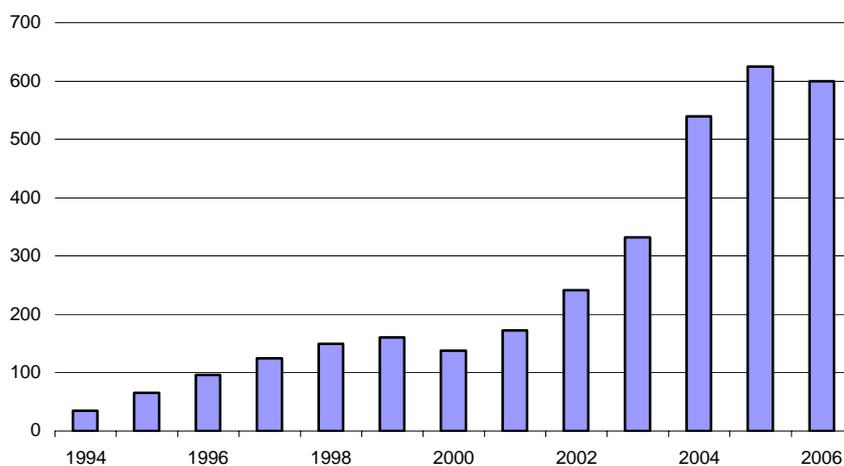
<sup>8</sup> Eine Übersicht zu den wichtigsten Änderungen findet sich in der Rede des Federal Reserve Ratsmitglieds Edward M. Gramlich, 'Subprime Mortgage Lending: Benefits, Costs and Challenges', 21. Mai 2004, [www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2004speech.htm](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/2004speech.htm)

<sup>9</sup> [Robert B. Avery](#), [Kenneth P. Brevoort](#), und [Glenn B. Canner](#), 'The 2006 HMDA Data', *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 93, Dezember 2007.

<sup>10</sup> Ibid.

„Lockzinssätze“ anpriesen, mit denen die Rückzahlungen auf die Hypothek im Vergleich zur bezahlten Miete sehr günstig erschienen. In der Zeit nach 2001, als die Eigenheimpreise sich massiv erhöhten, erschien der Kauf eines Eigenheimes besonders attraktiv. Zudem kauften sich die Haushalte mit höherem Einkommen, als die Preise stiegen, Zweit- oder gar Dritthäuser als bloße Spekulationsobjekte und finanzierten diese mit Subprime- Hypotheken. Sie konnten die gesamte Investition mit der Hypothek finanzieren, und die Rückzahlungen waren während der ersten zwei bis drei Jahre sehr niedrig - und bis dahin hatten sie vor, das Eigenheim zu verkaufen und vom Kapitalgewinn zu profitieren!

**Grafik 3. Vergabe von US Subprime- Hypotheken (in Milliarden \$)**



*Quelle:* Mortgage Bankers Association

Die Gewährung von Subprime- Hypotheken nahm zwischen 2001 und 2005 sehr stark zu, von \$173 Milliarden auf über \$600 Milliarden jährlich (siehe Grafik 3). Dieser Anteil an Subprime- Hypotheken an der gesamten Hypothekarkreditvergabe erhöhte sich ebenfalls in dieser Zeit von etwa 5 Prozent auf 14 Prozent. Da es sich jedoch hauptsächlich um Hypotheken mit flexibler Verzinsung handelte, und einige zudem anfangs sehr niedrige „Lock“-Zinssätze aufwiesen, wurde der Zinssatz bei einem hohen Anteil der in dieser Zeit gewährten Kredite bei den Rückzahlungen nach oben korrigiert sobald die Zinssätze anstiegen und die Lockzinsen ausliefen.

## **Verbriefung**

Eine zweite wichtige Innovation, die seit den 1980ern erfolgte, ist dass viele Banken nicht mehr Hypotheken in ihren eigenen Bilanzen verzeichnen bis sie zurückgezahlt worden sind. Stattdessen werden die Hypotheken in einem Bündel zusammen gruppiert, das dann als

Anleihe auf dem Kapitalmarkt verkauft wird. Die für die Hypothek zuständige Bank profitiert von den Gebühren die sie dafür erhält, und die InvestorInnen, die die Anleihe kaufen, erhalten die Rechte auf die Einkünfte, die mit den von den Haushalten geleisteten Rückzahlungen plus Zinsen erzielt werden. Mit diesem als Verbriefung bezeichneten Prozess können Banken vermeiden, Kapital an diese Darlehen zu binden. Der Prozess erlebte einen entscheidenden Boom nach 1988, als eine internationale Eigenkapitalvereinbarung in Kraft trat, heute bekannt als Basel I, die den Banken auferlegte, solche Kredite mit Eigenkapital im Umfang von 8 Prozent zu unterlegen.

Die US- hypothekenbesicherten Anleihen sind zu den größten Anlagepools der Welt geworden. Bis Januar 2007 betrug ihr Gesamtwert \$5.8 Billionen, davon entfielen 14 Prozent auf Subprime- Hypotheken und weitere 12 Prozent auf so genannte Alt-A Hypotheken- eine Kategorie irgendwo zwischen Prime- (erstklassigen) und Subprime- (zweitklassigen) Hypotheken. Die Menge der im Ausland gehaltenen hypothekenbesicherten US-Anleihen ist ebenfalls beträchtlich, sie beliefen sich auf etwa \$850 Milliarden.<sup>11</sup>

Um eine Anleihe auf dem Kapitalmarkt zu verkaufen, muss eine Bewertung von einer der privaten Ratingagenturen eingeholt werden, die für diesen Zweck eingerichtet wurden. Die drei bekanntesten Agenturen, alle mit Sitz in den USA, sind Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings. Gegen eine Gebühr schätzen sie das Risiko ein, das ihrer Meinung nach mit einer bestimmten Anleihe verbunden ist, und vergeben eine Note. Das genaue System variiert von Agentur zu Agentur, aber Anleihen mit dem geringsten Risiko werden mit AAA bewertet, und das System wird mit AA und A, dann BBB, BB und B, usw. bis CCC oder so fortgesetzt, je nach zunehmendem Risiko. Die Bewertung ist wichtig, denn je niedriger die Bewertung, desto höher ist der Zins, der für den Verkauf der Anleihe angeboten werden muss. Überdies wird einigen institutionellen Anlegern, wie Pensionsfonds, gesetzlich vorgeschrieben, nur in jenen Anleihen zu investieren, die die höchsten Ratings erzielen.

Da Subprime-Hypotheken Haushalte mit schwacher Kreditbonität betreffen, erhalten Anleihen, denen Subprime- Hypotheken zugrunde gelegt sind, nicht die höchsten Ratings. In der Praxis ist eine Bewertung eher um BBB typisch. Deshalb sind solche Anleihen nicht attraktiv für Investoren, die Anleihen mit den höchsten Ratings halten wollen - oder gesetzlich

---

<sup>11</sup> IWF, *Global Financial Stability Report*, April 2007, S. 4.

müssen. Investmentbanken haben jedoch eine neue Art von Finanzinstrument, die Collateralised Debt Obligation (CDO), ein Wertpapier das mit einem Pool von Anleihen, Krediten und anderen Vermögenswerten unterlegt ist. Damit können Wertpapiere mit einem niedrigeren Rating, wie jene, denen Subprime- Hypotheken, Kreditkartenschulden oder Autoleasingverträge zugrunde liegen, in Wertpapiere mit dem höchsten Rating verwandelt werden.

Das Fundament einer CDO sind die Rückzahlungen, die an eine Anleihe aufgrund von Subprime-Hypotheken fließen, oder eine andere relativ riskante Schuldenform. Neue Instrumente, so genannte Tranchen, werden dann gebildet, die das Recht auf die Einkünfte gemäß dem Risiko aufteilen. Dies kann mit einem Wasserfall verglichen werden, der Einkommensfluss reicht nur bis in die unteren Ebenen wenn der Fluss groß genug ist. Der erste Teil des Einkommensflusses wird von der Investitionsbank, die die CDO zusammenstellte, als Gebühr erhoben. Wenn die Gebühren entrichtet sind, wird die so genannte Senior Tranche abgezweigt, die eine AAA- Bewertung aufweist. Danach gehen die Einkünfte an die so genannten Mezzanine-Tranchen, die meist Ratings von AA bis BBB aufweisen. Die letzte Tranche, die so genannte Equity-Tranche, hat keine Bewertung. Die Rendite auf die Tranchen steigt mit der Abnahme der Bewertungen. Auf diese Weise wird das ganze Risiko der Subprime- Hypotheken herausdestilliert und in den niedrigeren Tranchen konzentriert, ein explosives Gebräu, das in der Finanzpresse wahlweise als „giftig“ oder „radioaktiv“ bezeichnet wird.

Der genaue Aufbau der CDOs, die sehr komplex sind, ist das Resultat eines Aushandlungsprozesses zwischen der Investmentbank, die sie zusammenstellt, und der Ratingagentur, die den verschiedenen Tranchen Bewertungen erteilt. Die Investmentbank ist daran interessiert, eine AAA- Tranche zu schaffen, die so groß ist wie möglich, und die Ratingagentur ist, angeblich, bemüht, dass bestimmte Standards eingehalten werden. Die Ratingagenturen sind jedoch einem schwerwiegendem Interessenkonflikt ausgesetzt, da die Gebühren zur Bewertung von CDOs, aufgrund der Komplexität der Aufgabe, etwa zweimal so hoch sind wie jene zur Bewertung traditioneller Konzernanleihen, und in letzter Zeit hat diese Aufgabe den Ratingagenturen einen beträchtlichen Teil ihres Einkommens beschert.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Siehe Aaron Lucchetti und Serena Ng, 'How Rating Firms' Calls Fueled Subprime Mess: Benign View of Loans Helped Create Bonds, Led to More Lending', *Wall Street Journal*, 15. August 2007.

Die ersten CDOs wurden in den späten 1980ern emittiert, aber erst in den letzten Jahren haben sie sich sehr schnell ausgebreitet. Das Gesamtvolumen der Emissionen nahm von \$157 Milliarden im Jahre 2004 auf \$549 Milliarden im Jahre 2006 zu;<sup>13</sup> die hypothekengestützten CDOs von \$45 Milliarden im Jahre 2004 auf \$166 Milliarden 2006.<sup>14</sup> Da CDOs scheinbar höhere Renditen versprachen als andere Wertpapiere mit vergleichbaren Ratings, wurden sie schnell von InvestorInnen wie Versicherungskonzernen, Pensionsfonds, Banken und insbesondere Hedgefonds aufgekauft.<sup>15</sup>

Die Verbriefung wurde - zumindest bis vor kurzem - sehr stark von orthodoxen, neoklassischen ÖkonomInnen begrüßt, da sie als ein Weg gilt, Risiko auf eine größere Anzahl Parteien zu verteilen und dadurch das Finanzsystem sicherer zu gestalten. Gewiss wurden Anleihen auf der Grundlage von Hypotheken sowie komplexere Instrumente wie die CDOs von einer sehr breiten Palette von Finanzinstitutionen aufgekauft. Gerade weil jedoch das Eigentum an solchen Instrumente so breit gestreut ist, ist eine neue Form eines systemischen Risikos entstanden. Da niemand genau wusste, wer genau die Wertpapiere hielt sobald ihr Wert in Frage gestellt wurde, wurden fast alle mit Argwohn belegt und das Vertrauen zwischen den Finanzinstitutionen brach zusammen.

### ***Die Ursprünge der Krise***

Ab 2004 verzeichnete die US- Wirtschaft ein relativ nachhaltiges Wachstum, das hauptsächlich von einer stark kreditfinanzierten Expansion der Konsumnachfrage angetrieben wurde. In der zweiten Hälfte des Jahres 2004 fing die Federal Reserve an, die Zinsen zu erhöhen, und dies dauerte 2005 an, so dass die Zeit außergewöhnlich niedriger Zinssätze beendet wurde. Es war absehbar, dass dies beträchtlichen Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt haben würde. Von Anfang 2006 an ging die Inflation der Eigenheimpreise massiv zurück, sie fiel laut Case-Shiller Index von etwa 20 Prozent auf Null im Verlauf eines Jahres.

---

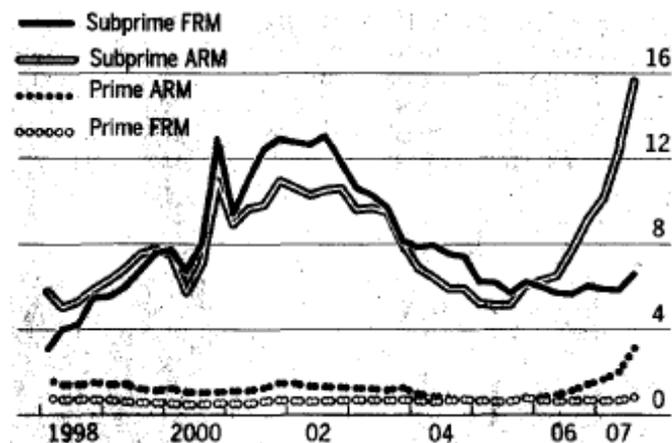
<sup>13</sup> The Securities Industry and Financial Markets Association, *CDO Issuance Data 2007*.

<sup>14</sup> International Monetary Fund (IMF), *Global Financial Stability Report*, Oktober 2007, S. 13.

<sup>15</sup> Für eine genaue Zusammensetzung der Käufe siehe: International Monetary Fund (IMF), *Global Financial Stability Report*, Oktober 2007, Grafik 1.11.

Auslöser der Krise auf den Kreditmärkten war eine Zunahme der Rückzahlungsausfälle bei den Subprime- Hypotheken. Da diese für Haushalte mit schwächeren Bonitätsbewertungen geschaffen worden waren, waren Zahlungsausfälle immer höher als bei Prime Hypotheken (erstklassigen Hypotheken). Zwischen 2002 und 2005 gingen die so genannten Delinquenzraten (=Ausfallquoten) auf Subprime-Hypotheken zwar geringfügig. Aber bei den Subprime-Hypotheken mit flexiblen Zinssätzen stieg die Zahl der Ausfälle im Jahre 2006 dramatisch an, und bis Mitte 2007 erreichte sie 16 Prozent (siehe Grafik 4). Als die Häuser als Sicherheit in Anspruch genommen wurden, setzten erzwungene Verkäufe die fallenden Eigenheimpreise zusätzlich unter Druck. Und in Wohngebieten mit schwachen oder gar fallenden Preisen saßen Haushalte mit Zahlungsschwierigkeiten in der Falle, denn sie konnten nicht einmal mit dem Verkauf ihrer Eigenheime die Hypothek abbezahlen.

**Grafik 4. Delinquenzrate von US- Hypotheken (%)**



Quelle: *Financial Times*, 10. Dezember 2007 / Mortgage Bankers Association.

ARM = Adjustable Rate Mortgage (Hypothek mit flexibler Verzinsung); FRM = Fixed Rate Mortgage (Hypothek mit fester Verzinsung)

Als die Rückzahlungen auf Subprime- Hypotheken ins Straucheln gerieten, wurde der Wert der Anleihen, die auf solchen Hypotheken gestützt waren, in Frage gestellt. Gegen Ende 2006 stieg die Rendite auf diese Anleihen, in Reaktion auf das steigende Ausfallrisiko. Diese Gefahr wurde vielen Marktteilnehmenden dramatisch vor Augen geführt, als Bear Stearns, eine der führenden New Yorker Investmentbanken, im Juni 2007 bekannt gab, dass zwei ihrer Hedgefonds grosse Verluste mit Subprime-Wertpapieren erlitten hatten. Im Juli drohte daraufhin die Ratingagentur Standard and Poor's damit, Subprime- gestützte Anleihen im Wert von rund \$12 Milliarden herab zu stufen.

Die Krise verschärfte sich massiv aufgrund von Entwicklungen bei so genannten Structured Investment Vehicles (SIVs, strukturierte Investitionsvehikel oder Zweckgesellschaften). SIVs

sind rechtliche Konstruktionen, in vielen Fällen von den Großbanken zusammen gestellt, die es möglich machen, Vermögenswerte aus der Bankbilanzen heraus zu halten, so dass kein Kapital diese Anlagen decken muss. Die SIVs kauften hochverzinsliche Vermögenswerte, inklusive Subprime-gestützte Anleihen, die meist eine Laufzeit von 5 bis 10 Jahren aufwiesen, und finanzierte diese durch den Verkauf von kurzfristigen Wertpapieren („Asset Backed Commercial Paper“, ABCP) die oft eine Fälligkeit von nur 90 Tagen aufwiesen. Weil der Ertrag auf die Subprime-Wertpapieren höher war als die Kosten des Commercial Paper, konnten die SIVs einen hübschen Profit generieren - auch wenn es dazu erforderlich war, alle 90 Tage oder so ein neues Commercial Paper zu emittieren. Dies erwies sich als ein sehr attraktives Geschäft, und bis Juli 2007 existierten 29 SIVs, 20 davon wurden von Banken verwaltet, und deren Vermögenswerte beliefen sich auf rund \$368 Milliarden.<sup>16</sup> Aber kurz nachdem das Fiasko von Bear Stearns in die Schlagzeilen geriet, gerieten AnlegerInnen in Panik bei allen Wertpapieren, die irgendwie mit Subprime- Hypotheken zu tun hatten, und die SIVs erlitten eine Finanzierungskrise, da sie keine neuen ABCPs verkaufen konnten.

## **Die Bankenkrise**

Der Schwerpunkt der Krise verschob sich zu den Banken, denn sobald die SIVs ihr Commercial Paper nicht mehr umschulden konnten, wandten sie sich an die Banken um Darlehen zu erhalten. Die SIVs hatten genau für diesen eventuellen Fall Kreditrahmen bei den Banken vorgesehen, diesen aber bislang kaum in Anspruch genommen. Aufgrund der riesigen Summen, die damit verbunden waren, machten Banken, die unter Verdacht standen Forderungen aus dem Zusammenbruch des ABCP- Marktes erfüllen zu müssen, die Erfahrung, dass andere Banken ihnen keinen Kredit einräumen wollten. *Financial Times*-Autor Gillian Tett beschrieb dies mit den bemerkenswerten Worten, dass nun die Bilanz auf den Finanzmärkten von Gier zu Panik wechselte ("the balance of sentiment in financial markets changed from greed to fear").<sup>17</sup>

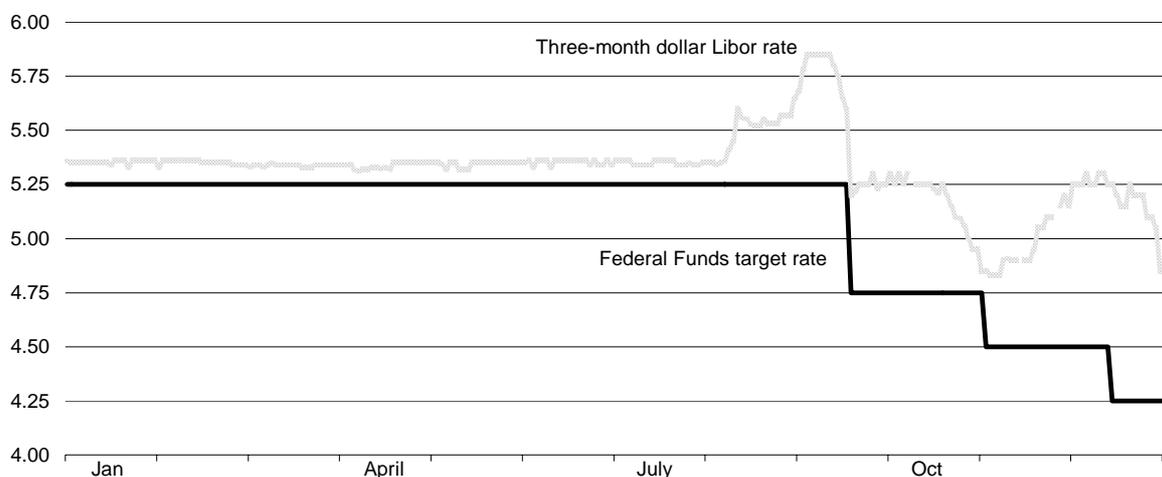
---

<sup>16</sup> Fitch Ratings, *SIVs: Assessing Potential Exposure of Sponsor Banks*, November 2007.

<sup>17</sup> Gillian Tett, 'A delicate balance of greed and fear is upset', *Financial Times*, 11./12. August 2007.

Die Krise erreichte einen Höhepunkt, als in der zweiten Augustwoche das Vertrauen zwischen den Banken zusammen brach und dies zu einem ernsthaften Mangel an Liquidität auf dem Interbankengeldmarkt führte. Dies zeigt sich sehr deutlich an den Zinsen auf dreimonatige Interbankkredite (Grafik 5): die Spanne zwischen dem Zins auf Dreimonats-Papiere und der Vorgabe der Federal Reserve für den Tagesgeldzinssatz liegt meist bei etwa 0.1 Prozentpunkten, in der zweiten Augustwoche stieg sie an, und bis Anfang September hatte sie 0.6 Prozentpunkte erreicht. Die Federal Reserve reagierte indem sie am 17. August den Diskontsatz um 0.5 Prozentpunkte senkte (die Einrichtung des Kreditgebers der letzten Instanz in den USA), aber die Banken zögerten, dies in Anspruch zu nehmen aufgrund des möglichen Stigmas (die Namen der KreditnehmerInnen werden veröffentlicht, und sich an die Einrichtung zu wenden könnte als Zeichen von Schwierigkeiten gedeutet werden). Als sich das Problem auf dem Interbankmarkt verschärfte, senkte die Fed am 18. September ihre Eckzinsen um 0.5 Prozentpunkte, und weitere Senkungen um 0.25 Prozentpunkte folgten am 31. Oktober und am 11. Dezember. Da die Federal Reserve bis kurz zuvor die *Erhöhung* der Zinsen aufgrund von befürchteter erhöhter Inflation erwogen hatte, stellte dieser Schritt einen bedeutsamen Politikwechsel dar.

**Grafik 5. Zinssatz auf dem US- Interbankmarkt (%)**



Dreimonatiger Liborzinssatz in Dollar (Londoner Interbanken-Zinssatz), Leitzins der US-Zentralbank

*Quelle:* Board of Governors of the Federal Reserve System

Die Reaktion der Fed bedeutete die Bereitstellung beträchtlicher zusätzlicher Geldmengen für das US- Bankensystem, hatte jedoch nur geringen Erfolg. Obwohl der dreimonatige Interbank-Zinssatz im Oktober sank, waren die Banken besorgt, dass es sich nicht nur um ein Liquiditätsproblem handelte, sondern dass etliche Banken große Verluste erlitten hatten. Da

nicht genau klar war wer Subprime-gestützte Anleihen oder CDOs hielt, waren alle verdächtig. Da es zudem keinen sSekundärmarkt für CDOs gibt, ist ihr Wert unklar.<sup>18</sup> Im November 2007 veröffentlichten Banken ihre Berichte vom dritten Quartal, und viele der großen New Yorker Banken offenbarten riesige Verluste auf Subprime-bezogenen Anlagen (siehe Tabelle 1). Aufgrund von Ängsten, dass die wahren Zahlen noch schlimmer sein könnten, nahmen die Spannungen auf dem Geldmarkt im Dezember wieder zu. Als sich die Krise noch mehr zu verschärfen drohte, gab die Federal Reserve am 12. Dezember eine weitere Liquiditätszufuhr bekannt, in einer bisher beispiellosen gemeinsamen Intervention, die mit der Europäischen Zentralbank, der Bank of England, der Bank of Canada und der Schweizerischen Nationalbank koordiniert wurde.

**Tabelle 1. Subprime- oder CDO- bezogene Verluste der Banken, drittes Quartal & November 2007**

<i>Bank</i>	<i>\$ Mrd.</i>
Citigroup	9.5
Merill Lynch	7.9
HSBC	3.4
Bank of America	3.0
Barclays	2.7
Wachovia	1.3
Bear Stearns	1.2

*Quelle:* National Mortgage News, Dezember 2007

## ***Die Auswirkungen in Europa***

Das Finanzsystem der heutigen Eurozone verließ sich traditionell weit weniger auf die Kapitalmärkte als es in den USA der Fall war. Aber seit den 1990er Jahren hat sich das geändert, teilweise unter dem Einfluss regulatorischer Änderungen. 1999 lancierte die Europäische Kommission ihren Aktionsplan zu Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan), mit 42 Maßnahmen, die bis 2005 durchgeführt werden sollten, um ein integrierteres, mehr marktorientiertes Finanzsystem in der EU zu schaffen. Darüber hinaus betonte die Lissabon-Strategie, die im Jahre 2000 beschlossen wurde um Europa zur wettbewerbsfähigsten wissensbasierten Wirtschaft der Welt umzuwandeln, die Bedeutung der Entwicklung eines marktorientierteren Finanzsystems nach US- Muster in Europa. Als die

<sup>18</sup> Der IWF schätzt dass die Verluste auf CDOs sich zwischen 40-70 Prozent bewegten (*Global Financial Stability Report*, Oktober 2007, S. 13).

Europäischen Banken größerem Wettbewerb ausgesetzt wurden, wurden auch sie von den scheinbar hohen Renditen der Subprime-gestützten Wertpapiere aus den USA angezogen. In Deutschland suchten zudem die wichtigen öffentlichen Landesbanken, die zusammen mit den Sparkassen etwa ein Drittel des Bankensystems ausmachen, nach einem Ausgleich für einen Rückgang der Gewinne aufgrund eines EU- Beschlusses, der den Wegfall der Gewährträgerhaftung des Landes bedeutete, die ihnen erlaubt hatte, Gelder günstiger zu borgen als private Banken. Dies mehrere Banken dazu veranlasst, außerbilanzielle SIVs einzurichten, die wie in den USA Bestände von langfristigen Subprime-Wertpapieren mit der Emission kurzfristiger Commercial Papers finanzierten (siehe Tabelle 2). Als die AnlegerInnen im Juli 2007 vor weiteren Käufen von ABCP zurückschreckten, sahen sich die europäischen Banken mit dem gleichen Problem konfrontiert wie diejenigen in den USA.

**Tabelle 2. Ausgewählte deutsche Banken und ihre eigenen außerbilanziellen Zweckgesellschaften**

Bank	Gesamt Anlagewerte (Mrd. Euro)	außerbilanzielle Vehikel	Krediteinrichtungen (Mrd. Euro)
Sachsen LB	68	Ormond Quay	17.3
LBBW	428	Lake Constance	8.2
IKB (KfW)	52	Rhineland Funding	8.1
West LB	285	Compass	6.2
Bayern LB	353	Giro Lion	6.2
HSH Nordbank	189	Poseidon	5.2
DZ Bank	439	Coral Capital	3.0
Landesbank Berlin	141	Check Point Charlie	1.7
Helaba	168	Opusalpha	1.5

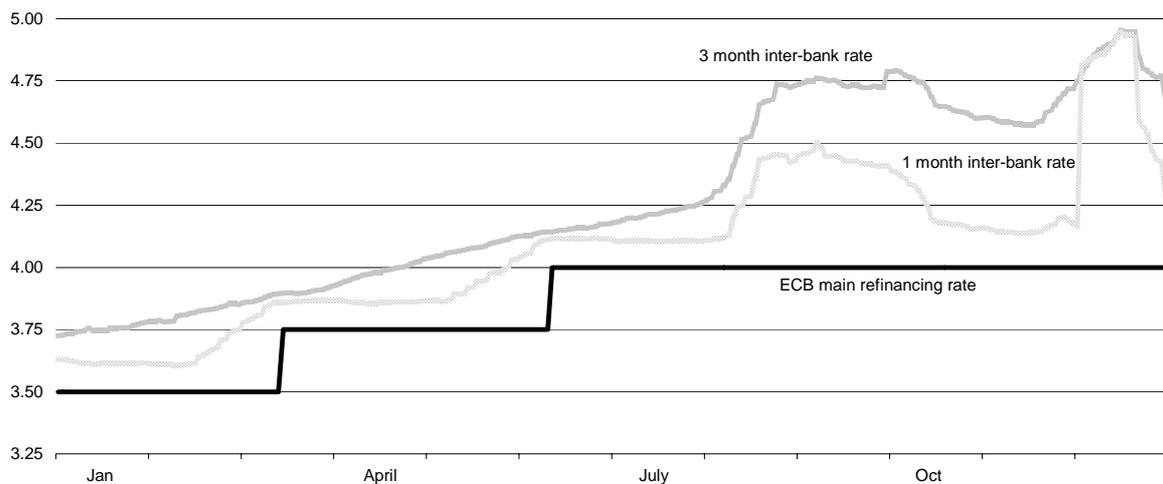
*Quelle:* 'Not uncritical: Subprime exposure drags down German banks', *Financial Times*, 22. August 2007, gestützt auf Moody's Investors Service.

Eine der ersten Opfer war die Industrie Kredit Bank (IKB), eine kleine deutsche Bank, die privat registriert ist, aber deren wichtigste Hauptbesitzerin die öffentliche Entwicklungsbank KfW ist. Am 30. Juli erklärte die KfW, dass ihre außerbilanzielle SIV, Rhineland Funding, beträchtliche Verluste auf 17 Milliarden Euro an CDOs erlitten hatte, und dass die Bank nur dank einer Bürgschaft der KfW und anderer Banken in Höhe von 8 Milliarden Euro überlebte, die von der deutschen Regierung zusammen gestellt wurde. Kurz danach, am 19. August, musste eine weitere öffentliche deutsche Bank, die Sachsen Landesbank, mit 17.3 Milliarden Euro gerettet werden, nach dem ihr SIV Ormond Quay (mit Sitz in Dublin) große Verluste auf CDOs verzeichnete. Währenddessen erklärte Frankreichs größte Bank, BNP Paribas, am 9.

August, dass sie drei ihrer Fonds einfrieren muss aufgrund von Verlusten bei US-Subprime-bezogenen Investitionen.

Wie in den USA führte der Verdacht auf Subprime-bezogene Verluste zu einem Zusammenbruch des Vertrauens zwischen den Banken, und der Zinssatz auf dem Interbankengeldmarkt stieg in der zweiten Augustwoche steil an (siehe Grafik 6). Als der Interbank- Geldmarkt austrocknete, leitete die Europäische Zentralbank (EZB) mehrere große Finanzierungsoperationen ein. Am 9. August pumpte sie stattliche 94.8 Milliarden Euro in das Bankensystem der Eurozone. Darauf folgten weitere 61.05 Milliarden Euro am 10. August, zusätzliche 47.67 Milliarden Euro am 13. August und 7.7 Milliarden Euro am 14. August. Diese massive Intervention stabilisierte den Tagesgeldzinssatz. Da jedoch die einmonatigen und dreimonatigen Interbankzinssätze weiterhin beträchtlich über dem üblichen Niveau lagen, begann die EZB - ein sehr ungewöhnlicher Vorgang - eine dreimonatige Finanzierung einzuleiten, mit 30 Milliarden Euro Ende August und weiteren 75 Milliarden Euro Mitte September. Im Oktober und November schien die Spannung auf dem Geldmarkt etwas abzuklingen, auch wenn noch immer breit angelegtes Misstrauen vorherrschte, dass viele Banken Subprime-bezogene Anlagepapiere von zweifelhaftem Wert hielten. Als die Zinsspannen gegen Ende des Jahres wieder steil anstiegen, nahm die EZB an der erwähnten bisher beispiellosen koordinierten Intervention der Zentralbanken teil, zusammen mit der Federal Reserve und anderen Zentralbanken. Die EZB erklärte, dass sie allen Banken, die diese benötigten, eine zweiwöchige Finanzierung zu einem niedrigeren Zinssatz als auf dem Markt üblich gewähren würde - und erwartete offenbar, dass diese etwa 180 Milliarden Euro betragen würde. In der Tat war die Nachfrage durch die Banken so hoch, dass die EZB am Ende unglaubliche 348.6 Milliarden Euro auslegen musste. Wie beabsichtigt, sanken die Zinssätze auf dem Interbankengeldmarkt dadurch erheblich, obwohl der Aufschlag auf die Hauptrefinanzierungsrate der EZB höher blieb als vor der Krise. Als Teil der koordinierten Initiative stellte die EZB den Banken der Eurozone auch Dollar-Kapital in Höhe von 20 Milliarden Dollar zur Verfügung, das sie über ein Tauschabkommen mit der Federal Reserve erhielt.

**Grafik 6. Zinssätze der Eurozone, 2007 (%)**



Grafik: dreimonatiger Interbanken-Zinssatz, einmonatige Interbanken-Zinssatz, EZB Hauptrefinanzierungsrate

In Großbritannien verkündete die größte Bank des Landes, die HSBC, bereits früh im Jahre 2007 Verluste auf Subprime-bezogene Investitionen. Nachdem jedoch die Krise auf dem Interbank- Geldmarkt im August ausbrach, erklärte die Bank of England, im Gegensatz zur Fed und zur EZB, dass die Bereitstellung zusätzlichen Kapitals die Banken bloß ermutigen würde, ihre riskante Kreditaufnahme fortzusetzen in der Erwartung, dass die Zentralbank sie in ein er Notlage beistehen würde (so genanntes „moral hazard“). Als der Interbankenmarkt in Pfund Sterling austrocknete, war dies für Northern Rock fatal, eine schnell wachsende Hypothekenbank, deren Finanzierung sehr stark vom Interbankmarkt abhing. Nach vier Tagen Mitte September, in denen Northern Rock- KundInnen in den Straßen Schlange standen um ihre Ersparnisse zu retten, sprang die Regierung ein und bürgte für alle Einlagen der Bank. Erst dann revidierte die Bank of England ihre Position. In einer von der *Financial Times* als atemberaubend beschriebene Kehrtwendung stellte sie den Banken zusätzliche 10 Milliarden Pfund an dreimonatigen Krediten zur Verfügung, für die sie eine unüblich breite Palette von Sicherheiten akzeptierte, darunter sogar Hypothekarkredite! Weitere Geldzufuhr der Bank of England in Höhe von 10 Milliarden Pfund folgte Ende November, als dreimonatige Kredite, und noch einmal als Teil der koordinierten Intervention der Zentralbanken im Dezember.

### ***Regulatorische Laxheit***

Seit den 1980ern entwickelte die US- Wirtschaft eine Form des Kapitalismus, in der das Wachstum nach einer extensiven Deregulierung maßgeblich vom Finanzsektor getragen wird. Dadurch konnte die US- Wirtschaft starke Wachstumsschübe verwirklichen, jedoch um den

Preis einer größeren Anfälligkeit für Booms und Krisen. Die Reaktion der Federal Reserve auf das Platzen der Aktienmarktblase im Jahre 2000 ermöglichte es der USA, mit einer relativ kurzen Rezession 2001 davon zu kommen. Eine massive Zunahme der Hypothekenkredite führte zu einem Boom bei den Eigenheimpreisen, die ihrerseits die Konsumausgaben und das wirtschaftliche Wachstum ankurbelten. Die Expansion der Subprime-Hypotheken, die durch die finanzielle Deregulierung ermöglicht wurde, führte nur zu einer Verlagerung der Krise. Hypothekenverleiher setzten aggressive Verkaufsstrategien ein und trieben damit viele Haushalte dazu, Schulden zu machen, die sie sich nicht leisten konnten, und die Banken verkauften diese in Form von Hypotheken- gestützten Wertpapieren, die ihrerseits in unglaublich komplexe CDOs umgewandelt wurden, die dazu angelegt waren, die wahren Risiken zu verschleiern.

Die Federal Reserve Bank unter Alan Greenspan sträubte sich gegen eine Intervention, einerseits um alles zu vermeiden was die 2002 beginnende wirtschaftliche Erholung gefährden könnte; aber auch aufgrund eines blinden Vertrauens in die Selbstregulierungsfähigkeiten der kapitalistischen Finanzinstitutionen. Im Jahre 1994 ermächtigte der US-Kongress der Fed dazu, Regeln gegen betrügerische und rücksichtslose Kreditvergabe einzuführen, aber Greenspan lehnte 2000 einen Vorschlag von Edward Gramlich, einem Ratsmitglied der Federal Reserve, ab, davon Gebrauch zu machen, zum Schutze der Menschen vor riskanten Hypotheken, die sie sich nicht leisten konnten. In einem Leitartikel wies die *New York Times* nach Ausbruch der Krise darauf hin, dass die Fed die wichtigste Instanz ist, obwohl fünf Einrichtungen für die Regulierung der US- Banken zuständig sind, und bemerkte treffend: "Ihre regulatorische Laxheit unter Herrn Greenspan war tonangebend für die Laxheit im ganzen System."<sup>19</sup> Erst Ende 2007 kündigte die Fed endlich Pläne an, KreditnehmerInnen vor den skrupellosen Hypothekenverleihern zu schützen.<sup>20</sup>

Die am Unmittelbarsten betroffenen Opfer der Subprime-Krise sind jene, die ihre Eigenheime verloren haben. Bis Dezember 2007 drohte 994,000 Haushalten die Zwangsversteigerung, und da der durchschnittliche Haushalt etwas über drei Leute umfasst, wird dies rund 2.5

---

<sup>19</sup> 'Mr Greenspan Spins the Bubble', *New York Times*, 18. September 2007; siehe auch Edward Andrews, 'Fed Shrugged as Subprime Crisis Spread', *New York Times*, 18. Dezember 2007.

<sup>20</sup> Edmund Andrews, 'In Reversal, Fed Approves Plan to Curb Risky Lending', *New York Times*, 19. Dezember 2007.

Millionen Menschen betreffen. Im Dezember 2007 gab Finanzminister Hank Paulson einen Plan zur Reduzierung der Zwangsversteigerungen bekannt, der das Einfrieren von Zahlungen auf einige Subprime Hypotheken mit variablen Zinsen beinhaltet, aber dieser Plan wurde aufgrund seiner beschränkten Anwendbarkeit breit kritisiert.<sup>21</sup>

Die Vergabe von Hypothekenkrediten, ihre Bündelung in Anleihepaketen und deren Aufteilung auf CDO- Tranchen, bescherten dem Finanzsektor spektakuläre Profite, insbesondere während der Boomjahre zwischen 2004 und 2006. Aber in der zweiten Hälfte des Jahres 2007 mussten die Banken große Abschreibungen auf ihre Subprime-bezogenen Anlagewerte vornehmen. Viele leitende Bankangestellte verloren ihre Jobs, einschließlich der Chefs von Citibank und Merrill Lynch, aber sie fielen weich. Bekanntlich erlaubte Merrill Lynch ihrem Chef und Vorstandsvorsitzenden Stan O’Neal, sich als ebensolcher Chef und Vorstandsvorsitzender in den Ruhestand zu verabschieden, anstatt ihn zu entlassen, und deshalb hatte er Anspruch auf eine 160 Millionen Dollar-Abschiedsabfindung.<sup>22</sup> Viele Institute wurden dazu überredet, komplexe Wertpapiere wie CDOs zu kaufen, die sie nicht verstanden. Auch wenn die Intervention der Federal Reserve die Krise auf dem Geldmarkt in den letzten Monaten des Jahres 2007 erfolgreich eindämmte, war Ende des Jahres immer noch nicht klar, wer Subprime-bezogenen Wertpapiere hielt, und wie hoch deren Wert war. Zwei große US-Banken, Citibank und Morgan Stanley, hatten sich an AnlegerInnen im Nahen Osten und Asien – einschließlich eines chinesischen Staatsfonds – gewandt, um zusätzliches Kapital aufzutreiben. Es werden Forderungen gegenüber anderen Banken erhoben, zu ihren Verbindlichkeiten zu stehen, um eine langwierige Krise wie in Japan in den 1990er Jahren zu vermeiden. Aber je mehr die Banken dazu aufgefordert werden ihre Subprime-bezogenen Verluste zu begleichen, desto schärfer werden sie dazu gezwungen werden, die Kreditvergabe an Handels- und Industriefirmen einzuschränken.

Europa ist auf mindestens zwei wichtige Arten von den Auswirkungen der Subprime-Krise betroffen. Die Abhängigkeit der EU von Exporten als einer Quelle wirtschaftlicher Dynamik

---

<sup>21</sup> Siehe beispielsweise Clive Cook, ‘The trouble with the Paulson Plan’, *Financial Times*, 10. Dezember 2007. Ein vom Finanzministerium organisierter Plan, einen "Superfonds" mit 75 Milliarden Dollar einzurichten um Subprime- Wertpapiere aufzukaufen, wurde im Oktober 2007 angekündigt, daraufhin breit als unpraktikabel kritisiert und im Dezember fallen gelassen.

<sup>22</sup> David Wighton und Ben White, ‘Merill Lynch allows O’Neal to retire with a package of \$160m’, *Financial Times*, 31. Oktober 2007.

hat zur Folge, dass das Wachstum in Europa sehr stark durch einen Abschwung der Nachfrage aus den USA gefährdet würde. Die Vorstellung, dass dies durch eine erhöhte Nachfrage aus China und Indien kompensiert werden könnte, ist falsch, teilweise weil ihre Ökonomien immer noch so viel kleiner sind als die der USA, aber auch weil das Wachstum Chinas stark von der Nachfrage in den USA abhängt.

Europa ist auch deshalb gefährdet, weil eine Verschiebung hin zu einem stärker nach US-Vorbild gestalteten Finanzsystem erfolgte, und damit die Möglichkeit besteht, dass Subprime-bezogene Verluste in eine Kreditkontraktion überschwappen könnten. In der Tat verengten sich, gemäß einer Bankenstudie der EZB, die Kreditkonditionen für neue Darlehen Ende 2007.<sup>23</sup> Als Reaktion auf die Krise auf den europäischen Finanzmärkten legte die EU im Oktober 2007, in erster Linie auf Drängen der französischen Finanzministerin Christine Lagarde, Vorschläge vor, um zukünftige Probleme zu vermeiden. Sie sehen eine strengere Regulierung der Ratingagenturen vor, einen Aufruf zu weniger komplexen Wertpapieren, und Eigenkapitalvorschriften einschließlich aller außerbilanziellen Geschäftstätigkeiten.<sup>24</sup> In welchem Umfang diese Vorschläge umgesetzt werden, bleibt abzuwarten. Sogar innerhalb des kapitalistischen Finanzsystems besteht in Europa ein ernsthaftes Regulierungsproblem. Die Krise in Northern Rock war teilweise darauf zurückzuführen, dass die Regulierungsverantwortlichkeit zwischen drei Institutionen aufgeteilt wurde, der Bank of England, der Finanzdienstleistungsaufsicht und dem Finanzministerium. In der Eurozone ist die Verantwortlichkeit für die Finanzmarktregulierung, trotz einer gemeinsamen Währung und einer EU-Politik, die die europäische Finanzintegration fördert, zwischen einer Reihe von verschiedenen nationalen Behörden aufgeteilt. Darüber hinaus liegt das Hauptzentrum für viele auf Euro lautende Finanzmärkte in London, außerhalb des Kompetenzbereiches sowohl der Bank of England wie auch der Behörden der Eurozone.<sup>25</sup>

20. Dezember 2007

---

<sup>23</sup> ECB, *Financial Stability Review*, December 2007, S. 65.

<sup>24</sup> Siehe Christine Lagarde, 'Securitisation must lose the excesses of youth', *Financial Times*, 9. Oktober 2007; und Tony Barber, 'EU roadmap aims to avoid turmoil in markets', *Financial Times*, 10. Oktober 2007.

<sup>25</sup> Auf diesen Umstand wies Gillian Tett hin: 'Market squeeze no regulator has the ability to resolve', *Financial Times*, 14. September 2007.