

Das Sub-Prime-Virus: Ursachen und Folgen der Finanzkrise

von Andreas Pfingsten

Zusammenfassung: Ausgehend von problematischen Immobilien-Finanzierungen in den USA hat sich vor allem mittels Verbriefungsstrukturen eine Finanzkrise entwickelt und ausgebreitet. Im vorliegenden Beitrag werden einige begünstigende Faktoren und Produkte vorgestellt sowie Folgen für die Wirtschaft herausgearbeitet. Dabei wird die Zinssenkungspolitik der US-Notenbank ebenso diskutiert wie kursierende Schuldvorwürfe an Manager („Gier“) und an Rating-Agenturen.

Summary: Starting from sub-prime real estate financing in the U.S., a financial crisis has developed and spread across the world mainly via structured securities. We describe a number of factors and products which fueled this process and derive economic consequences. The Fed's interest rate policy is as well discussed as are common charges against allegedly greedy managers and rating agencies.

1 Vorbemerkung

Seit einigen Monaten werden die Finanzmärkte in aller Welt von einer tiefgreifenden Krise erschüttert. Manche Ereignisse, zum Beispiel die Insolvenz einer führenden Investmentbank wie Lehman Brothers oder das Austrocknen der Interbanken-Liquidität in Deutschland, schienen vor nicht allzu langer Zeit noch undenkbar. Eine vollständige und zweifelsfreie Identifikation der Krisenursachen kann es sicherlich erst geben, wenn mehr zuverlässige Daten über die beteiligten Akteure an den Finanzmärkten und deren Transaktionen vorliegen. Im vorliegenden Beitrag wird daher versucht, Merkmale herauszustellen, die mit hoher Wahrscheinlichkeit bedeutsam für die Entstehung und Ausbreitung der Finanzkrise waren. Strukturiert wird das Vorgehen anhand von Fragen, die logisch den Weg von den Ursachen zu den Folgen nachvollziehen.

2 Wie hat die Finanzkrise in den USA begonnen?

Ausgangspunkt waren Kredite an Immobilienkäufer mit zum Teil zweifelhafter Bonität (*sub-prime*), die durch Kreditvermittler an lokale Banken vermittelt wurden. Die finanzierten Immobilien dienten in der Folge als Sicherheit für die Banken. Dieses, isoliert betrachtet, recht harmlos anmutende Modell der Immobilienfinanzierung existiert, mit wohl geringerer Bedeutung von Kreditvermittlern, so auch in Deutschland. Gleichwohl sind

JEL Classifications: G01, G21, G24, G28
Keywords: Credit business, financial crisis, rating, securitisation

einige substantielle Unterschiede vorhanden, die in ihrer Gesamtheit das Aufkommen einer Krise gefördert haben.

3 Welche Faktoren haben die Entstehung der Finanzkrise begünstigt?

Zum einen ist in den USA, ganz im Sinne des American Dream (yes, you can), der Traum vom eigenen Haus für fast jeden US-Bürger offenbar noch stärker verankert als in deutschen Köpfen. Eine Wohneigentums-Quote von über 70 Prozent in den USA (U.S. Census Bureau 2009) im Vergleich zu etwas über 40 Prozent in Deutschland (Rudolph 2008: 715) könnte suggerieren, dass bereits nahezu jeder, der es wirklich schaffen kann, Wohneigentum erworben hat. Die Zahlen können Menschen, die noch nicht Eigentümer einer Immobilie sind, jedoch auch dazu veranlassen, sich die Frage zu stellen, warum ausgerechnet sie noch kein Wohneigentum haben (vergleiche zur sogenannten *ownership society* Young 2009).

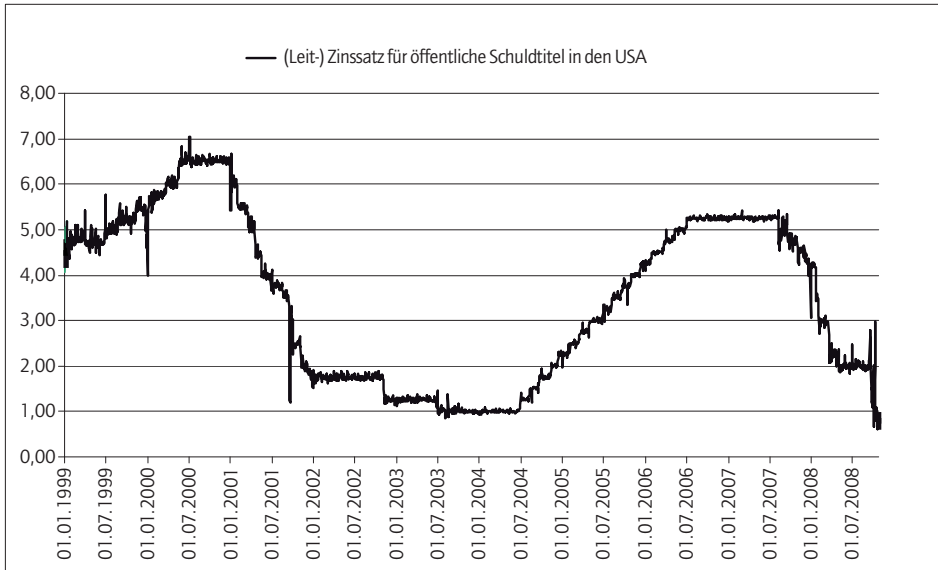
Ein entsprechender Ehrgeiz, die Situation zu ändern, kann von Kreditvermittlern opportunistisch ausgenutzt werden. Vermittler sind vor allem an Provisionen interessiert, die sie für die Zuführung von Kreditnehmern an die Banken erhalten. Sie kümmern sich nicht darum, ob sich Kreditnehmer eventuell mit einer Immobilienfinanzierung übernehmen. Vor diesem Hintergrund ist es anreiztheoretisch höchst plausibel, dass sie das Interesse am Erwerb von Wohneigentum fördern und für ihre Zwecke ausnutzen (Rudolph 2008: 716 f.).

Allerdings hätten die Kreditvermittler kaum eine Möglichkeit gehabt, das Segment der Kredite zweifelhafter Bonität, der sogenannten *Sub-Prime-Loans*, in der nun bekannten Weise auszuweiten, wenn nicht zwei wesentliche Bedingungen zusätzlich erfüllt gewesen wären. Zum einen ist offensichtlich, dass die lokalen Banken im Rahmen ihrer Kreditwürdigkeitsprüfungen nicht sorgfältig genug gearbeitet haben. Bei strengeren Kontrollen hätten vermutlich viele der nun aufgefallenen oder ausfallbedrohten Kredite gar nicht erst vergeben werden dürfen. Zum anderen hätten vermutlich viele Haushalte die Finanzierbarkeit einer eigenen Immobilie nicht für möglich gehalten, wenn nicht von der US-Notenbank die Zinssätze nach dem Ende der Internetblase und den Anschlägen vom 11. September 2001 mit dramatischer Geschwindigkeit gesenkt worden wären und eine Zeit bei circa einem Prozent verharrt hätten (Buhl et al. 2009: 18 f.).

Abbildung 1 veranschaulicht diese Entwicklung am Beispiel der Federal Funds Rate. Am Beispiel von 90-Tages-Zinssätzen macht Abbildung 2 deutlich, dass die Zinsentwicklung im Euroraum von der Struktur her ähnlich, aber mit deutlich geringeren Ausschlägen verlaufen ist. Angesichts dieser niedrigen Zinssätze sind in den USA viele Haushalte der Illusion erlegen, sie könnten ihre Kreditraten (problemlos) leisten. Die in den beiden Abbildungen ebenfalls zu erkennenden späteren Zinserhöhungen haben dann zu erheblich steigenden Belastungen der Haushalte geführt; denn in den USA werden, anders als typischerweise in Deutschland, Kreditverträge eher zu variablen Zinssätzen abgeschlossen. Der Anteil von Gleitzinsvereinbarungen bei Hypotheken soll in den USA in 2006 bei circa 50 Prozent des gesamten Kreditvolumens gelegen haben (Rudolph 2008: 717). In Deutschland hingegen sichern sich die Haushalte oftmals mit lang laufenden Festzinsvereinbarungen gegen steigende Zinssätze ab.

Abbildung 1

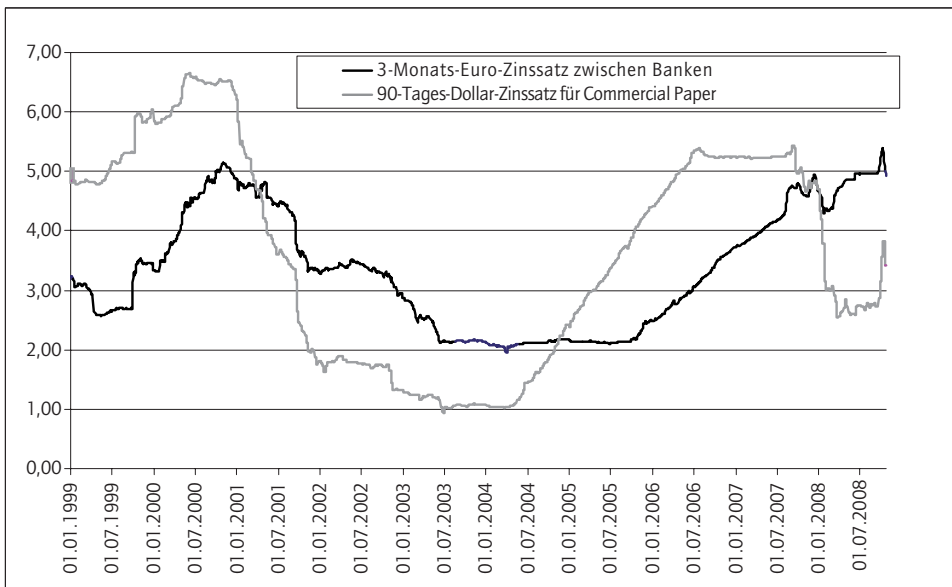
Zinsentwicklung in den USA zwischen 1999 und 2008



Quelle der Daten: Datastream.

Abbildung 2

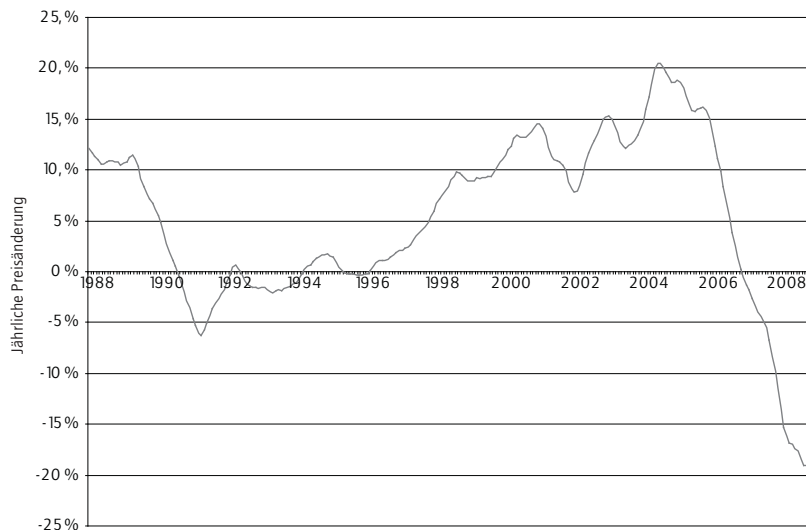
Vergleich zwischen der Zinsentwicklung in den USA und der Zinsentwicklung im Euro-Raum zwischen 1999 und 2008



Quelle der Daten: Datastream.

Abbildung 3

Immobilienpreisentwicklung in den USA zwischen 1998 und 2008



Quelle der Daten: S&P/Case-Shiller® U.S. National Home Price Index (2009).

Krisenfördernd waren außerdem nachträgliche Krediterhöhungen, die wir in dieser Form in Deutschland ebenfalls tendenziell nicht kennen. Als Folge von Preissteigerungen angesichts eines boomenden Immobilienmarktes (S&P/Case-Shiller® U.S. National Home Price Index 2009) haben offenbar viele Amerikaner ihre Kredite erhöht (Bechtold 2008: 384) und das so erhaltene Geld hauptsächlich für Konsumzwecke ausgegeben. Die Banken haben darin vermutlich kein Risiko gesehen, weil in Anbetracht der gestiegenen Häuserpreise auch die erhöhten Kredite nach wie vor besichert waren. Anekdotische Evidenz besagt gar, dass mit Blick auf zu erwartende weitere Preissteigerungen Kredite zur Immobilien-Finanzierung oberhalb des zum Vergabezeitpunkt geltenden Immobilienwertes vergeben wurden. Wie Abbildung 3 zu entnehmen ist, sind die Immobilienpreise in der Tat über einen längeren Zeitraum zum Teil sehr kräftig angestiegen. Das Platzen dieser nun als Blase erkannten Entwicklung zeigt sich in der Abbildung in Form eines außerordentlich schnellen und starken Rückgangs der Wachstumsraten der Immobilienpreise ab 2004 bis hin zu mittlerweile zweistelligen jährlichen Preisrückgängen.

Damit waren die Kredite der lokalen Banken nicht mehr entsprechend besichert, sondern die Kreditvolumina überstiegen den Wert der Immobilien. An dieser Stelle kommt ein weiteres institutionelles Merkmal des Kreditgeschäfts in den USA zum Tragen. Üblicherweise sind Immobilienkredite durch die finanzierte Immobilie besichert und berechtigen, anders als in Deutschland, nicht zu einem Rückgriff auf den Schuldner (Hemmerich 2008: 518). Für diesen heißt das ganz praktisch, dass er den Hausschlüssel bei der finanzierenden Bank abgeben kann und damit zwar die Immobilie verloren, sich seiner Schulden aus dieser Finanzierung aber ebenfalls entledigt hat. Im Vergleich zu Deutschland ist damit der Anreiz systematisch geringer ausgeprägt, das Eigentum an der Immobilie zu behalten,

wenn ihr Wert unter den noch ausstehenden Kreditbetrag fällt. Da der Kreditnehmer nach der Übergabe der Immobilie an die Bank nicht mehr für die Restschuld belangt werden kann, profitiert er bei einer Verwertung der Immobilie durch die Bank auch nicht vom Verkaufserlös der Immobilie. Der Kreditnehmer ist indifferent bezüglich der Frage, wie weit der Verwertungserlös unter der Restschuld liegt, und hat deshalb nur einen geringen Anreiz, die Immobilie in einem guten Zustand zu halten, wenn er ihren Verlust bereits einige Zeit vor dem endgültigen Ausfall absehen kann.

4 **Mit welchen Finanzprodukten und Finanzierungsstrukturen hat sich die Finanzkrise über den Rest der Welt ausgebreitet?**

Auf den ersten Blick nicht sehr plausibel ist, dass die lokalen Banken unzureichende Kreditwürdigkeitsprüfungen betrieben haben. Ein anreiztheoretischer Grund hierfür kann sein, dass in den USA Immobilienkredite in großer Zahl an sogenannte *government sponsored agencies* wie Fannie Mae und Freddie Mac sowie an andere Investmentbanken verkauft wurden. Gerade die beiden explizit genannten Institute haben zusammen einen Marktanteil von über 50 Prozent (o. V. 2007a). In Deutschland sind diese Banken vielen Menschen erst im letzten Sommer dadurch bekannt geworden, dass in der Presse über Unterstützungsbeträge für sie von Seiten der US-Regierung in jeweils zweistelliger Milliardenhöhe die Rede war und sie schließlich verstaatlicht wurden (Federal Reserve 2008, o. V. 2008a).

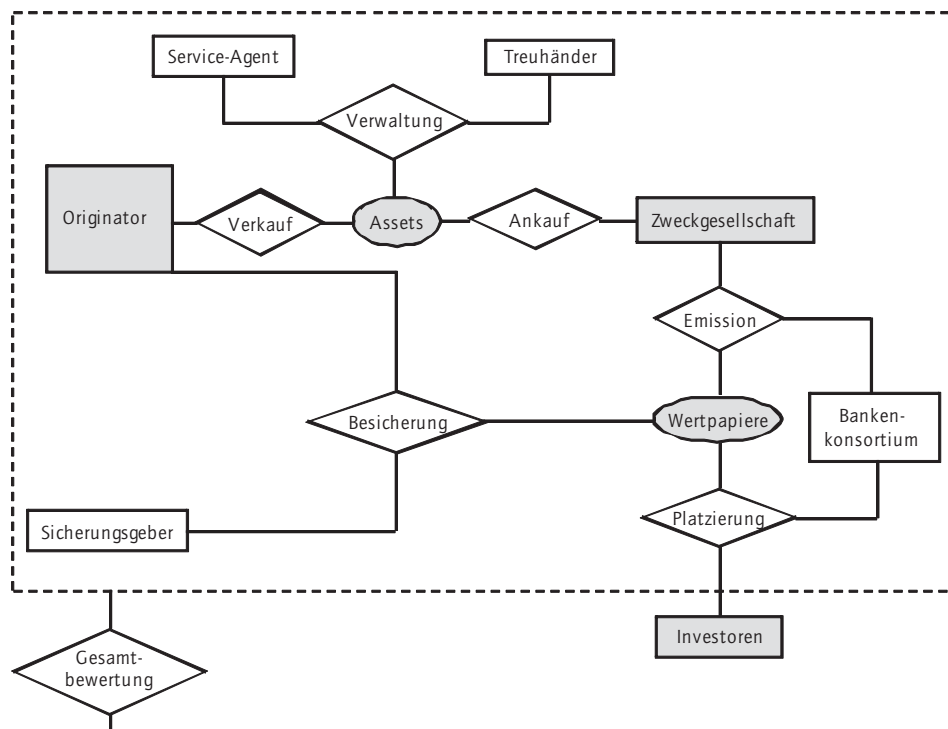
Da diese Institute keineswegs gezwungen sind, alle ihnen angebotenen Immobilienkredite aufzukaufen, müssen offenbar auch sie zu geringe Prüfstandards gehabt haben. Speziell wird berichtet, dass die *non-agencies* ab Ende 2004 ihre Anforderungen gesenkt hätten (Rudolph 2008: 715 ff.). Ein wesentlicher Grund für die relativ leichtfertige Kreditvergabe könnte sein, dass die Käufer die Kredite ebenfalls nicht in ihren Portfolios behalten, sondern an mit wenig Kapital ausgestattete Zweckgesellschaften weiter veräußert haben. Ohne auf Unterschiede im Detail einzugehen, sei hier darauf hingewiesen, dass derartige Gesellschaften oft als SPVs (Special Purpose Vehicles) oder Conduits bezeichnet werden und beispielsweise auf den Cayman Islands oder in Irland residieren (Österreichische Nationalbank 2004: 30).

Die Zweckgesellschaften besorgen sich die für den Ankauf der Forderungen benötigten Mittel durch die Ausgabe von Wertpapieren, die zum Beispiel als Mortgage Backed Securities (MBS), Collateralized Debt Obligations (CDO), Collateralized Mortgage Obligations (CMO) oder Commercial Papers (CP) bezeichnet werden. Diese Papiere wurden vornehmlich von institutionellen Investoren aus der ganzen Welt gekauft, unter anderem von (deutschen) Großbanken und Landesbanken (zu Details zu Verbriefungstransaktionen am US-Hypothekenmarkt Rudolph 2008: 715 ff., Buhl et al. 2009: 2 ff.).

Auf diesem Wege beziehungsweise mit diesen Produkten sind zweifelhafte amerikanische Immobilien-Finanzierungen in die Bücher von Banken auf der ganzen Welt gelangt. Sie sind es aber auch in Form etwas komplizierterer Produkte, was unter anderem dazu geführt hat, dass Manager ihre ursprünglichen Aussagen über das Engagement ihrer Bank in zweifelhaften Papieren revidieren mussten. In den ersten Monaten der Krise haben Bankmanager oft verneint, in das Geschäft mit Sub-Prime-Loans involviert zu sein. Später mussten sie dann allerdings einräumen, doch auf indirektem Wege in diese Wertpapier-Klasse investiert zu haben. Solche Produkte sind zum Beispiel CDO Squared, die vereinfacht

Abbildung 4

Grundstruktur einer Finanzierung mit Asset Backed Securities



Quelle: Hartmann-Wendels, Pfingsten und Weber (2007: 304).

wie folgt funktionieren: Im Rahmen einer Verbriefungstransaktion (Abbildung 4) werden MBS oder auch CDO als diejenigen Assets genommen, die von einer Zweckgesellschaft angekauft werden. Die für die Finanzierung emittierten Wertpapiere sind dann die CDO Squared.

5 Welche Faktoren haben die Ausbreitung der Finanzkrise begünstigt?

Neben den Investmentbanken haben wohl auch die Rating-Agenturen die Kreditportfolios falsch eingeschätzt. Allerdings ist dieser Vorwurf nicht so leicht zu belegen. Ratingurteile sagen zunächst nur etwas über die Rückzahlungswahrscheinlichkeit aus, nichts aber über zwischenzeitliche Kursschwankungen. Insofern bleibt abzuwarten, welche Beträge tatsächlich an die Investoren zurück fließen werden.

Die Behauptung, dass die Ratingurteile zu gut waren, weil sich die Rating-Agenturen einfach von den Emittenten haben kaufen lassen, erscheint zumindest in dieser Absolutheit nicht einleuchtend. Das wesentliche Kapital der Rating-Agenturen ist die Reputation, zuverlässige Ratingurteile abzugeben. Daher darf bezweifelt werden, dass sie diese so einfach aufs Spiel setzen. Die Rating-Agenturen mögen versucht sein, die Prozentzahlen für

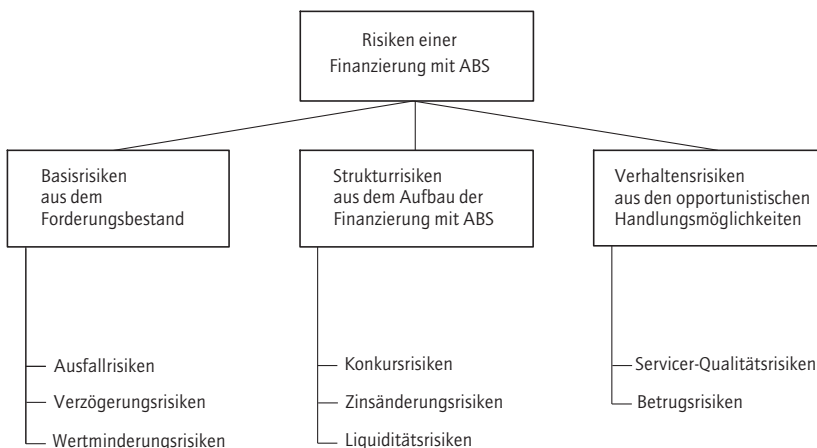
Ausfallwahrscheinlichkeiten vielleicht im Bereich der zweiten Nachkommastelle etwas zu optimistisch zu sehen, woraus aber keinesfalls gefolgert werden darf, dass sie wissentlich Fehleinschätzungen abgeben, die zu Kursverlusten im zweistelligen Prozentbereich passen. Eher dürfte bei ihnen das Modellrisiko virulent geworden sein, indem nämlich beim Entstehen einer systemischen Krise die Fokussierung auf Daten der (jüngeren) Vergangenheit wenig hilfreich ist.

Auch viele Investoren haben zu wenig Sorgfalt an den Tag gelegt. Sie haben den Ratingnoten blind vertraut und oftmals offenbar keine völlige Durchschau durch die Produkte praktiziert, das heißt sich nicht dafür interessiert, auf welchen Forderungen beziehungsweise sonstigen Vermögensgegenständen die angebotenen Wertpapiere beruhen. Intransparente Konstruktionen hätten die Investoren auch umgehen können. Die Regel „If I don't understand it, I don't buy it“ sollten Bankmanager ebenso wie private Investoren bis hin zu den Kleinsparern verfolgen. Ebenfalls sind manche Konzentrationen auf Papiere mit ähnlichen Basisrisiken nicht akzeptabel gewesen, beispielsweise auf unterschiedliche Verbriefungsprodukte, deren Wert aber letztlich größtenteils durch den US-Immobilienmarkt determiniert wurde.

Während den Managern der Investoren sachliche Beurteilungsfehler vorgehalten werden können, ist der Vorwurf seitens der Öffentlichkeit „Gier schlägt Verstand“ problematisch. Die Renditeunterschiede zwischen AAA-gerateten Verbriefungstranchen und gleichfalls AAA-bewerteten Staatsanleihen lagen Anfang 2007 durchaus im Bereich von 15 bis 25 Basispunkten (o. V. 2007b), das heißt, es waren 15 bis 25 Basispunkte bei gleichem Rating zusätzlich zu verdienen. Sicherlich hätten derartige Anzeichen für Kapitalmarktineffizienzen skeptisch machen sollen. Ehe man allerdings ein solches Verhalten als „gierig“ bezeichnet, sollte man sich vor Augen halten, dass normale Bankkunden nicht selten angesichts einer Zinsdifferenz von 0,25 Prozentpunkten von zwei nahezu gleich riskanten

Abbildung 5

Risiken einer Finanzierung mit Asset Backed Securities



Quelle: Hartmann-Wendels, Pfingsten und Weber (2007: 309).

Produkten das etwas risikoreichere gewählt haben oder auch in Anbetracht einer solchen Zinssatzdifferenz die Bankverbindung gewechselt beziehungsweise einen Teil der Ersparnisse zu einer anderen Bank getragen haben.

Sicher ist die Finanzkrise in ihrer Ausbreitung dadurch begünstigt worden, dass Bankmanager einem Herdentrieb gefolgt sind. Kaum einer wollte der einzige sein, der an den vermeintlich risikoarmen und attraktiv verzinsten Papieren nicht verdient. Anekdotisch berichtet wird sogar, dass für das Treasury zuständige Vorstandsmitglieder in große Erklärungsnot (und mehr) gekommen sind, weil sie der Sicherheit der verbrieften Papiere nicht trauten und stattdessen viel Liquidität vorhielten. Diese Liquidität wurde an den Märkten über längere Zeit nicht angemessen vergütet, zumal die Liquiditätsbeschaffung für solvente Banken nicht als Problem gesehen wurde. Insgesamt wäre es wohl besser gewesen, wenn die Risiken einer Finanzierung mit ABS, wie sie sich zum Beispiel schon lange in Lehrbüchern finden (Abbildung 5), systematischer beachtet und bewertet worden wären.

6 Was ist zu den Wertminderungen bei Banken, Versicherungen und Privatanlegern zu sagen?

Die Folgen der Finanzkrise sind vielfältig. Wenden wir uns zunächst den Wertminderungen zu, die bei Investoren unterschiedlicher Couleur aufgetreten sind.

Ein erster wichtiger Punkt ist hierbei, dass in der öffentlichen Darstellung meist recht undifferenziert der Begriff Abschreibungen benutzt wird. Abschreibungen liegen jedoch nur dann vor, wenn endgültige Ausfälle aus den Kreditrückzahlungen oder aus den Zahlungen der Wertpapiere zu verzeichnen sind. Das ist aber in vielen Fällen noch nicht gegeben, weil nämlich die Mehrzahl der Kreditverträge in den USA weiterhin vereinbarungsgemäß erfüllt wird. Insofern hängt die Höhe der Abschreibungen stark von der weiteren gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den USA ab. Die Vorsorge für eventuell vorübergehende Wertrückgänge, zum Beispiel wegen allgemeiner Kursrückgänge in bestimmten Segmenten der Finanzmärkte, sind korrekt als Wertberichtigungen zu bezeichnen. Sie werden wieder aufgelöst, wenn sich herausstellen sollte, dass die aktuell schlechten Bewertungen zu pessimistisch waren.

Im Herbst 2008 hätte man beispielsweise öffentliche Pfandbriefe erwerben können, die bei einer Restlaufzeit von unter einem Jahr kurzzeitig Jahresrenditen von 25 Prozent erbracht hätten. Derartige Pfandbriefe, die mit Forderungen an Kommunen etc. unterlegt sind, gelten als nahezu risikolose mündelsichere Wertpapiere, die früher plakativ als Witwen- und Waisenpapiere bezeichnet wurden. Hintergrund der kurzfristig enormen, mit Blick auf das tatsächliche Risiko wohl nicht gerechtfertigten Rendite war, dass offenbar auf die Bonität des Emittenten, in diesem Fall die insolvenzgefährdete Hypo Real Estate, und nicht so sehr auf die Werthaltigkeit der Papiere an sich geachtet wurde. Ein Teil solcher Marktpreise kommt zudem durch relativ geringe Volumina von Käufen beziehungsweise Verkäufen zustande. Insbesondere aus panikartigen Verkäufen zur kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung, sogenannten Fire Sales, resultieren hohe Verluste, falls kaum Kaufinteressenten vorhanden sind.

Da Marktpreise in Krisenzeiten unter Umständen keine guten Repräsentanten eines *fair value* sind, hat sich die Diskussion über die (angeblichen) Vorteile einer IFRS-Rechnungs-

legung gegenüber der deutschen HGB-Rechnungslegung wieder intensiviert. Auf Details kann aus Platzgründen an dieser Stelle nicht eingegangen werden (vergleiche Gassen 2009 in diesem Heft). Hingewiesen sei deswegen nur darauf, dass grundsätzlich eine an Anschaffungskosten orientierte HGB-Rechnungslegung mit Wertminderungen, die in den Augen von manchen Kommentatoren vorübergehend sind, besser umgehen kann als die tendenziell aktuelle Marktwerte als *fair values* bevorzugende IFRS-Rechnungslegung.

Wie andere Investoren, so haben speziell Privatanleger am Jahresende beim Vergleich der Werte ihrer Aktiendepots mit den Vorjahreswerten zumeist die Erfahrung gemacht, dass auch ihre Vermögen nennenswert zurückgegangen sind. Dienen Anlagen der Altersvorsorge und sind die Anleger noch ein gutes Stück vom Rentenalter entfernt, so sind diese Wertminderungen als zeitliche Schwankung zu betrachten; zugegebenermaßen eine im langjährigen Mittel etwas heftige. Dramatisch ist die Situation hingegen bei denjenigen, die kurzfristig auf die Liquidierung ihrer Aktienbestände angewiesen sind. Diese Investorengruppe ist gezwungen, die Verluste aus den Fehlern im Vorfeld ihrer Anlageentscheidung zu realisieren. Grundsätzlich sollte nämlich kurzfristig benötigtes Geld tendenziell nicht in Anlagen mit hoher Volatilität beziehungsweise hohem Risiko investiert werden.

Zur Würdigung der Stärke von Kursentwicklungen am Aktienmarkt sei auf die Entwicklung des Dax in den letzten circa 12 Jahren verwiesen. Einem Anstieg von 2500 auf circa 8000 Punkte in ungefähr drei Jahren folgte ein Rückgang in die Gegend des Ausgangswertes in weiteren drei Jahren, dem, vor dem aktuellen Absturz, eine Phase von gut vier Jahren folgte, in der wieder „der Achttausender erklommen“ wurde (Abbildung 6). Daher sollten von Privatanlegern die Kursverluste nicht überbewertet werden – und tatsächlich ist von Panikverkäufen unter Privatanlegern bisher nichts zu spüren.

Abbildung 6

Verlauf des DAX zwischen 1988 und 2008



Quelle der Daten: Datastream

7 Welche Gefahren gibt es für die Gesamtwirtschaft?

Die erste Gefahr ist die vielbeschworene Kreditklemme. Banken müssen ihre Ausleihungen mit Eigenkapital unterlegen. Die erlittenen Wertverluste führen dazu, dass ohne weitere Maßnahmen das regulatorische Eigenkapital der Banken sinkt und damit ihr Kreditvergabeispielraum zurückgeht. Unternehmen könnten dadurch betroffen sein, dass sie eventuell höhere Zinssätze zahlen müssen oder aber im schlimmsten Fall gar keine oder nur geringere Kredite erhalten. Damit würden ihre Investitionsmöglichkeiten eingeschränkt, was wiederum negative Folgen für die gesamte Realwirtschaft hätte. Bezüglich der Zinserhöhungen ist der Spielraum der Banken mit Blick auf das Phänomen der Kreditrationierung (vergleiche Stiglitz und Weiss 1981) jedoch begrenzt, da mit höheren Zinsforderungen höhere Ausfallrisiken einhergehen; denn Unternehmen könnten sich veranlasst sehen, die Risiken ihrer Aktivitäten zu steigern, oder es bleiben als diejenigen, die sich die Erwirtschaftung hoher Zinsen zutrauen, ohnehin nur besonders riskante Unternehmen übrig.

Zur Zeit sieht es so aus, als ob diese Problematik für kleinere und mittlere Unternehmen dadurch abgeschwächt wird, dass Sparkassen und Genossenschaftsbanken weniger von der Finanzmarktkrise betroffen sind und außerdem erhebliche Mittelzuflüsse von Sparern verbuchen können. Stimmt diese Wahrnehmung, dann könnte ein Problem hauptsächlich für größere Unternehmen mit höherem Kreditbedarf existieren. Für sie käme erschwerend hinzu, dass große Kredite tendenziell Klumpenrisiken für die Banken darstellen. Konzentrationsrisiken werden Banken im Moment vermutlich versuchen zu vermeiden. Der Ausweg, Konsortialkredite im Zusammenspiel mit mehreren Banken aufzunehmen, ist möglicherweise in einer Situation, in der ein relativ großes Misstrauen zwischen den einzelnen Instituten herrscht, auch keine allzu leicht realisierbare Alternative.

Menschen haben in Krisenzeiten die Tendenz, mehr zu sparen (o. V. 2008b). Die damit verbundene Konsumzurückhaltung dürfte sich ebenfalls negativ auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen auswirken und überdies die Beschäftigungssituation in konsumorientierten Branchen (Möbel, Bekleidung, Automobile etc.) negativ beeinflussen.

Schließlich ist noch festzuhalten, dass Unternehmen beginnen, wegen der Börsenschwäche Kapitalerhöhungen zu unterlassen. (Prominente Beispiele aus den Wirtschaftsmedien sind die Bahntochter DB Mobility Logistics und das Telekommunikationsunternehmen Sprint Nextel.) Daher bekommen sie auch auf diesem Wege keine Mittel für zusätzliche Investitionen, selbst wenn sie diese gerne in Angriff nehmen würden.

8 Ausblick

In der vorliegenden, zum Teil subjektiven Darstellung von Krisenursachen und -folgen ist nicht von Lösungsansätzen die Rede gewesen. Gleichwohl ist am Ende darauf hinzuweisen, dass sich derzeit die Staaten mit ganz unterschiedlichen Maßnahmen in das aktuelle Wirtschaftsgeschehen einmischen. Dort wo staatliche Mittel eingesetzt werden, ist damit natürlich die Gefahr einer deutlichen Erhöhung der Staatsverschuldung verbunden, was von Ökonomen grundsätzlich nicht gerne gesehen wird. Allerdings gibt es zumindest einen wesentlichen Grund, in der gegenwärtigen Situation den staatlichen Eingriffen etwas weniger skeptisch gegenüber zu stehen als üblich. Die Darstellung der Krisenursachen und der jetzigen Situation an den Finanzmärkten sollte deutlich gemacht haben, dass zahl-

reiche Fehlentwicklungen mit Recht dazu geführt haben, dass breite Teile der Bevölkerung viel Vertrauen in die Finanzmärkte und ihre Akteure verloren haben. Wenn die Eingriffe des Staates, in den viele Bürger allerdings auch kein großes Vertrauen setzen, zu einem wieder anwachsenden Vertrauen führen, so wird damit eine entscheidende Voraussetzung geschaffen, wieder zur Normalität – jedoch einer anderen als früher – zurück zu kehren.

Literaturverzeichnis

- Bechtold, Hartmut (2008): Der deutsche Verbriefungsmarkt und die aktuelle Krise. *ZfgK*, 61 (9), 384–385.
- Buhl, Hans Ulrich, Peter Bartmann und Michael Hertel (2008): *Analyse der Ursachen und Auswirkungen der Subprimekrise und deren Folgen*. Mimeo.
- Federal Reserve (2008): Pressemitteilung vom 13. Juli 2008. Download unter: www.federalreserve.gov/newsevents/press/other/20080713a.htm (Stand: 15. Januar 2009).
- Gassen, Joachim (2009): Finanzkrise: Die Rolle der Rechnungslegung. In diesem Heft, Seite 83–95.
- Hartmann-Wendels, Thomas, Andreas Pfingsten und Martin Weber (2007): *Bankbetriebslehre*. Berlin u. a. O., Springer.
- Hemmerich, Friedhelm (2008): Vom US-Immobilienmarkt zur internationalen Finanzkrise. *WISU*, 37 (4), 514–520.
- o. V. (2007a): Fannie, Freddie market share may hit 70 pct-Lehman. Download unter: www.reuters.com/article/bondsNews/idUSN1731791420070917 (Stand: 16. Januar 2009).
- o. V. (2007b): Privatanleger haben kaum Anteil am ABS-Boom. Download unter: www.faz.net/s/Rub09A305833E12405A808EF01024D15375/Doc~E7931C6F1DF994989B4B9E6627EFA0A7B~ATpl~Ecommon~Scontent.html (Stand: 30. Januar 2009).
- o. V. (2008a): US-Regierung übernimmt Freddie Mac und Fannie Mae. Download unter: www.spiegel.de/wirtschaft/0,1518,576837,00.html (Stand: 15. Januar 2009).
- o. V. (2008b): Sparquote – Rücklagen für die Krise. Download unter: www.manager-magazin.de/geld/artikel/0,2828,587012,00.html (Stand: 16. Januar 2009).
- Österreichische Nationalbank (2004): Best Practice im Risikomanagement von Verbriefungen.
- Rudolph, Bernd (2008): Lehren aus den Ursachen und dem Verlauf der internationalen Finanzkrise. *zfbf*, 60, 713–741.
- S&P/Case-Shiller® U.S. National Home Price Index (2009): www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/CSHomePrice_History_112766.xls (Stand: 8. Februar 2009).
- Stiglitz, Joseph E. und Andrew Weiss (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review*, 71, 393–410.
- U.S. Census Bureau (2009): Housing Vacancies and Homeownership. Download unter: www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/hvs.html (Stand: 15. Januar 2009).
- Young, Brigitte (2009): Vom staatlichen zum privatisierten Keynesianismus. Der globale makroökonomische Kontext der Immobilienblase und der Privatverschuldung. *Zeitschrift für Internationale Beziehungen* (im Erscheinen).