

17. April 2008

Von Alexander Wuttke

**Marco Bülow**  
Mitglied des Deutschen Bundestages

## **Erläuterungen zur momentanen Krise der internationalen Finanzmärkte**

Seit Mitte 2007 vermehrten sich die Zeichen von Instabilitäten auf den internationalen Finanzmärkten. In den folgenden Monaten weiteten sie sich zu einer ernsthaften Krise aus. Großbanken mussten Milliardenverluste vermelden, mehrere Finanzinstitute standen unmittelbar vor der Zahlungsunfähigkeit und die Notenbanken führten massive Stützmaßnahmen durch, um der Krise Herr zu werden.

### **Unter welchen Rahmenbedingungen konnte sich diese Krise entwickeln?**

Die Leitzinsen der amerikanischen Notenbank (Fed) waren über mehrere Jahre sehr niedrig angesetzt. Dies erzeugte in den Vereinigten Staaten einen enormen Immobilienboom. Die niedrigen Zinsen schufen außerdem hohe Anreize für Finanzmarktakteure wie Hedgefonds ihre Rendite über einen hohen Verschuldungsgrad „hochzuhebeln“.

### **Welche Rolle spielt der US-Immobilienmarkt?**

Die expansive Zinspolitik machte sich insbesondere am amerikanischen Immobilienmarkt bemerkbar. Deutlich steigende Häuserpreise veranlassten viele Kaufinteressenten wegen der niedrigen Zinsen dazu, Kredite aufzunehmen. Die Kreditgeber senkten jedoch ihre Bonitätsanforderungen, sodass viele Menschen Kredite aufnahmen, die sie nicht bedienen konnten. Häufig wird in diesem Zusammenhang von „Subprime-Krediten“ gesprochen. Die Einstufung Subprime erfolgt unter anderem dann, wenn der Kreditnehmer bereits eine Zahlungsunfähigkeit oder Zwangsversteigerung hinter sich hat oder mit Kreditraten in jüngster Zeit in Verzug geraten ist. Trotzdem wurden Subprime-Hypotheken in einer Höhe von 1,3 Billionen Dollar (Feb 2007) vergeben. Alt-A Hypotheken, bei denen der Kreditnehmer keine oder keine vollständigen Belege über sein Einkommen vorlegen muss, wurden in einer Höhe von 1 Billion Dollar vergeben. Zum Vergleich: Das jährliche BIP Deutschlands beträgt etwa 2,5 Billionen Euro.

Enorme Summen steckten also in unsicheren Hypotheken. 2005 und 2006 kam es dann zu Anhebungen der Leitzinsen. Die Immobilienpreise stiegen nicht mehr und die Sicherheiten für Hypothekenkredite verloren an Wert.

### **Was ist unter Carry Trade zu verstehen und was hat es mit der Finanzkrise zu tun?**

Carry Trade bezeichnet kurzfristige Kapitalströme, die sich im Wesentlichen an den Zinsdifferenzen zweier Währungen orientieren. In einer Währung mit niedrigen Zinsen werden Kredite aufgenommen und in einer Währung mit hohen Zinsen investiert. Insbesondere der Yen wird dabei verwendet, da der japanische Leitzins nahe Null liegt. Dies führte dazu, dass trotz der steigenden Zinsen in den USA risikofreudige Finanzmarktakteure über günstige Refinanzierungsquellen für ihre Kreditaktivitäten verfügten.

### **Der Kern der Krise: Verbriefungen**

Die zu expansive Zinspolitik und die zu freimütige Kreditvergabe bildeten also den Nährboden der Finanzmarktkrise. Ihre jetzige Qualität hat sie jedoch durch die neuartigen Techniken der Verbriefung erhalten. Sie förderten das Modell „originate and distribute“, das es Banken in den ermöglichte, Kredite an private Haushalte zu vergeben und sie dann an Investoren in der ganzen Welt zu veräußern.

Vielfältige Formen der Verbriefung erlauben es, Buchkredite in handelbare Aktiva zu transformieren. Damit war es auch möglich Kredite aus dem nationalen Finanzsystem auf ausländische Investoren zu übertragen. Grundsätzlich können diesem neuartigen Instrument positive Auswirkungen zugeschrieben werden, da es den Banken die Möglichkeit bietet durch die Auslagerung von Kreditrisiken ihr eigenes Risiko zu diversifizieren und generell das allgemeine Kreditschöpfungspotenzial erhöhen. Im Zusammenhang mit der Finanzkrise waren die Folgen der Verbriefungen jedoch katastrophal.

Die Techniken der Verbriefung beschränken sich nicht nur darauf, Kredite transferierbar zu machen. Eine wichtige Rolle

## **Chronologie der Krise**

### **15. Juni 2007**

Die Rating-Agentur Moody's stuft 131 Ratings von *Asset-Backed Securities (ABS)* mit Hypothekenkrediten aus dem *Subprime*-Markt herunter und kündigt die Überprüfung weiterer an.

### **20. Juni**

Erste Nachrichten kommen auf, dass zwei Hedgefonds, die von Bear Stearns verwaltet werden, in den US-Hypothekenmarkt investiert haben und kurz vor der Insolvenz stehen.

### **10. Juli**

Die Rating-Agenturen S&P und Moody's stufen verschiedene *ABS* und *Collateralised Debt Obligations (CDO)* mit Volumina von 7,3 Mrd US-Dollar respektive 5 Mrd USDollar zurück.

### **30. Juli**

Die IKB kommt aufgrund der bestehenden Kreditlinien für das *Conduit Rhineland Funding* in große Finanzierungsprobleme.

### **01. August**

Die IKB kündigt Verluste von 3,5 Mrd Euro aufgrund ihres Engagements im US-Hypothekenmarkt, in Verbindung mit dem *Rhineland Funding* an.

### **06. August**

Die American Home Mortgage Investment Corporation muss wegen Zahlungsunfähigkeit aus Kreditrückständen Insolvenz anmelden.

spielte zudem in den letzten Jahren die Strukturierung von verbrieften Kreditportfolios. Um die Marktgängigkeit der verbrieften Forderungen zu erhöhen, werden die Forderungen in Tranchen aufgeteilt, die unterschiedlich hohe Verlustrisiken tragen. Krediten mit hohem Ausfallrisiko werden also sichere Kredite „beigemischt“ und gebündelt. Subprime-Kredite beispielsweise dürfen nur von den unregulierten Hedgefonds gekauft werden, Banken ist dies auf Grund von rechtlichen Vorgaben nicht erlaubt. Werden Subprime-Kredite nun aber mit sicheren Krediten gebündelt, können sie nun auch von Banken erworben werden.

Auf diesem Weg gelangten unsichere, amerikanische Subprime-Hypotheken in die Bücher deutscher Banken. Die Strukturierung der verschiedenen Forderungen machten die Titel jedoch so komplex, dass ihr Ausfallrisiko nur noch sehr schwer einschätzbar war.

Diese Art der Kreditweitergabe hat in den letzten Jahren sehr stark zugenommen. Insgesamt belaufen sich die verbrieften Verbindlichkeiten auf mehr als 10 Bio. US Dollar, das entspricht etwa der Hälfte aller ausstehenden privaten Schulden der amerikanischen Volkswirtschaft.

### **Spezielle Form der Verbriefung mit großen Folgen: Conduits und Structured Investment Vehicles**

Viele Investoren waren offenbar nicht bereit, verbrieft Titel mit längerfristiger Laufzeit zu erwerben. Daher war eine Fristenformation nötig. Es wurden also sehr langfristige US-Hypotheken (Laufzeit bis zu 30 Jahre) in sehr kurzfristige Titel transformiert. Dies geschieht über Vehikel, die Conduits oder Structured Investment Vehicles (SIV) genannt werden. Sie investieren in längerfristige Aktiva (Automobilkredite, Hypotheken etc.) und refinanzieren sich durch Commercial Papers (CP) mit einer Laufzeit von einem Tag bis neun Monaten. Sie agieren wie Quasi-Banken, unterliegen aber nicht den bankenrechtlichen Bestimmungen und keinerlei Regulierung. Die damit verbundenen Risiken waren den meisten Anlegern offensichtlich bewusst, weswegen sie darauf bestanden, dass Finanzinstitutionen mit hoher Reputation bereit waren, für eventuelle Ausfälle vollständig einzustehen. Damit gerie-

#### **17. August**

Die US-amerikanische Zentralbank senkt den Diskontsatz um 50 Basispunkte. Der Sachsen LB wird von Seiten des Deutschen Sparkassenverbands und Giroverbands eine Kreditlinie in Höhe von 17,3 Mrd Euro eingeräumt.

#### **26. August**

Die Sachsen LB wird aufgrund ihrer Liquiditätsprobleme an die Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) verkauft.

#### **13. September**

Nachrichten zufolge hat die Bank of England dem britischen Hypothekenfinanzierer Northern Rock eine Notfallunterstützung im Fall von Liquiditätsproblemen zugesagt. Dies löst einen Bank-Run auf Northern Rock aus.

#### **17. September**

Der britische Finanzminister gibt eine Staatsgarantie zur Sicherheit aller Einlagen bei Northern Rock ab.

#### **10. Dezember**

Die Großbank UBS muss wegen der US-Hypothekarkrise weitere 10 Milliarden Dollar abschreiben. Um die zerzauste Bilanz zu stärken, steigen ein Staatsfonds aus Singapur und ein Geldgeber aus Mittelost ein.

#### **15. Januar 2008**

Die US-Bank Citigroup verliert fast 10 Milliarden Dollar durch die Kreditkrise. Die Bank Merrill Lynch muss 4,1 Milliarden Dollar abschreiben. Beide Banken bekommen von Grossaktionären aus Asien Hilfe. Die UBS streicht die Hälfte der Stellen im Eigenhandel und Immobiliengeschäft ihrer Investmentbank.

ten diese Titel wieder zurück ins Bankensystem. Die Banken jedoch hielten für diese Zusagen nicht ausreichend Eigenkapital vor. Man hatte also ein äußerst wackliges Gebäude errichtet.

Niedrige Zinsen, ein überhitzter Immobilienboom und eine unverantwortliche Hypothekenvorgabe bildeten den äußeren Rahmen der Krise. Neuartige, hochkomplexe Finanzmarktprodukte sorgten dafür, dass die Krisenzeichen erst spät erkannt werden konnten und globale Wirkungen erzeugten.

Und als im Juni vergangenen Jahres (siehe Chronologie) Rating-Agenturen erste Zweifel an der Bonität von Subprime-Krediten bekundeten, kam es zu einem Fonds-Run. Die neue Finanzarchitektur war für derartige Shocks nicht gerüstet. Die Finanzinstitute misstrauten sich gegenseitig und vergaben nur noch wenige Kredite untereinander. Die Notenbanken der wichtigsten Staaten mussten massiv eingreifen, um einen Domino-Effekt nach einander umfallender, zahlungsunfähiger Banken zu verhindern und um Liquidität im Markt zu halten.

**21. Januar**

Panikverkäufe führen an den Börsen weltweit zu schweren Kurseinbrüchen. Die Leitindizes brechen teilweise um mehr als sieben Prozent ein.

**22. Januar**

Die Fed senkt die Zinsen so stark wie noch nie in ihrer Geschichte.

**16. März**

Das Traditionshaus Bear Stearns ist fast pleite und wird von JP Morgan übernommen.