

Globale Finanzkrise und deutsche Wirtschaft

Ein Crash mit Folgen

In der Europäischen Union sind Deutschland und Irland am stärksten von der Wirtschaftskrise betroffen. Mit einem Rückgang des Bruttoinlandsproduktes im Jahr 2009 von fünf bis sechs Prozent wird ein Einbruch prognostiziert, den es in der Geschichte der Bundesrepublik noch nicht gegeben hat. Ihren Ausgang hat die Krise auf dem Immobiliensektor in den Vereinigten Staaten genommen. Sie wurde jedoch sehr schnell zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise.

Im Zentrum der amerikanischen Immobilienkrise standen spezifische Finanzmarktprodukte, deren große Akzeptanz maßgeblich zur Finanzmarktkrise beitrug. Dabei handelte es sich um Wertpapiere, in denen Vermögenspositionen mit anderen Finanzanlagen verbrieft werden. Als Verbie-

fung wird ein Vorgang bezeichnet, in dem ein Verkäufer Vermögenspositionen an eine Bank überträgt und diese Bank die Vermögenspositionen durch die Ausgabe von Wertpapieren finanziert. Werden verschiedenartige Finanzanlagen in einem Wertpapier gebündelt, so kann die



Bank im Idealfall die Gefahr eines Wertverlustes drastisch reduzieren. Fallen die verbrieften Vermögenspositionen jedoch aus, so trägt die Bank das Risiko.

In den Jahren vor der Finanzmarktkrise wurden hauptsächlich Wertpapiere ausgegeben, die Hypotheken von US-Privathaushalten beinhalteten. Die Banken gingen davon aus, das Gesamtrisiko durch geschickte Kombinationen von Finanzanlagen erheblich reduzieren zu können. Daher wurden auch Kredite an Haushalte mit besonderen Risiken vergeben. Dies sind Haushalte, die entweder über kein oder nur ein geringes Einkommen verfügen oder dieses nicht offenlegen wollen. Der Markt für solche Kredite wird auch „Subprime Markt“ genannt.

Während im Jahr 2003 auf US-Hypotheken basierende Wertpapiere einen Umfang von 500 Milliarden US-Dollar aufwiesen, stieg dieser bis zum Beginn der Krise 2008 auf sechs Billionen US-Dollar. Bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) betrug der Anteil vermögensbesicherter Wertpapiere 2003 rund 0,06 Prozent und stieg bis 2008 auf über 0,17 Prozent (vgl. Abbildung 1). Durch das erheblich ausgeweitete Angebot konnten deutlich mehr Hypotheken vergeben werden. Die Verbesserung der Finanzierungsmöglichkeiten von Immobilien führte daher zu einer stärkeren Nachfrage nach Einfamilienhäusern. Dies hat unter anderem zur Bildung einer Blase auf dem US-Immobilienmarkt beigetragen.

Die Blase auf dem US-Immobilienmarkt platzt

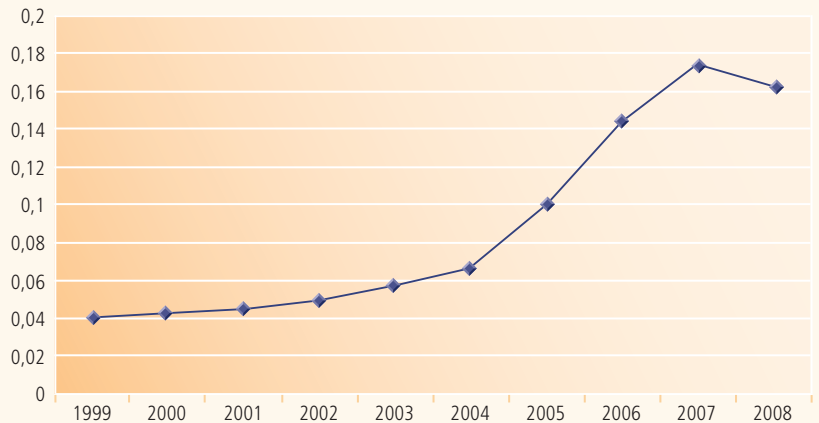
Die Entwicklung der Blase auf dem US-Immobilienmarkt erreichte Ende des Jahres 2006 ihren Höhepunkt. Ab dem Jahr 2007 fielen die Immobilienpreise. Infolge dessen kam es zu hohen Ausfallraten von US-Hypotheken. Wertpapiere mit US-Hypotheken mussten daher abgesichert werden. Da sich Banken weltweit in erheblichem Maße auf dem Verbriefungsmarkt engagierten, kam es schlagartig zu einem enormen Liquiditätsbedarf der Banken. Dies führte schließlich zu einem Zusammenbruch der Geldmärkte und letztlich zur Finanz- und Wirtschaftskrise.

Was aber hatte zu einer solch starken Ausdehnung des Angebots an Wertpapieren mit US-Hypotheken ge-

Abbildung 1

Vermögensbesicherte Wertpapiere in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Mortgage backed securities)

in Prozent



Quelle: Datastrom, OECD

©IAB

führt? Für die Ausdehnung des Angebots gibt es vor allem drei Gründe. Zum einen kam es aufgrund des „American Dream“-Programms der amerikanischen Regierung zu einer erhöhten Nachfrage nach Hypotheken, die über Wertpapiere finanziert werden sollten. Zweitens traten immer mehr Hypothekenbanken in den Markt ein und bildeten immer neue mit US-Hypotheken kombinierte Finanzmarktprodukte. Drittens gab es durch den Übergang der Bilanzierungsvorschriften von Basel I zu Basel II erhebliche Anreize für Banken, diese Finanzmarktprodukte auszugeben.

„American Dream“ löst Hypothekenboom aus

Das Programm „American Dream“ der amerikanischen Regierung sollte armen Familien zu einem Eigenheim verhelfen. Da diese Familien nicht über die nötigen Mittel verfügten, zahlte die Regierung Zuschüsse, um die Vergabe von Hypotheken ohne Eigenkapitalabsicherung zu ermöglichen. Durch den Erfolg dieses Programms wurden Hypotheken auch an Haushalte vergeben, die bisher hierfür nicht in Frage kamen. Die Nachfrage nach Hypotheken wurde folglich ausgedehnt.

US-Banken erpicht auf Hypothekenabsatz

Der zweite Grund für die Ausdehnung des Angebots an Wertpapieren mit US-Hypotheken ist weniger offensichtlich. Zwar erhöhte sich die Nachfrage nach Immobilien und damit die Möglichkeit, neue auf Hypotheken basierende Wertpapiere zu bilden, jedoch musste auch die Bereitschaft seitens der Hypothekenbanken vorhanden sein, immer neue Wertpapiere auszugeben. Erstaunlicherweise war der Auslöser hierfür ein Bilanzierungsskandal. Er sorgte dafür, dass im Jahr 2003 die Eigenkapitalanforderung für die halbstaatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac erhöht und die Bilanzierungsvorschriften verschärft wurden. Die zwei Banken haben die Aufgabe, Hypotheken zu verbriefen. Das heißt, sie kaufen Hypotheken auf dem Hypothekenmarkt und bieten diese als „vermögensbesicherte“ Wertpapiere auf dem Kapitalmarkt an. So werden neue Investoren gefunden. Mit ihrer Hilfe können weit mehr Hypotheken vergeben werden, als dies in einem traditionellen Hypothekenmarkt der Fall wäre. Bis zum Jahr 2003 hatten beide Unternehmen auf solche Verbriefungen quasi ein Monopol. Dies änderte sich erst, als die amerikanische Regierung im Zuge des Bilanzierungsskandals den „Securities Exchange Act“ änderte und so anderen Banken den Handel mit Sicherheiten ermöglichte.

Die Veränderung der Bilanzierungsrichtlinien und die neuen Eigenkapitalanforderungen erhöhten zunächst die Kosten für jene Banken, die Hypotheken an Fannie Mae und Freddie Mac verkauften. Ihre Gewinne brachen ein. Durch die Veränderung der Bankregulierung konnten diese Banken nun jedoch ihre eigenen Hypothekenbanken in Form von Zweckgesellschaften gründen, den sogenannten „Special Purpose Vehicles“. Da die Regulierungsbehörden noch keine Erfahrung mit diesen Zweckgesellschaften hatten, reagierten sie auf diese Neuerung zu spät. So entstand ein quasi unreguliertes neues Marktsegment, auf dem Eigenkapitalanforderungen und Bilanzierungsvorschriften nicht griffen.

Das Programm „American Dream“ der amerikanischen Regierung und die Neugründung von Hypothekenbanken führten zu einer Ausdehnung des Angebots an Wertpapieren mit US-Hypotheken.

„Basel II“ begünstigt Hypothekenkredite

Diese beiden Faktoren können jedoch nicht das ganze Ausmaß der Angebotssteigerung erklären. Auch der Übergang der Bilanzierungsvorschriften von Basel I zu Basel II war mitverantwortlich. Der Baseler Ausschuss für Bankenregulierung hat eine Reihe von neuen Bilanzierungsvorschriften für Banken vorgeschlagen, die in



ihrer Gesamtheit Basel II genannt werden und die bisher gültigen Vorschriften namens Basel I ersetzen sollen. Die Mitgliedstaaten der Europäischen Union hatten Basel II bereits 2007 umgesetzt; die USA planten, Basel II im Jahr 2008 einzuführen. Da Basel II auch eine Reihe von Erleichterungen vorsieht, müssen die Banken zukünftig Hypotheken weniger stark mit Eigenkapital absichern, als dies unter Basel I der Fall war. Dies führt zu beachtlichen Arbitragegewinnen der Banken beim Übergang von Basel I zu Basel II.

Durch Absicherung von Hypotheken außerhalb der eigenen Bilanz in Zweckgesellschaften haben die Banken eine Möglichkeit gefunden, bereits vor der Einführung von Basel II von der zu erwartenden Neuregelung zu profitieren. Die Absicherung von Hypothekenkrediten wird hierzu in die Zukunft verschoben, in der Hoffnung, Basel II wäre dann bereits eingeführt. Aufgrund der hohen Gewinne

sind von der Krise betroffen, ohne sich überhaupt auf dem dortigen Markt bewegt zu haben. Ursache hierfür sind Refinanzierungsgeschäfte über Zweckgesellschaften, sogenannte Conduits. Ursprünglich wurden sie für das Leasinggeschäft oder zur Finanzierung von Industrieanlagen entwickelt. Ab dem Jahr 2004 verwendete man Conduits neben den ursprünglichen Aufgaben in starkem Maße



kam es zu einer starken Erhöhung der Nachfrage nach Wertpapieren mit Hypotheken.

Universalbanken aktiv auf Verbriefungsmarkt

Es stellt sich nun die Frage, warum insbesondere deutsche Banken bis heute in dem Geschäft mit US-Hypotheken so stark vertreten sind. Ein Teil der deutschen Banken hatte sich direkt im US-Hypothekenmarkt engagiert und wurde damit auch direkt von der dortigen Krise betroffen. Andere waren indirekt am US-Hypothekenmarkt aktiv oder

dazu, langfristige Wertpapiere zu verbriefen. Diese Wertpapiere waren häufig mit US-Hypotheken abgesichert. Die Zweckgesellschaft finanziert sich auf dem Kapitalmarkt, indem sie eigene kurzfristige Wertpapiere ausgibt. Die sogenannte „Sponsor-Bank“, die hinter der Zweckgesellschaft steht, sichert die Wertpapiere durch Liquiditätsverpflichtungen ab. Damit kann sie sich sehr günstig refinanzieren, trägt aber auch jegliches Risiko. Für den Käufer des Wertpapiers ist der Kauf nahezu risikofrei. Durch die Krise auf dem US-Hypothekenmarkt kam es zu einem Wertver-

fall der Wertpapiere und die Sponsor-Banken mussten das Risiko tragen. Dies führte zu einem hohen Verlust und bei manchen Banken fast zur Zahlungsunfähigkeit. Besonders problematisch war, dass sich manche deutsche Banken derart stark auf diesen Teilmärkten bewegten, dass es gemessen an ihrer Bilanzsumme zu einer erheblichen Risikokonzentration kam.

Beispielsweise investierte die deutsche Mittelstandsbank IKB mit ihrer Zweckgesellschaft Rhineland Funding Capital 6,5 Milliarden Euro in Wertpapiere, die auf Hypotheken von US-Hochrisikoschuldnern beruhen. Sie konnte nur durch den Eingriff des deutschen Staates vor der Zahlungsunfähigkeit gerettet werden.

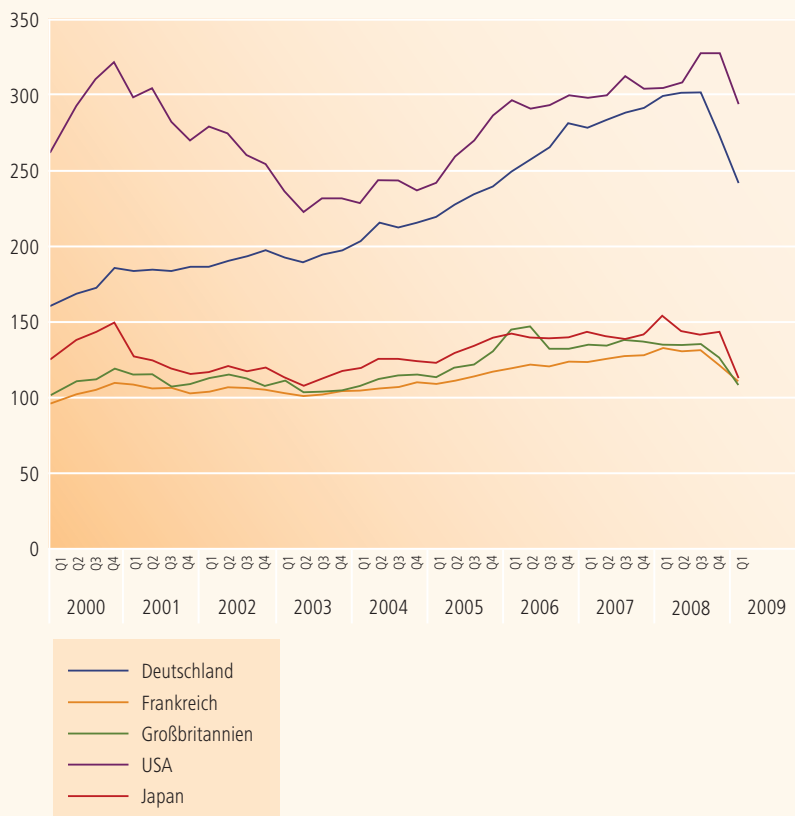
Neben einfachen Konstruktionen wie den Conduits wurden zusätzlich durch mehrstufige Verbriefungen weit komplexere Finanzmarktprodukte geschaffen, die ebenfalls US-Hypothekenkredite enthalten. Diese Produkte sind nicht nur risikoreicher, sie sind auch intransparent und können daher schlecht bewertet werden.

Das starke Engagement deutscher Banken auf dem Verbriefungsmarkt hat seine Ursache in der Struktur des deutschen Bankenmarktes. Während in Deutschland mehrheitlich Universalbanken vertreten sind, existierten in angelsächsischen Ländern – in den USA bis zum Jahr 2008 – mehrheitlich getrennte Geschäfts- und Investmentbanken. Während Universalbanken sowohl das Kredit- als auch das Investmentbanking anbieten, ist dies in einem Trennbankensystem aufgeteilt. Da das Investmentbanking vor allem in der Emission, also der Ausgabe von Wertpapieren, sowie in der Entwicklung neuer Wertpapierformen besteht, können Universalbanken bei Kreditvergaben in Form von Verbriefungen auf diese Kompetenz zurückgreifen. Hierdurch haben Universalbanken Vorteile gegenüber reinen Geschäftsbanken. Diesen Kompetenzvorteil nutzten deutsche Banken und betätigten sich deshalb besonders stark im Verbriefungsgeschäft. Die Wirtschaftskrise traf sie daher auch besonders hart.

Abbildung 2

Exporte von Waren und Dienstleistungen

in Milliarden Euro



Quelle: Eurostat, OECD 2009

©IAB

Finanzkrise trifft deutsche Wirtschaft

Die Probleme auf dem Hypothekenmarkt und infolgedessen auf dem Verbriefungsmarkt führten sehr schnell zu einer Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten deutscher Unternehmen. Es ist nicht erstaunlich, dass die Wertberichtigungen auf den Finanzmärkten eine Neubewertung des Risikos nahezu aller Wertpapierklassen zur Folge hatte. Insbesondere Unternehmen, die auf Zweckgesellschaften zur Finanzierung ihrer Forderungen angewiesen sind, stehen deshalb vor erheblichen Problemen. Dies gilt vor allem für Unternehmen im Leasinggeschäft und für Exportunternehmen. Alleine kann das den drastischen Einbruch des Außenhandels nicht erklären. Was also führte neben der Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten zu einer globalen Wirtschaftskrise?

Aufgrund der Finanzkrise bewerteten Banken die Risiken auf nahezu allen Märkten neu und schränkten wegen ihres Liquiditätsbedarfs das Auslandsgeschäft ein oder zogen Kapital ab. Daneben führte die Panik auf den Finanzmärkten zu einer Flucht in sichere Anlagen, beispielsweise amerikanische Staatsanleihen. Beides verursachte in Entwicklungs- und Schwellenländern erhebliche Finanzierungsprobleme und eine Abwertung der heimischen Währung gegenüber dem US-Dollar und dem Euro. Da ausländische Produkte aufgrund der Aufwertung teurer und die Finanzierung von ausländischen Investitionsgütern schwieriger wurde, mussten diese Länder ihren Import reduzieren. Der Rückgang der Importe bedeutet jedoch zwangsläufig, dass auch die Exporte der Industrieländer zurückgehen.

Für Deutschland spielt in diesem Zusammenhang vor allem der Rückgang der Exporte in die neuen mittel- und osteuropäischen EU-Länder eine Rolle. Dieser hat in den letzten Jahren einen beträchtlichen Umfang erreicht und bricht nun drastisch ein. Aufgrund der wohl andauernden Finanzierungsprobleme dürfte eine schnelle Erholung dieses Marktes unwahrscheinlich sein.

Daneben sank aber auch im Inland die Nachfrage nach Investitionsgütern. Eine Erklärung hierfür ist in der auf den Märkten herrschenden großen Unsicherheit zu sehen. So stellen Unternehmen Investitionen zurück, um in der Krise notwendige Spielräume zu behalten. Momentan ist daher noch nicht absehbar, bis wann mit einer Erholung zu rechnen ist.

In den USA war eine Rezession hingegen unausweichlich, da die Haushalte in der Vergangenheit einen erheblichen Teil ihres Konsums über die Steigerung der Immobilienpreise finanzierten. Da dies kaum mehr möglich ist, schrumpft der Konsumsektor in den USA. Insbesondere die Hersteller langlebiger Konsumgüter geraten hierdurch unter Druck.

Investitionsgütermarkt und Außenhandel brechen ein

Die Finanzkrise führte also weltweit zu einer Verschlechterung der Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen

und zu einer Erhöhung der Unsicherheit. Dies resultierte in einer scharfen Kontraktion des Außenhandels und einem ebenso starken Rückgang der Investitionsgüternachfrage (vgl. Abbildung 2 auf Seite 16).

Die Wirtschaftskrise trifft in Deutschland vor allem Unternehmen, die in den letzten Jahren von der stetigen Ausdehnung des Außenhandels profitierten. Da in der Exportwirtschaft überproportional renditestarke Unternehmen vertreten sind und diese oft in prosperierenden Regionen angesiedelt sind, ist die Auswirkung der Wirtschaftskrise auf die Beschäftigung bis zum Herbst 2009 noch kaum spürbar. Die Unternehmen scheinen abzuwarten und nicht durch Entlassungen auf die Krise zu reagieren. Allenfalls durch den Abbau von Überstundenkonten oder mit Instrumenten wie Kurzarbeit wird dem drastischen Auftragsrückgang begegnet.

Bislang liegen noch keine verlässlichen Untersuchungen zu Unternehmensreaktionen auf die Finanz- und Wirtschaftskrise vor. Es lässt sich nur beobachten, dass Exportnationen wie Deutschland oder Japan sehr stark von einem Rückgang des Welthandels betroffen sind (vgl. Abbildung 2 auf Seite 16). Dennoch ist in beiden Ländern nur ein moderater Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen. Dies scheint damit zusammenzuhängen, dass die Unternehmen den Grund für den Einbruch der Aufträge in der problematischen Situation der Finanzmärkte sehen. So stehen Aufträge in den Büchern, die aufgrund des Zusammenbruchs des Verbriefungsmarktes nicht finanziert werden können. Die Unternehmen scheinen abzuwarten und auf ein baldiges Ende zumindest der Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf zu setzen. Daher halten sie ihre Produktionskapazitäten vor. Wie lange dieses Phänomen anhalten wird und ob die Unternehmen letztlich mit ihrer Einschätzung Recht behalten, bleibt abzuwarten.

Fazit

Die Krise auf dem US-Hypothekenmarkt verursacht in Deutschland den stärksten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts seit Bestehen der Bundesrepublik. Da die gesamte



Weltfinanzmarktarchitektur ins Wanken geraten ist, sind neben Finanzdienstleistern gerade Exportunternehmen und Investitionsgüterproduzenten betroffen. Die Kunden dieser Unternehmen sind zum einen sehr stark auf Kredite zur Finanzierung ihrer Aufträge angewiesen, zum anderen bestehen hohe Risiken – beispielsweise schwankende Wechselkurse – die abgesichert werden müssen. Da Exportunternehmen häufig renditestark sind, können sie der zurzeit herrschenden Unsicherheit mit Abwarten begegnen. Daher ist momentan weder in Deutschland noch in Japan eine Entlassungswelle zu beobachten, die vergleichbar ist mit den Entwicklungen in den USA, Großbritannien oder Spanien.

Für die nahe Zukunft erscheinen zwei Szenarien realistisch: Im optimistischen Szenario könnte die Rettung des Finanzsektors Erfolg haben, die Unsicherheit auf den Finanzmärkten verschwinden und die deutschen Unternehmen sich relativ rasch von der Krise erholen. Auf einen solchen Verlauf scheinen erste positive Zeichen der Konjunkturindikatoren hinzuweisen.

Im pessimistischen Szenario können die Unsicherheiten auf den Finanzmärkten nicht beseitigt werden und die sogenannte „Kreditklemme“ bleibt bestehen. Der Welthandel würde Jahre brauchen, um sich von der Krise zu erholen, mit erheblichen negativen Konsequenzen für die Weltwirtschaft und den Handel. Schließlich müssten renditestarke

Unternehmen den Markt verlassen und Exportnationen wie Deutschland würden vor einer Strukturkrise stehen.

Gerade aufgrund des pessimistischen Szenarios scheinen die Rettungsmaßnahmen bezüglich des Finanzsektors ebenso wie die Konjunkturprogramme berechtigt (vgl. auch den Artikel „Konjunkturprogramme gegen die Krise – Auf zum TÜV“ von Michael Feil und Hermann Gartner auf Seite 32). Mittelfristig sind jedoch die Regulierung des Bankensektors und das Modell der deutschen Universalbank zu überdenken. Kurzfristig wäre überlegenswert, ob es nicht andere Möglichkeiten gibt, Unternehmen die Finanzierung von Aufträgen zu erleichtern. Die von der Bundesregierung geplanten Hilfen bei der Warenkreditversicherung und der Ankauf von hermesgedeckten Exportbürgschaften gehen in diese Richtung.

Der Autor



Timo Baas

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Forschungsbereich „Internationale Vergleiche und Europäische Integration“ am IAB.

timo.baas@iab.de