

Magisterarbeit

Titel der Magisterarbeit:

DIE US-SUBPRIME-KRISE

**Zur Analyse ihrer Ursachen, ihres Verlaufs und
der geplanten Reformen von 2001 bis 2008**

Verfasser:

Stephan Zumtobel

angestrebter akademischer Grad:

Magister der Politikwissenschaft

Wien, im März 2008

Studienkennzahl lt. Studienblatt: A-300

Studienrichtung lt. Studienblatt: Politikwissenschaft

Betreuer: Dr. Fritz Windhager

Inhaltsverzeichnis

VORWORT.....	4
EINLEITUNG	5
1) ERSTER ABSCHNITT: THEORETISCHE GRUNDLEGUNG	9
1.1) Zum Keynesianismus – Der Staat als nachfragestimulierender Akteur	9
1.2) Wirtschaftspolitische Grundsätze des Keynesianismus und deren Kritik .	14
1.3) Zum Monetarismus – „Inflation ist immer und überall ein monetäres Problem“	15
1.4) Zur Weltwirtschaftskrise 1930	21
1.5) Zur ideologische Zuordnung der beiden Ismen.....	26
2) ZWEITER ABSCHNITT: METHODISCH-INSTRUMENTELLE GRUND-.....	28
2.1) Methodik – Hermeneutischer Ansatz	28
2.2) Das Instrument der Konstellationsanalyse	29
2.2.1) Federal Reserve	32
2.2.2) US-Regierung.....	36
2.2.3) Monetäre Politik.....	36
2.2.4) Kredite	37
2.2.5) Inflation	37
2.2.6) Die Wirtschaft	37
2.2.7) Bankwirtschaft	38
2.2.8) Special Purpose Vehicles	38
2.2.9) Mortgages/ Hypotheken – Mortgage Issuers/ Hypothekenbanken.....	39
2.2.10) Monoline Versicherer	39
2.2.11) Strukturierte Produkte.....	40
2.2.12) Securitisation – Verbriefung	41
2.2.13) Government Sponsored Entities	41
2.2.14) Keynesianismus	41
2.2.15) Monetarismus	41
2.2.16) Konsument	42
2.2.17) Immobilien	42
2.2.18) Credit Rating Agencies.....	42
2.2.19) Vertrauen	43
3) DRITTER ABSCHNITT: ZUM VORLAUF UND VERLAUF DER IMMO- BILIENKRISE	44
3.1) Konstellation im Jahre 2001 – Untergang der New Economy und Start der expansiven Geldpolitik.....	44
3.2) Konstellation im Jahre 2003 – Kreditvergabeboom und starkes Wachstum der Immobilienpreise.....	47
3.3) Konstellation im Jahre 2007 – Beginn der Immobilienkrise.....	50
3.4) Konstellation im Jahre 2008 – Verschärfung der Immobilienkrise.....	61

4) Vierter Abschnitt: Ansätze zur Lösung der Krise.....	68
4.1) Folgen der US-Immobilienkrise für die US-Politik	68
4.2) Reaktionen und Aktionen des US-Treasury	70
4.2.1) Hope Now Alliance – Versuch der Stützung des Immobilienmarktes	71
4.2.2) Stimulus Package – Konjunkturprogramm	73
4.2.3) Fannie Mae und Freddie Mac – Quasi Verstaatlichung	76
4.2.4) Troubled Asset Relief Program – Rettungspaket für “toxische” Papiere.....	77
4.3) Die Reaktionen und Aktionen der Fed	79
4.3.1) Bear Stearns – Rettung der fünftgrößten US-Investmentbank.....	80
4.3.2) Term Securities Lending Facility – Rettungspaket für die Banken.....	81
4.3.3) Fannie Mae und Freddie Mac – Bereitstellung von Liquidität	81
4.3.4) Rettung der American Insurance Group durch den US-Staat	82
4.4) Markt- und produktbezogene Reformansätze	84
4.4.1) Generelle Reform der Regulatoren auf den US Kapitalmärkten	85
4.4.2) Regulation strukturierter Produkte.....	87
4.4.3) Covered Bonds – Pfandbriefe	89
4.4.4) Short Selling Rules – ein treffsicheres Verbot?	90
 5) Fünfter Abschnitt: Zur Expertendiskussion der geplanten Reformen	92
5.1) Zur Positionslogik der Kritiker	92
5.2) Nouriel Roubini – ein multidimensionaler Reformansatz.....	93
5.3) Vikram Pandit – Drei Prinzipien zur Strukturreform	99
5.4) John M. Mason – Primat der Transparenz.....	101
 6) Sechster Abschnitt: Conclusio: Am Weg in den postmodernen Keynesianismus	104
 LITERATURVERZEICHNIS.....	116
Monografien und Sammelbände.....	116
Beiträge in Sammelbänden und Zeitschriften.....	119
Internetquellen	122
Berichte, Vorträge, Research Reports	128
 ABBILDUNGSVERZEICHNIS	130
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	131
ABSTRACT	132
CURRICULUM VITAE	133

Vorwort

Im Verlauf meines politikwissenschaftlichen Studiums haben mich policy-orientierte Fragestellungen, im insbesondere mit ökonomischen Implikationen, in zunehmendem Maß in ihren Bann gezogen. Die Ereignisse der letzten Jahre, insbesondere seit dem Platzen der New-Economy-Blase 2000/2001, haben mir zusätzlich die globalen Zusammenhänge und Abhängigkeiten vor Augen geführt.

Meine berufliche Tätigkeit als Institutional Cash Equity Sales bei der ehemaligen amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers, welche im September 2008 Insolvenz anmelden musste und den US-amerikanischen Gläubigerschutz Chapter 11 beantragte, hat dann mein Interesse zu dem Entschluss verstärkt, meine Diplomarbeit dem Thema der US-Immobilienkrise zu widmen, und deren Ursachen, Verlauf und Folgen, vom Untergang der New-Economy 2000/2001 bis zum beinahe erfolgten Kollaps des globalen Finanzsystems im Oktober 2008, zu untersuchen.

Der Schwerpunkt dieser Arbeit liegt auf der Subprimekrise. Weiterführende Problemanalysen können dem Literaturverzeichnis am Ende der Arbeit entnommen werden.

Einleitung

Die Subprimekrise, welche 2007 zuerst über die US-amerikanische Wirtschaft und in der Folge über die gesamte Welt hereinbrach, wird von vielen als die schlimmste Krise seit der großen Depression der 30er Jahre des vorigen Jahrhunderts bezeichnet.

Wie konnte es dazu kommen, und was waren die ausschlaggebenden Gründe dafür? Weshalb wurden die sich aufbauenden Probleme sowie ihr enormes Ausmaß nicht früher erkannt und ihnen entgegengesteuert? Welche politischen Folgen wird die Krise nach sich ziehen?

Diese hier vorliegende Arbeit geht diesen Fragen nach und unternimmt den Versuch die Krise in verschiedene Analyseeinheiten unterteilt zu untersuchen. Die Wirtschaft der USA, insbesondere die Immobilienwirtschaft und die Kapitalmärkte, und die Reaktionen der Politik, d.h. der US-Regierung und der Zentralbank der USA, stehen bei dieser Analyse im Zentrum.

Zunächst werden im ersten Abschnitt die zwei vorherrschenden und sich diametral gegenüber stehenden Wirtschaftstheorien, der Keynesianismus und der Monetarismus, genauer betrachtet und beschrieben. Beide Theorien üben heute einen sehr starken Einfluss auf die Wirtschaftspolitik der USA und auch der restlichen Welt aus. Gemeinsames Ziel ist es, die Wirtschaftsentwicklung zu stabilisieren, also zu verhindern, dass es zu starken Übertreibungen, sowohl in Form von Krisen als auch expansiven Phasen kommt. Dieses Ziel zu erreichen, wird mit äußerst unterschiedlichen Methoden versucht und muss auch vor dem historischen Hintergrund der Entstehung dieser Theorien betrachtet werden.

Keynes Gedankengänge entsprangen der schlimmsten Wirtschaftskrise des modernen Industrialismus, durch welche ein großer Teil der Menschen arbeitslos wurde, die Wirtschaft stark schrumpfte und eine Vielzahl der Banken in den Bankrott getrieben wurde.

Milton Friedman hingegen, der Vordenker der Monetarismus-Theorie, verfasste seine Schriften in einer Zeit, als die Weltwirtschaftskrise überwunden war und schleichende Inflation und Überbeschäftigung als die vorherrschenden Probleme wahrgenommen wurden.

Der Keynesianismus befürwortet einen starken Staat, welcher in die Wirtschaft eingreift und die Nachfrage künstlich belebt – und so erstens die Krise lindert und zweitens die Genesung beschleunigt. Der Monetarismus hingegen setzt auf Prophylaxe und versucht durch eine konstante Geldmengenpolitik eine längerfristige Stabilität der Wirtschaftsentwicklung zu erreichen. Ob einer der beiden Ansätze perfekt ist und für sich beanspruchen kann, die immer wiederkehrenden Probleme, Boom und Bust, der modernen Wirtschaft zu bezwingen, hat bis heute nicht bewiesen werden können, und wird es wohl auch nie. Die dieser Arbeit zugrunde liegende Hauptthese ist, dass sich die moderne Wirtschaftspolitik einem Pendel gleich, zwischen den zwei Extremen, dem Keynesianismus und dem Monetarismus, bewegt, und wir heute, mit dem Erreichen der Subprimekrise, wieder an dem Punkt angelangt sind, an welchem sich das Pendel in Richtung des Keynesianismus (also mehr Einfluss des Staates, d.h. Konjunkturprogramme, Regulation und Verstaatlichungen) bewegt.

Nach einer komprimierten Beschreibung der Grundsätze des Keynesianismus und des Monetarismus wird kurz der Verlauf der Weltwirtschaftskrise nachgezeichnet und die Kritik Friedmans am damaligen Verhalten der Federal Reserve (Fed) angeführt, da dies bei der späteren Beschreibung der Entstehung und Bekämpfung der Subprimekrise von Vorteil für das Verständnis ist.

Im zweiten Abschnitt der Arbeit wird auf die in dieser Arbeit verwendete Methode, die Hermeneutik und dem zur Analyse der Immobilienkrise verwendeten Instrument der Konstellationsanalyse eingegangen. Es werden die einzelnen Elemente der Konstellationsanalyse kurz zusammengefasst dargestellt.

Im dritten Abschnitt wird versucht mittels einer Konstellationsanalyse die Entstehung der Krise in den USA zu ergründen. Das Platzen der so genannten „New-Economy-Blase“ 2001, und das Absenken der Zinsen durch die Fed auf ein historisch niedriges Niveau werden dabei als Hauptursachen für die Krise angenommen und anhand einer Momentaufnahme der Konstellation im Jahre 2001 beschrieben, die in der Folge als Ausgangslage dient. Die Entwicklung und der Verlauf der Krise werden mit Momentaufnahmen der Konstellation in den Jahren 2003, 2007 und 2008 erklärt. Durch eine zu lange Phase mit niedrigen Zinsen als eine Folge der Krise von 2001 und durch Versäumnisse der US-Finanzmarkt-Regulatoren, die Innovationen der Finanzwirtschaft zu verstehen und sinnvoller Regulation zu unterwerfen, entwickelte sich eine Eigendynamik des US-amerikanischen Immobilienmarktes, welche schlussendlich zu den heute die Welt in Atem haltenden Problemen führte.

Im vierten Abschnitt der Arbeit wird untersucht, welche verschiedenen Strategien und Lösungsansätze die Politik, also die US-Regierung und die Zentralbank der USA, die Fed, bis jetzt eronnen und ausgeführt haben, und was für die Zukunft geplant wird. Dabei wird ersichtlich, dass eine Vielzahl regulatorischer Änderungen auf den Weg gebracht und die Möglichkeit der staatlichen Einflussnahme stark ausgeweitet wurde bzw. im Begriff ist ausgeweitet zu werden. Von staatlicher Seite wurde zunächst versucht, in die Beziehung zwischen Privatwirtschaft und Konsumenten einzugreifen, was jedoch nicht den gewünschten Erfolg brachte. Außerdem wurde in keynesianischer Manier ein „Stimulus Package“, also ein Konjunkturpaket, beschlossen und bereits an die Bevölkerung der USA verteilt. Auch dieser Effekt verpuffte wirkungslos, da er, wie von Friedman kritisiert, die permanenten Einkommen der Konsumenten nicht verbesserte. Bei den Problemen der halbstaatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac, welchen mit einer Quasi-Verstaatlichung begegnet wurde, behält sich die Regierung vor, weitere Anteile der Institute zu kaufen oder aber ihnen Kredit zu gewähren.

Die Fed hingegen hat mit der Öffnung der Term Auction Facility (TAF) zunächst den Commercial Banks und – nach der Rettung der fünftgrößten Investmentbank Bear Stearns durch die Öffnung der Term Securities Lending Facility (TSLF) – auch Investmentbanken ein Fenster zur Erlangung von zusätzlich benötigter Liquidität zur Verfügung gestellt.

Dass in der heutigen Krise Investmentbanken ebenfalls Liquidität von der Zentralbank angeboten wird, ist eine starke Änderung in den Grundsätzen der monetären Politik der USA, da bis zur Rettung von Bear Stearns nur Commercial Banks Anspruch auf die „Lender of Last Resort“-Verpflichtung der Fed hatten. Mit diesem Schritt hat die Fed – welche als unabhängig bezeichnet wird, durch ihren Aufbau jedoch nur mangelhaft vor politischer Einflussnahme geschützt ist – den staatlichen Einfluss um ein Vielfaches erhöht. In Zukunft wird, kommt es bei den Investmentbanken zu Problemen, von der Fed erwartet werden, wieder rettend einzuspringen. Da aber die Investmentbanken bis heute einer weitaus geringeren Regulation als die Commercial Banks unterworfen sind, wird es in der Finanzwirtschaft zu einer starken Ausweitung der Regulation kommen müssen.

Im fünften Abschnitt werden kritische Reaktionen auf die Lösungsvorschläge der Regierung und der Fed angeführt, dafür wurden exemplarisch die Überlegungen von Wirtschaftsprofessor Nouriel Roubini, dem CEO der Citigroup Vikram Pandit und dem Wirtschaftsprofessor John M. Mason ausgewählt.

Im sechsten und letzten Abschnitt, der Conclusio, wurde der Versuch unternommen die Ergebnisse kurz zusammenzufassen und zu bewerten, ob der US-amerikanischen Finanzwirtschaft und damit auch der restlichen US-Wirtschaft eine Phase der Ausweitung der Regulation und der Zunahme der staatlichen Intervention bevorsteht, und somit der Ansatz des Keynesianismus eine Aufwertung in der US-Politik erfährt, die ihn als postmodernen Keynesianismus begreifen lässt.

Drei wichtige Abgrenzungen der hier vorliegende Arbeit sind vorzunehmen. Erstens der Zeitrahmen: Als Ausgangspunkt der Analyse der US-Immobilienkrise wurde das Scheitern der New Economy 2000/2001 gewählt, und das Ende mit dem „schwarzen“ Oktober 2008, welcher das globale Finanzsystem zutiefst erschüttert hat, festgelegt. Zweitens beschränkt sich die Analyse geopolitisch auf die USA, welche als Ursprungsland der Krise bezeichnet werden kann. Drittens wurde auf realwirtschaftliche Folgen der Finanzkrise sachlich keine Rücksicht genommen, da sie den Umfang der Arbeit bei weitem gesprengt hätte.

1) Erster Abschnitt: Theoretische Grundlegung

1.1) Zum Keynesianismus – Der Staat als nachfragestimulierender Akteur

Maynard Keynes (1883–1946) gab jener Theorie den Namen, welche in der Folge der großen Weltwirtschaftskrise des 20. Jahrhunderts ihre erste Blütezeit erlebte. Keynes, der – bevor er seine Theorie aufstellte – ein Vertreter der klassischen Richtung der Ökonomie war, entwickelte – beeinflusst von den Vorgängen rund um die große Depression – eine neuartige Theorie, welche von dem Glauben, dass der Markt alles selbst regeln kann, abging und dafür plädierte dem Staat mehr Einfluss zukommen zu lassen. Vor dem Ausbruch der Weltwirtschaftskrise herrschte in der Wirtschaft das Laissez-faire vor, also der Glaube, dass der Markt selbst die Wirtschaft am besten steuern kann. In Keynes Theoriegebäude wird dieser Glaube zerstört, dem Markt das Vertrauen entzogen, und der Staat als Steuermann der Wirtschaft eingesetzt. Dem Glauben, dass jedes Angebot sich seine Nachfrage schafft (Saysches Theorem)¹, widersprach Keynes.

„Durch sein Angebot an Gütern schafft er [der Markt] eine Nachfrage nach Gütern. Insofern kann es auch kein erhöhtes Güterangebot geben, da dieses Angebot sofort auch die Nachfrage nach ihm schaffen würde.“ (Say zitiert nach Bevc (2007): S. 115)

Aufgrund dieser Überlegung kam Jean-Baptiste Say (1767–1832) zum Schluss, dass es in einem Markt, der ohne eine Intervention seitens des Staates besteht, zu keiner Arbeitslosigkeit kommen kann. (Vgl. Bevc (2007): S. 115)

„Kern der keynesianischen Theorie ist die Annahme, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage die Wirtschaft steuert. Lässt die Nachfrage nach, so führt dies zu einer Zunahme der Arbeitslosigkeit.“ (Bevc (2007): S. 113)

¹ Das Saysche Theorem besagt, dass sich in einer geschlossenen Volkswirtschaft das Angebot und die Nachfrage entsprechen müssen. Jemand bietet ein Gut, darunter fällt auch die Arbeitskraft, an, um danach wiederum ein anderes Gut erwerben zu können.

Der Staat soll also bei einem Einbrechen der Nachfrage eingreifen und der Wirtschaft durch Konjunkturprogramme oder eben durch ein „künstliches“ Ankurbeln der Nachfrage unter die Arme greifen. Für dieses Unterfangen wird jedoch Geld benötigt, welches der Staat meist nicht hat und für welches Kredite aufgenommen werden müssen. Diesen Vorgang nannte Keynes „Deficit Spending“. Dabei nimmt der Staat Kredite auf und verschuldet sich, um durch eine künstliche Erhöhung der Nachfrage die Arbeitslosigkeit zurückzudrängen und das Preisniveau zu stabilisieren. (Vgl. Bevc (2007): S. 113 f.)

Jedoch nicht nur in einer Phase der wirtschaftlichen Krise soll der Staat regelnd eingreifen, sondern auch in einer Phase des wirtschaftlichen Booms. Expandiert die Wirtschaft außerhalb eines gesunden Rahmens, dann soll der Staat durch Zurückfahren seiner künstlichen Nachfragestimulanz die Wirtschaft wieder auf ein vertretbares Maß bremsen. Außerdem soll der Staat in Boomphasen durch die Mehreinnahmen an Steuern die vorher aufgebauten Schulden wieder abbauen, damit er nicht in eine Schuldenspirale gerät und sich nicht auf lange Sicht hoffnungslos verschuldet. (Vgl. Bevc (2007): S. 114 f.)

Keynes widersprach damit fundamentalen Grundsätzen der liberalen (oder klassischen) Ökonomie, unter anderem jenen, dass der Markt sich selbst regelt, und es keiner Intervention seitens des Staates bedarf. Er war der Meinung, dass der Markt zwar vielleicht wirklich in der Lage sei ein Gleichgewicht zu finden, es aber mitunter sehr lange dauern könne, und es unter diesem Gesichtspunkt zynisch sei, Menschen, welche tagtäglich mit der Arbeitslosigkeit konfrontiert seien, zu sagen, dass „in the long run“ alles gut werden würde.

„This long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead.“ (Keynes zitiert nach Bevc (2007): S. 115)

Dieser berühmte Ausspruch wird heute oft dahingehend interpretiert, dass Keynes sich dadurch aus der Verantwortung der durch Deficit Spending angehäuften Schulden hätte stehlen wollen. Andererseits ist seine Kritik, dass die Ansicht der „Long Run“ würde alles regeln äußerst zynisch sei, berechtigt.

Da für Keynes eben dieses Gleichgewicht mitunter zu lange auf sich warten ließ, plädierte er für den Staat als eigenständiges Wirtschaftssubjekt, welches in der Wirtschaft unterstützend intervenieren kann. (Vgl. Bevc (2007): S. 115)

Für Keynes gab es zwei Arten des makroökonomischen Ungleichgewichtes: Entweder befindet sich die Wirtschaft in einem Abschwung, welcher von einem deflationären Zustand geprägt ist, was bedeutet, dass die Gesamtnachfrage das Gesamtangebot unterschreitet. In einer solchen Deflation sinkt durch ein Überangebot an Waren deren Preis, was Arbeitslosigkeit und damit Krise zur Folge hat. Oder die Wirtschaft befindet sich in der Expansion, wobei die Nachfrage das Angebot übersteigt und somit Inflation erzeugt. Hierbei steigen aufgrund des zu geringen Angebots die Preise. Für Keynes waren beide Zustände nicht optimal, und deshalb muss seiner Meinung nach der Staat lenkend eingreifen. (Vgl. Bevc (2007): S. 116 f.)

Bei der klassischen Ökonomie kommt diese Aufgabe der Herstellung des Marktgleichgewichtes, der so genannten „Invisible Hand“ zu, welche in Adam Smiths (1723–1790) Werk „Wealth of Nations“ erstmals 1776 Erwähnung fand. Nach diesem Konzept der unsichtbaren Hand regelt der Markt alle Probleme sozusagen eigenhändig und findet selbst immer zu einem Gleichgewicht. Diese „Selbststeuerungskräfte“ des Marktes werden unbewusst durch die Handlungen der in der Wirtschaft beinhalteten Individuen unterstützt, da sie, wie von einer „unsichtbaren Hand“ gesteuert, der Allgemeinheit helfen, wenn sie egoistisch handeln. (Vgl. Bevc (2007): S. 116)

„Da es eine solche invisible hand nach Keynes nicht gibt, muss eine reale Macht in das Marktgeschehen eingreifen: Der Staat. Durch Nachfragesteuerung in Form höherer oder niedriger öffentlicher Ausgaben, je nachdem, ob gerade eine deflationäre oder inflationäre Situation vorherrscht, soll diese unsichtbare Hand eingreifen, um das Marktungleichgewicht auszugleichen und die wirtschaftliche Gesamtsituation zu verbessern.“ (Bevc (2007): S. 117)

Das Hauptaugenmerk des Keynesianismus liegt auf dem Eingriff des Staates in die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, um schlussendlich die Arbeitslosigkeit zu beeinflussen. Diese Theorie entstand in einer Zeit, nämlich während der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre, in welcher das Problem der Arbeitslosigkeit ein äußerst reales war, und die alten Konzepte der klassischen Ökonomie nicht mehr funktionierten bzw. es Keynes nicht für sehr klug hielt darauf zu warten, dass sich der Markt selbst reguliert und wieder von alleine zum Gleichgewicht zurückfindet. Keynes war der Meinung, dass die Menschen in einem Umfeld der Massenarbeitslosigkeit leicht empfänglich für politischen Extremismus werden, und verurteilte daher die Aussage des dritten Präsidenten der USA, Thomas Jefferson, der den berühmten Ausspruch tat: *„Die beste Regierung ist die, die am wenigsten regiert.“* (Jefferson zitiert nach Bevc (2007): S. 117) Die klassische Wirtschaftstheorie war der Meinung, dass sich, wenn die Arbeitslosigkeit zunimmt, der Preis der Arbeit wieder soweit absenken muss, dass das Angebot und die Nachfrage nach Arbeit wieder ins Gleichgewicht finden. Dieser Überlegung zufolge waren die arbeitslosen Menschen in der Weltwirtschaft sozusagen „freiwillig“ arbeitslos, da sie eben einen zu hohen Lohn für ihre Arbeitskraft forderten. Dem hielt Keynes entgegen, dass in einer Situation, wie die große Weltwirtschaftskrise sie darstelle, die Kräfte des freien Marktes nicht ausreichen würden um die Probleme zu lösen, und deshalb die Regierung bzw. der Staat intervenieren müsse.

Nach Keynes bestimmen drei Faktoren das Beschäftigungsvolumen:

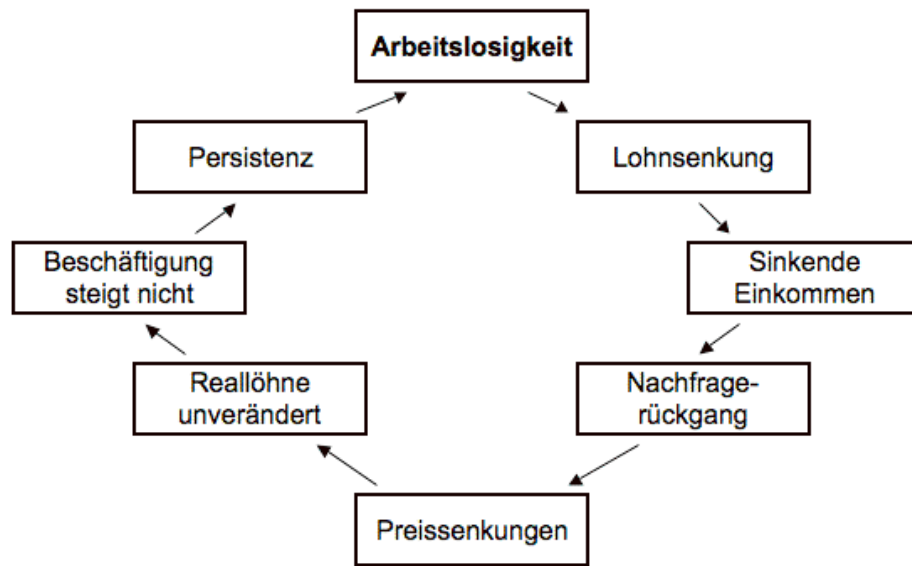
- a) die gesamtwirtschaftliche Angebotsfunktion, d.h. das Verhältnis zwischen Preis, Produktionsmenge und Nachfrage,
- b) die Konsumneigung und
- c) das Investitionsvolumen.

(Vgl. Bevc (2007): S. 118 und Keynes (1936): S. 23 ff.)

Die Regierung sei in der Lage die Konsumneigung und das Investitionsvolumen zu beeinflussen. (Vgl. Bevc (2007): S. 117 f.)

Keynes begründete seine Forderung nach einer Intervention und seine Ablehnung der klassischen Ansichten zum Arbeitsmarkt – wie sinkende Löhne würden zu mehr Arbeitsplätzen führen – mit dem keynesianischen Zirkel.

Abbildung 1: Der keynesianische Zirkel



Der keynesianische Zirkel

Quelle: Bevc (2007): S. 118

Zu Beginn des Zirkels steht die Arbeitslosigkeit, welche laut Klassik durch eine Lohnsenkung bekämpft werden soll. Diese Lohnsenkung führt aber zu sinkenden Einkommen und somit zu einem Nachfragerückgang. Darauf folgen Preissenkungen, und die Wirtschaft gerät in eine deflationäre Situation. Die Reallöhne bleiben unverändert, und die Beschäftigung steigt nicht mehr. Die Situation hält an und in einem weiteren Durchgang des Kreislaufs nimmt die Arbeitslosigkeit weiter zu, somit beginnt eine weitere Runde der Abwärtsspirale. Ohne einen Eingriff des Staates kann dieser Teufelskreis nicht mehr durchbrochen werden, und der Regierung stehen nach Keynes nun zwei Mittel zur Verfügung um dem entgegenzuwirken:

- 1) *die Beeinflussung der effektiven gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und*
- 2) *die Beeinflussung der Liquiditätspräferenz*

(Willke (2002): S. 31 und Bevc (2007): S. 119).

Punkt eins beeinflusst die Produktion und die Beschäftigung, und Punkt zwei nimmt Einfluss auf das Niveau des Zinssatzes. Die Haushaltspolitik kann Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nehmen, und die Notenbank mit ihren Entscheidungen über die Höhe des Zinssatzes die Geldnachfrage und somit die Investitionsneigung und wiederum folglich das Investitionsvolumen steuern. (Vgl. Bevc (2007): S. 119)

1.2) Wirtschaftspolitische Grundsätze des Keynesianismus und deren Kritik

Nach diesem Überblick über die keynesianische Theorie können deren wirtschaftspolitische Grundsätze wie folgt zusammengefasst werden:

In einer wirtschaftlichen Krise

- keine Lohnsenkungen vornehmen,
- den Zinssatz niedrig halten, damit der Staat günstig Kredite aufnehmen kann, um die Nachfrage anzuregen und
- die Konsumneigung durch Umverteilung stimulieren.

Während eines wirtschaftlichen Booms soll das genaue Gegenteil unternommen werden, um den Boom abzukühlen, also

- den Zinssatz hoch halten,
- die öffentlichen Ausgaben verringern und
- durch Steuererhöhungen die Konsumneigung verringern.

Als Hauptziel des Keynesianismus kann die Verhinderung einer wirtschaftlichen Depression bzw. die Verlängerung eines wirtschaftlichen Aufschwungs angegeben werden. Arbeitslosigkeit soll dadurch so gut wie möglich verhindert werden. Dieses Ziel kann aber nur durch ein antizyklisches Verhalten des Staates erreicht werden.

Und genau dieses antizyklische Verhalten stellt eines der größten Probleme des Keynesianismus dar, da es schnelles Handeln erfordert, was aber in einem demokratischen Staat, in dem der politische Meinungsbildungs- und Gesetzgebungsprozess meist lange dauern, nicht umzusetzen ist. Deshalb handelt ein Staat in der Realität oftmals prozyklisch und nicht antizyklisch und kann somit nicht die gewünschten Effekte erzielen.

Ein weiteres Problem ist die Vorstellung Keynes, dass ein Staat in der Krise Deficit Spending betreibt, also Kredite aufnimmt um die wirtschaftliche Nachfrage zu animieren, und dann im wirtschaftlichen Boom durch Zurückfahren der künstlichen Nachfrage und Erhöhung der Steuern diese Schulden wieder abbaut. Diese Annahme scheitert ebenfalls oftmals an der politischen Realität, und anstatt im Boom Schulden abzubauen, wird nicht gespart und weiterhin Deficit Spending betrieben, was langfristig in hohe Verschuldung führt.

1.3) Zum Monetarismus – „Inflation ist immer und überall ein monetäres Problem“

Als der Begründer der monetaristischen Theorie kann Milton Friedman (1912–2006) bezeichnet werden. Der Name „Monetarismus“ wurde dem Gedankengebäude von einem der Mitbegründer, Karl Brunner, verliehen, weil es vor allem, in starkem Gegensatz zum Keynesianismus, die Bedeutung und die Rolle der Geldmenge ins Zentrum rückt. Der Monetarismus ist der Ansicht, dass *„den monetären Impulsen eine führende Rolle bei der Entstehung von Wirtschaftsschwankungen“* (Brunner (1973) zitiert nach Willke (2003): S. 130) zukommt.

Für die Entstehung des Monetarismus ist das wirtschaftliche und gesellschaftliche Umfeld jener Zeit ausschlaggebend. Monetarismuskritiker wie Kalmbach meinen, dass der Monetarismus als eine Reaktion auf die keynesianische Politik verstanden werden könne, und die starke Gegensätzlichkeit der beiden Theorien scheint das zu bestätigen.

„Ein Großteil der von monetaristischer Seite vorgebrachten Argumente wird nur dann verständlich, wenn man sich klarmacht, dass ihre Funktion darin besteht, keynesianische Positionen zu unterhöhlen.“ (Kalmbach (1973) zitiert nach Willke (2003): S. 129)

Friedman bewies anhand von empirischen Untersuchungen 1963, dass *„seit 1867 jedem Aufschwung in den USA eine Ausweitung der Geldmenge vorausgegangen“* ist. Daraus schloss er, dass einzig und allein die expansive Geldmengenpolitik einen wirklich positiven Einfluss auf die Konjunktur habe, während fiskalpolitische Maßnahmen nur marginale Auswirkungen auf das Wachstum und die Beschäftigung hätten. (Vgl. Willke (2003): S. 129)

Einen weiteren wichtigen Baustein zur monetaristischen Theorie liefert Friedmans Studie über die Konsumfunktion, „A Theory of the Consumption Function“, welche er 1957 veröffentlichte. Friedman stellte das Konzept der längerfristig stabilen Konsumfunktion auf, welches auf der Hypothese der „permanenten Einkommen“ basiert. Im Gegensatz zu Keynes, bei welchem die Konsumfunktion von den laufenden Einkommen abhängig ist, sind bei Friedman die permanenten Einkommen, also jene, die als dauerhafte längerfristige Durchschnittseinkommen angesehen werden können, ausschlaggebend. Hebt man nach Keynes die Staatsausgaben an, um die Einkommen zu erhöhen, hat dies nur einen kurzfristigen Effekt, da die dauerhaften längerfristigen Einkommen dadurch nicht beeinflusst werden. Die permanenten Einkommen werden langfristig, durch die erhöhten Staatsausgaben und die damit ebenfalls erhöhten Staatsschulden, vermindert, was jeglichen kurzfristig positiven Effekt der künstlichen Nachfrage des Staates wieder zunichte macht. Damit wurde auch das Deficit-Spending-Konzept von Keynes durch Friedman strikt abgelehnt, weil dadurch langfristig nichts gewonnen werde und vor allem die Staatsinterventionen eine beträchtliche Ausweitung erfahren würden. Nach Friedman ist die einzige Möglichkeit zur Schaffung einer stabilen Wirtschaftsentwicklung die Kontrolle der Geldmenge. (Vgl. Willke (2003): S. 130 f.)

„Die Geldmenge sollte vielmehr stetig und für die Wirtschaftssubjekte berechenbar erhöht werden, entsprechend dem Trendwert des Potenzialwachstums – kurz: die Geldpolitik sollte potenzialorientiert und regelgebunden sein.“ (Willke (2003): S. 131)

Die zwei wichtigsten Ziele einer solchen Geldpolitik sind erstens die Stabilisierung/Verstetigung des wirtschaftlichen Wachstums, was einhergeht mit einer Stabilisierung der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte, und zweitens die Vermeidung der Inflation.

Beide Ziele meinte Friedman durch die Geldmengenpolitik zu erfüllen – die Stabilisierung der Wirtschaft, indem man die Geldmenge nur in derselben Geschwindigkeit wachsen lässt, wie es die Wirtschaft tut, man den Zinssatz also an die Rate des Wirtschaftswachstums anpasst. Und gleichzeitig mit einer solchen Politik wird auch die Inflation niedrig gehalten, da der Wirtschaft nur dasjenige Maß an Liquidität zur Verfügung gestellt wird, welches sie benötigt – nicht wie in der keynesianischen Theorie, in der die Geldmenge als unerheblich für die wirtschaftliche Stabilität angesehen und der Versorgung des Staates zur Schaffung künstlicher Nachfrage unterstellt wird. Um *„einen positiven Beschäftigungseffekt zu erzielen, müsste die Geldmengenexpansion dauerhaft beschleunigt werden. Dies würde jedoch zwingend auch zu einer Beschleunigung der Inflation führen“* (Hayek von (1974) zitiert nach Willke (2003): S. 131), kritisierte auch der österreichische Ökonom Friedrich von Hayek Keynes Gedanken zur Inflation. Dazu stellte Friedman klar, dass der Versuch diese, durch die starke Geldmengenexpansion verursachte, Inflation wieder zurückzudrängen, zu Arbeitslosigkeit führe. Das würde das Ziel, welches Keynes eigentlich verfolgen würde, nämlich die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen, zunichte machen. (Vgl. Willke (2003): S. 131 f.)

Milton Friedman führte in seinem Werk aus, dass die Freiheit der zentrale gesellschaftliche Wert und die Grundlage einer funktionierenden und stabilen Wirtschaft sei. In der liberalen Denkschule ist der Begriff der Freiheit zutiefst verwurzelt und stellt sozusagen das Grundkonzept dar. Der Begriff der Freiheit wird dahingehend definiert, dass Freiheit bedeutet, alles tun zu können, ohne die Freiheit eines anderen zu beschneiden. Freiheit ist kein Wert an sich, sondern die Grundvoraussetzung dafür, dass Menschen die unterschiedlichsten individuellen Ziele realisieren können. In Friedmans Gedankengebäude ist der Mensch nicht von vorneherein gut, sondern es gibt dort auch Menschen, welche sich „falsch“ verhalten. Diesen Gedanken hat er in seiner Theorie berücksichtigt:

„Das Leitbild des „guten Menschen“ kann nur für gesellschaftliche Subsysteme gelten, wie beispielsweise die Familie oder Glaubensgemeinschaften, keinesfalls aber für die Wirtschaft oder Politik.“ (Luhmann (1987) zitiert nach Bevc (2007): S. 123)

Friedman definierte das Hauptziel aller gesellschaftlichen Einrichtungen als *„die Bewahrung der individuellen Freiheit, deren ‚entscheidende Vorbedingung‘ aber ‚freie Märkte für Güter und Ideen‘ sind“* (Friedman (1971) zitiert nach Willke (2003): S. 132).

Als Hauptbedrohung für die Freiheit sah der Monetarismus zwei Fehlentwicklungen an, welche der keynesianischen Politik zugeschrieben wurden: Staatsintervention und Inflation. (Vgl. Willke (2003): S. 134) Beide Gefahren lassen sich laut Monetarismus durch eine strikte Geldmengenpolitik eindämmen. Jedoch muss an dieser Stelle die Zeit, in welcher der Keynesianismus als Ökonomiemodell an Einfluss gewann, berücksichtigt werden. Der Keynesianismus trat nicht an um eine langfristig stabile Wirtschaft zu schaffen, sondern um die damals sehr drängenden Probleme der Depression und der Massenarbeitslosigkeit zu bekämpfen. (Vgl. Willke (2003): S. 135) Die Arbeitslosigkeit war auf ein unerträgliches Niveau gestiegen, und wie im vorherigen Kapitel ausgeführt, argumentierte Keynes damit, dass in solch einer Situation die Kräfte des Marktes nicht mehr ausreichen würden um aus dem Teufelskreis „Arbeitslosigkeit/ Lohnsenkungen/ Nachfragerückgang/ Produktionsrückgang/ Arbeitslosigkeit“ auszubrechen, und somit die Staatsintervention mittels Schaffung einer künstlichen Nachfrage der einzige Weg sei. Ob in diesem wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Umfeld die Geldmengenpolitik wirklich einen Einfluss auf das Geschehen gehabt hätte, ist im Nachhinein schwer zu sagen. (Vgl. Willke (2003): S. 135) Hätte eine weniger schnelle Bekämpfung der Arbeitslosigkeit zur Revolution geführt? Hätte sich die Wirtschaft selbst wieder aus den Tiefen der Depression retten können? Wäre durch eine andere Geldpolitik im Vorfeld der Wirtschaftskrise diese zu verhindern gewesen? Es ist unmöglich dies heute festzustellen. Für Friedman war der „New Deal“ des Keynesianismus jedenfalls ein untragbarer Eingriff in die individuelle Freiheit, und Hayek zufolge langfristig der Weg in den Kommunismus bzw. Faschismus.

In den sechziger Jahren des 20. Jahrhunderts, als das Problem der Weltwirtschaftskrise überwunden war, und sich die vorrangigen Probleme in schleichender Inflation und phasenweiser Überbeschäftigung manifestierten, vermochte der Keynesianismus mit seinen Lösungsansätzen wenig auszurichten. (Vgl. Willke (2003): S. 136) Friedman verkündete: *„Inflation ist immer und überall ein monetäres Problem; Inflation wird dadurch ausgelöst, dass die Geldmenge rascher zunimmt als die gütermäßige Wertschöpfung.“* (Friedman (1973) zitiert nach Willke (2003): S. 136) Die einzige Möglichkeit, die Inflation in den Griff zu bekommen und das Wirtschaftswachstum stabil zu halten, war nach der monetaristischen Theorie die Geldmenge strikt zu kontrollieren und stetig konstant wachsen zu lassen. (Vgl. Willke (2003): S. 136) Die sich daraus ergebende verblüffend einfache Hauptregel monetaristischer Wirtschafts- und Stabilisierungspolitik: *„Tue nichts, außer ‚die Geldmenge jahraus jahrein mit einer konstanten Rate wachsen (zu) lassen‘.“* (Landmann (1976) zitiert nach Willke (2003): S. 137)

Friedman konzentrierte seine Kritik des Keynesianismus auf drei Hauptpunkte: Erstens griff er die keynesianische Konsumfunktion, die Idee der Multiplikatoreffekte und die Geldtheorie an. Zweitens wies er nach, dass die Konjunktursteuerung nicht das hält, was sie verspricht und drittens argumentierte er, dass der positive Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, welcher in der Phillipskurve dargestellt wird, nicht der Realität entspricht. (Vgl. Willke (2003): S. 134 f.) Mit diesem Angriff auf den Keynesianismus wurde eine Gegenrevolution gestartet, welche in den achtziger Jahren des 20. Jahrhunderts mit der Verwendung der monetaristischen Theorie durch Margaret Thatcher und Ronald Reagan ihren Anfang nahm. (Vgl. Bevc (2007): S. 121) Heute stellt der Monetarismus einen wichtigen Grundpfeiler des Neoliberalismus dar, welcher zwar stark kritisiert wird, aber sich dennoch als bisher bestes wirtschaftliches Konzept erwiesen hat. (Vgl. Willke (2003): S. 11–27) Wird jedoch die Politik der Fed seit 2001 bzw. seit dem Antritt Alan Greenspans 1987 genauer betrachtet, zeigen sich einige Diskrepanzen zu jenen idealen Handlungen, wie sie die monetaristische Theorie fordert. Beispielsweise ist die Geldmenge nicht konstant mit dem Wirtschaftswachstum gewachsen, sondern mit einer weitaus höheren Rate und die Zinsniveaus befanden sich zeitweise unter der Inflationsrate.

Ob diese Krise deshalb einzig und allein dem Monetarismus angelastet werden kann, wird im weiteren Verlauf dieser Arbeit diskutiert.

Friedman und Hayek lehnten die Überlegungen hinsichtlich sozialer Verantwortung ab, da beide der Meinung waren, dass „sozial“ für jeden Menschen etwas Anderes bedeutet, und somit nicht festgelegt werden könne, was es schlussendlich aussagt. Friedman meinte zum Beispiel, dass in der freien Wirtschaft Unternehmen keine soziale Verantwortung hätten, sondern einzig und allein ihren Inhabern und Aktionären verpflichtet seien Profit zu machen. (Vgl. Friedman (1962): S. 165) Hayek ging noch weiter, als er sagte: *„Ich kann gar nicht sozial denken, denn ich weiß gar nicht, was das ist.“* (Hayek zitiert nach Willke (2003): S. 142)

Der gedankliche Vorreiter Adam Smith hat es so formuliert:

„(...) wie von einer unsichtbaren Hand geführt ein Ziel erreicht, das nicht Teil seiner Absicht war. Dies ist keineswegs immer negativ für die Gesellschaft als Ganzes. Indem der Einzelne seine eigenen Ziele zu erreichen sucht, dient er oft den Interessen der Gesellschaft besser, als wenn er sie bewusst verfolgt. Ich habe nie viel Gutes von denen gesehen, die vorgaben, für das allgemeine Wohl zu arbeiten.“ (Smith zitiert nach Friedman (1962): S. 165)

Friedman meinte, dass Unternehmen keine soziale Verantwortung übernehmen sollten, sondern dass diese Steuern und Abgaben zu bezahlen hätten, und alsdann die Politik zu entscheiden habe, wie diese sozial abgegeben werden sollten. (Vgl. Willke (2003): S. 143) Da Friedman für einen radikalen Abbau des Wohlfahrtsstaates und auch für die weichen Formen der staatlichen sozialen Unterstützung war, führte er das Konzept der „negativen Steuern“ ein. Hierbei sollen die Menschen, deren Einkommen unter einer gewissen Einkommensschwelle liegt, vom Staat „negative Steuern“ in Form von zusätzlichen Zahlungen erhalten, die ausreichen, sie über das Existenzminimum zu heben. Damit würde sich eine Vielzahl von staatlichen Subventionssystemen abschaffen lassen, und die Menschen ohne ausreichendes Einkommen würden trotzdem gestützt, glaubte Friedman. (Vgl. Bevc (2007): S. 126)

„Der Monetarismus, auf seine wesentlichsten Aussagen beschränkt, fordert das Konzept der Staatsinterventionen des Keynesianismus zu überdenken, und an seine Stelle die Kontrolle der Geldmenge zu setzen. Dem Staat kommt die Aufgabe zu die Freiheit seiner Bürger zu beschützen (...), für Gesetz und Ordnung zu sorgen, die Einhaltung privater Verträge zu überwachen und für Wettbewerb auf den Märkten zu sorgen.“ (Friedman (1971) zitiert nach Willke (2003): S. 140)

Nicht mehr und nicht weniger soll die Regierung tun, aber auf keinen Fall durch Eingriff in die Nachfrage oder den Markt versuchen, die Wirtschaft zu beeinflussen, was nach Friedman nur größeres Übel nach sich zieht als alle positiven Effekte, die dadurch erreicht werden. Der Staat solle alle Industrien privatisieren und schlussendlich alles, bis auf das Wesentlichste in die Hände des Marktes geben, welcher am besten wisse, wie sämtliche Probleme zu lösen seien. Alle negativen Effekte, die heute sichtbar seien, wie Inflation, Arbeitslosigkeit oder jegliche Krisen der Wirtschaft, seien das Produkt von einem Zuviel an Staatsintervention und könnten durch Zurückdrängung derselben vermieden werden. (Vgl. Willke (2003): S. 140 f.) Das Hauptziel des Monetarismus ist die Schaffung von Freiheit, und da, laut Friedman, politische Freiheit als Grundvoraussetzung die ökonomische Freiheit hat, muss alles getan werden um diese herzustellen.

1.4) Zur Weltwirtschaftskrise 1930

Ich möchte hier auf die Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre des 20. Jahrhunderts eingehen, da sich anhand Friedmans Kritik am damaligen Verhalten der Fed ihr Verhalten in der heutigen Immobilienkrise besser nachvollziehen lässt.

Für Friedman war die große wirtschaftliche Depression des 20. Jahrhunderts das Resultat einer verfehlten Geldmengenpolitik. Er stellt in seinem Buch „A Theory of the Consumption Function“ von 1957 die These auf, dass es die restriktive monetäre Politik der Fed war, welche aus einer mäßigen Rezession erst eine Jahrhundertkrise machte.

Die Fed ließ damals, nachdem die Aktienmärkte in den USA in den 20er Jahren, und im Speziellen 1928 und 1929, sehr stark angestiegen waren, vom August 1929 bis Oktober 1930 die Geldmenge um 3% abnehmen – *„eine stärkere Verminderung als während aller vorangegangener Depressionen – mit Ausnahme der schwersten“* (Friedman (1962): S. 70). Die Krise, welche zunächst vor allem die Börsen heimsuchte und ansonsten einer Rezession wie jeder anderen glich, änderte ihren Charakter im November 1930 mit einer ersten Serie von Bankenzusammenbrüchen. Die Kunden wollten ihre Einlagen, auch Depositen genannt, abheben, und dies in solch großer Zahl, dass es den Banken trotz des herrschenden Reservebank-Systems² nicht mehr möglich war diesen Forderungen nachzukommen. (Vgl. Friedman (1962): S. 70) Mit dem Zusammenbruch einer der größten Banken der USA mit über 200 Millionen Dollar Einlagevermögen, welche den irreführenden Namen „Bank of the USA“ trug, obwohl es sich nicht um eine staatliche Bank, sondern eine gewöhnliche Depositenbank handelte, war ein kritischer Punkt erreicht, und nachfolgend kam es zu andauernden Liquiditätskrisen. Das Problem ist, dass der Bankrott einer Bank wiederum andere Banken gefährdet, und ähnlich einem fallenden Dominostein, eine Kettenreaktion auszulösen vermag. Geht eine Bank in Konkurs, muss sie alle ausstehenden Kredite und Anleihen, aber auch sonstige Papiere, verkaufen und auch die Einlagen, welche sie ihrerseits bei anderen Banken gemacht hat, auflösen. Damit entsteht ein immenser Druck auf die anderen Banken, weil ihre Reserven dadurch ebenfalls weniger werden, und sie selbst in Gefahr geraten. Ein Teufelskreis tut sich auf. (Vgl. Friedman (1962): S. 70 f.)

Die Fed ergriff zur Eindämmung der Krise eine drastische Maßnahme.

² Kurze Erklärung zum Reservebank-System, wie es in den USA, aber auch in anderen westlichen Industriestaaten angewendet wird: Beim Reservebank-System müssen die einzelnen Banken eine Mindestreserve an Geld halten, welche einem bestimmten Prozentsatz des bei der jeweiligen Bank hinterlegten und von der Bank ausgeliehenen Geldes entspricht. Zu jener Zeit mussten die Banken 15–20% des bei ihnen hinterlegten und des von ihnen ausgeliehenen Geldes als „Reserve“ zurückbehalten. Wenn aber das Vertrauen der Menschen in die Sicherheit ihres Geldes bei einer bestimmten Bank gestört wird, kann es sein, dass alle Menschen, die ihr Geld bei dieser Bank deponiert haben, zur gleichen Zeit ihr Geld wieder beheben wollen, was natürlich dazu führt, dass die jeweilige Bank in den Konkurs getrieben wird. (Vgl. Friedman (1962): S. 70)

Es kam zu einer „konzertierten Aufhebung der Konvertibilität von Depositen in Bargeld“ (Friedman (1962): S. 71), was so viel bedeutete wie, dass die Kunden der Banken ihr Guthaben bei der Bank vorübergehend nicht mehr beheben konnten, bis sich die Lage beruhigt hatte, und somit die Banken vor Massenbehebungen durch ihre Kunden bewahrt wurden. Die Fed hätte auch in einer Situation wie jener der Bankenkrise der 30er Jahre die Aufgabe gehabt, den Banken gegen Sicherheiten Liquidität zur Verfügung zu stellen, damit sie allfälligen Forderungen der Kunden nachkommen können, eben Bankenzusammenbrüche zu vermeiden, und so die Entstehung eines Teufelskreises zu verhindern, bei dem die Wirtschaft großen Schaden nehmen kann. Doch habe die Fed, so erklärte Friedman, bei dieser Aufgabe versagt und es versäumt, den Banken die notwendige Liquidität zur Verfügung zu stellen. (Vgl. Friedman (1962): S. 72)

Nach der ersten Welle von Bankenzusammenbrüchen besserte sich die Lage wieder ein wenig, und die Fed nutzte diese Zeit der vorübergehenden Ruhe dazu, ihre eigenen Kredit-Außenstände abzubauen und entzog dem Markt dadurch wiederum Liquidität. Friedman meinte, dass obwohl das Verhalten der Fed wiederum nicht in die richtige Richtung ginge, die Lage, betrachte man sie ohne das Wissen um die nachfolgende Verschlimmerung der Krise, alle Kennzeichen einer Talsohle der Rezession trüge. Mitte des Jahres 1931 wurden die USA erneut von einer Welle von Bankenzusammenbrüchen erschüttert, und die Fed stand wieder „tatenlos daneben“. (Vgl. Friedman (1962): S. 72)

„Angesichts einer noch nie da gewesenen Anspannung der Liquidität des kommerziellen Bankensystems zeigen die Bücher der „Bank der Banken“ eine Abnahme der Kredite, die sie den Mitgliedsbanken des Systems zur Verfügung stellte.“ (Friedman (1962): S. 72)

Als dann, nach dem Zusammenbruch des Goldstandards Großbritanniens 1931 und nach bereits zweijähriger Dauer der Rezession, die Fed, um den Goldabfluss aus den USA zu stoppen, den Diskontzinssatz³ in einem noch nie da gewesenen Ausmaß und einer sehr kurzen Zeitspanne erhöhte, war wiederum eine bemerkenswerte Zunahme von Bankenzusammenbrüchen die Folge.

„In den sechs Monaten von August 1931 bis Januar 1932 stellte ungefähr jede zehnte Bank ihre Tätigkeit ein, und die Gesamteinlagen bei den kommerziellen Banken fielen um 15 Prozent.“ (Friedman (1962): S. 73)

1932 kaufte die Fed für eine Milliarde Dollar Regierungsobligationen an, was natürlich die Lage schlagartig verbesserte, da dadurch ein beträchtliches Maß an Liquidität in die Wirtschaft gelangte. Friedman vermutete, dass diese Summe, wäre sie am Anfang der Krise den Banken zur Verfügung gestellt worden, wahrscheinlich ausreichend für deren Rettung gewesen wäre. 1932 war es aber zu spät, und nach *„zeitweiliger Besserung“* der Krise folgte *„ein erneuter Zusammenbruch“*, welcher mit den Banken-Feiertagen von 1933 endete. Damals schloss jede Bank in den USA offiziell für eine Woche ihre Schalter, was der gleichen Maßnahme entsprach, welche schon zu Beginn der Krise 1931 getroffen wurde, um weitere Abflüsse von Depositen bei den Banken zu verhindern. Nur funktionierte diese Taktik 1933 nicht, und es ging in der Folge ein Drittel der Banken in Konkurs. (Vgl. Friedman (1962): S. 73)

Bemerkenswerterweise schrieb die Fed in ihrem Jahresbericht von 1933:

„Die Fähigkeit der Federal Reserve Banken, enormen Anforderungen an Geld während der Krise gerecht zu werden, demonstriert die Wirksamkeit des Währungssystems des Landes unter der Federal Reserve Act. (...) Es ist schwer zu sagen, welchen Verlauf die Depression genommen hätte, hätte das Federal Reserve System nicht eine Politik großzügiger Käufe auf dem offenen Markt verfolgt.“ (Fed Jahresbericht von 1933 zitiert nach Friedman (1962): S. 73)

³ Diskontzinssatz: Zinssatz über welchen festgelegt wird, zu welchem Preis die Fed an andere Banken Geld verleiht.

Von der Zeit kurz vor Beginn bis zum Ende der Krise, „von Juli 1929 bis März 1933 sank die Geldmenge in den Vereinigten Staaten um ein Drittel, über zwei Drittel dieser Abnahme erfolgten erst, nachdem England den Goldstandard verlassen hatte“ (Friedman (1962): S. 73). Vor dem Hintergrund dieser Erkenntnisse Friedmans über die Entstehung und die Entstehungsgründe der großen Depression, wird verständlich, wieso die Monetaristen eine strikte Kontrolle der Geldpolitik fordern. Für Friedman war klar, dass es niemals möglich gewesen wäre, dass innerhalb von vier Jahren die Geldeinkommen um über die Hälfte und die Preise um über ein Drittel sinken, wenn nicht gleichzeitig – aufgrund des Fehlverhaltens der Fed – die Geldmenge so abgenommen hätte. (Vgl. Friedman (1962): S. 74)

Die Geldpolitik war für Friedman untrennbar mit Aufschwüngen oder Krisen verbunden, und er betonte, dass die große Depression ein sehr gutes Beispiel dafür sei, wie viel Schaden konzentrierte Macht in den Händen weniger anrichten könne. Die Krise war für ihn, im Gegensatz zu Keynes, alles andere als ein Zeichen für die Krisenanfälligkeit eines Systems des freien Unternehmertums, sondern eher ein Beweis dafür, wie schlecht das System der „unabhängigen“ Zentralbank funktioniert hat, und wie gefährlich eine Konzentration der Macht sein kann. (Vgl. Friedman (1962): S. 74)

Die Art und Weise, wie sich die größte Wirtschaftskrise der USA nach Friedmans Analyse entwickelt hat, ist von größtem Interesse, wenn man die Lösungsansätze und Strategien nachvollziehen möchte, welche die heutigen Entscheidungsträger der Fed und der Regierung der USA anlässlich der aktuellen Krise anwenden. In meinen Augen setzen sie sich sowohl aus keynesianischen als auch aus monetaristischen Elementen zusammen. Die Regierung verfolgt eine Strategie der Schaffung künstlicher Nachfrage, und die Fed überschwemmt fast den Markt und damit die Banken mit Liquidität, um sicherzustellen, dass es nicht zu einer Kettenreaktion durch Bankenzusammenbrüche kommt wie in den 30er Jahren des 20. Jahrhunderts. In weiterer Folge werde ich näher auf die gerade herrschende Subprimekrise eingehen.

1.5) Zur ideologische Zuordnung der beiden Ismen

Seit dem Aufkommen der keynesianischen und monetaristischen Theorie werden diese oftmals mit bestimmten Parteien in Verbindung gebracht. Es wird versucht die Handlungsweise der Parteien mit den Lösungsvorschlägen der jeweiligen Theorie zu erklären bzw. in Einklang zu bringen. In der US-Politik wird den Republikanern eher die Verwendung monetaristischen Gedankengutes zugedacht, den Demokraten eher keynesianisches. Jedoch muss auch in diesem Kontext festgehalten werden, dass es eine reine Form einer der beiden Theorien wohl nie gab und auch in Zukunft nicht geben wird.

Die Schwierigkeit der parteipolitischen Zuordnung zeigte sich auch in der auslaufenden Ära der republikanischen Administration George W. Bush jr. 2007/08: Zur Bekämpfung der Finanzmarktkrise griff diese gleichsam auf keynesianische Instrumente der staatlichen Intervention, inkl. Verstaatlichung von Finanzinstituten zurück.

An der Wiege des Neoliberalismus standen neben F. A. v. Hayek und L. v. Mises ("Österreichische Schule") und deutschen Ökonomen wie W. Röpke, W. Eucken und A. Müller-Armack ("Freiburger Schule") auch und vor allem M. Friedman und G. S. Becker ("Chicago-Schule"). Das gemeinsame Ziel dieser Schulen war es, den Keynesianismus als "Weg in die Knechtschaft" zu decouvrieren (vgl. S. Schulmeister, 2006, S.153 ff). Dieses Vorhaben wurde auf zwei Ebenen verfolgt: Auf einer propagandistisch-politischen Ebene, auf welcher vor allem die Mont Pelerin Society (gegr. 1947) eine wichtige Rolle spielte, und auf einer wirtschaftswissenschaftlichen Ebene, die sich sowohl im Monetarismus der Chicago-Schule als auch im Marktradikalismus der Österreichischen Schule der Nationalökonomie manifestierte. Trotz unterschiedlicher Prämissen, verfolgten beide Schulen ein gemeinsames politisches Ziel, nämlich die Ablehnung des Sozialstaats und der Gewerkschaften. (vgl. Schulmeister, 2006, S.154 f.)

Unbestritten hatte der Neoliberalismus in den letzten Jahrzehnten fast weltweit, wenn auch mit unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Schwerpunkten, eine

wirksame Entwicklungsdynamik gezeigt. Für seine Zukunft sind allerdings, nicht zuletzt im Lichte der derzeitigen umfassenden Finanz- und Wirtschaftskrise, die Prognosen sehr schlecht. So sieht etwa J. Stieglitz das neoliberale Denken als gescheitert an und meint: "Der neoliberale Marktfundamentalismus war immer eine politische Doktrin, die gewissen Interessen diente. Sie wurde nie von ökonomischer Theorie gestützt, ebenso wenig von historischen Erfahrungen. Wenn diese Lektion jetzt gelernt wird, wäre das ein Hoffnungsschimmer hinter der dunklen Wolke, die momentan über der Weltwirtschaft hängt." (Financial Times Deutschland (17.Juli 2008)).

2) Zweiter Abschnitt: Methodisch-instrumentelle Grundlegung

2.1) Methodik – Hermeneutischer Ansatz

Der dritte Abschnitt der Arbeit wird sich mit der Entstehung der Subprimekrise ab dem Jahre 2001 beschäftigen und dazu die Methode der Hermeneutik verwenden. Zunächst wird in diesem zweiten Abschnitt jedoch auf die Methodisch-instrumentelle Grundlegung eingegangen.

Die Hermeneutik als Methode beschäftigt sich mit einem Medium, vornehmlich mit Texten, welche aber auch in Form von Gesprächen, Bildern, Gesetzen, Filmen, Sitten, Institutionen oder Handlungen vorliegen können, und hat zum Ziel diese zu verstehen und präzise zu interpretieren. [Vgl. 1]⁴

Wörtlich bedeutet Hermeneutik „Deutungs- und Verstehenslehre“ und *„sie ist besonders um die Jahrhundertwende als spezifisch geisteswissenschaftliche Methode des Verstehens im Gegensatz zur naturwissenschaftlichen des kausalen Erklärens propagiert worden. Da alle Geisteswissenschaften von Sprache und Texten ausgehen, bedürfe es einer solchen Methode oder richtigen Kunst des Sinnverstehens und -deutens.“* (Alemann von und Forndran (2005): S. 66)

Die Problematik, mit welcher die Hermeneutik offensichtlich zu kämpfen hat, ist diejenige der Subjektivität der getroffenen Interpretationen. (Vgl. Alemann von und Forndran (2005): S. 67)

⁴ Wegen der Aktualität dieses Themas geht eine Vielzahl von Informationen auf Quellen aus dem Internet zurück. Um den Lesefluss nicht zu stören, wurde mittels Referenznummern zitiert (siehe Internetquellen, auf S. 118 ff. dieser Arbeit).

In der vorliegenden Arbeit wird die Hermeneutik als Methode zur Gewinnung von Verständnis für die Vorgänge, welche zur Subprimekrise führten, angewandt. Um diese Erkenntnisse zu ordnen bzw. in ein logisches Raster zu bringen, werden sie mit dem Instrument der Konstellationsanalyse kombiniert, welches im folgenden Kapitel näher beschrieben wird.

Wegen der Aktualität des Themas und dem damit einhergehenden Mangel an bereits in Büchern veröffentlichten Informationen und Meinungen zur Immobilienkrise, sind eine Vielzahl der Quellen Internetquellen und Publikationen in Zeitschriften. Hier wird vor allem auf die Verwendung zahlreicher Artikel aus der englischen Zeitschrift „The Economist“ verwiesen, welche im angelsächsischen Raum als sehr angesehene Kapazität in Fragen der Wirtschaft gilt.

2.2) Das Instrument der Konstellationsanalyse

Als Instrument zur Beschreibung und Analyse der Subprimekrise wird in dieser Arbeit die Konstellationsanalyse von Schön et al (2007) zur Anwendung kommen. Die Konstellationsanalyse ist ein *„inter- und transdisziplinäres Brückenkonzept“*, welches es ermöglicht unterschiedliche Problemsichten, Wissensbestände und Lösungsansätze aufeinander zu beziehen. Heterogene Elemente werden zu einer Konstellation zusammengesetzt, welche graphisch dargestellt wird, um die Beziehungen zwischen den Elementen zu veranschaulichen. Es gibt vier verschiedene Arten von Elementen:

- 1) Soziale Elemente: Als soziale Elemente werden einzelne Personen oder Akteursgruppen bezeichnet, in der vorliegenden Konstellationsanalyse z.B.: Finanzmarktakteure, die US-Regierung oder die Konsumenten.
- 2) Technische Elemente: Dazu zählen einzelne Artefakte bzw. technische Überbegriffe, wie z.B.: der Zinssatz, Kredite oder „Strukturierte Produkte“.

- 3) **Natürliche Elemente:** Als natürliche Elemente werden *„Stoffe und Ressourcen, Umweltmedien, Wasser, Boden, Luft, tierische und pflanzliche Lebewesen sowie Naturphänomene“* (Schön et al. (2007): S. 17 f.) angesehen. Im Falle dieser Konstellationsanalyse sind die natürlichen Elemente nicht wirklich der „Natur“ zuzuordnen, wohl aber der „wirtschaftlichen Natur“, d.h.: die Natur ist hier die Realwirtschaft, der Markt oder die Inflation.
- 4) *„Zeichenelemente umfassen Ideen, Konzepte, Ideologien, Gesetze, Kommunikation und Bilder.“* (Schön et al. (2007): S. 18) In dieser Konstellationsanalyse sind dies die zwei miteinander konkurrierenden und sich diametral gegenüber stehenden Wirtschaftstheorien des Monetarismus und des Keynesianismus.
- 5) Zusätzlich zu diesen vier Elementen kann es hybride Elemente geben, welche eine Mischform der oben beschriebenen Elemente sind, in dieser Konstellationsanalyse aber nicht ausdrücklich vorkommen.

Vier verschiedene Arten von Konstellationen machen gemeinsam die Gesamtkonstellation aus. Diese Gesamtkonstellation *„kann sich aus Teilkonstellationen und Subkonstellationen zusammensetzen“* (Schön et al. (2007): S. 20). Zunächst werden die wichtigsten Elemente zueinander in Verbindung gesetzt, was sozusagen die Makroebene der Konstellation aufspannt. Wenn diese Makroebene geschaffen wurde, kann danach auf die Mesoebene „gezoomt“ werden, auf welcher verschiedene Teilkonstellationen sichtbar gemacht werden können, z.B.: dominante Teilkonstellationen, welche die Funktionsprinzipien der Gesamtkonstellation beeinflussen, oder Nischenkonstellationen, welche nach anderen Prinzipien als die Gesamtkonstellation funktionieren, aber trotzdem durch einzelne Elemente mit dieser verbunden sind. Zu guter Letzt gibt es noch die Art der Subkonstellation, welche auf der Mikroebene verortet ist und die anders als die Teilkonstellation keine in sich kohärente Einheit bildet. (Vgl. Schön et al. (2007): S. 20)

Bei einer Konstellationsanalyse sollte in drei Arbeitsschritten vorgegangen werden:

- 1) Die Konstellation wird kartiert, d.h.: *„die wichtigsten Elemente werden identifiziert und zueinander räumlich angeordnet“*.
- 2) Die Funktionsprinzipien und Charakteristika der Konstellation werden analysiert und interpretiert.
- 3) Als letzter Schritt werden die Dynamiken, welche in der Konstellation wirken, analysiert.

(Vgl. Schön et al. (2007): S. 24)

Zunächst werden die einzelnen Elemente, welche benötigt werden um die Konstellation zu konstruieren, deren Aufgaben und deren Einfluss auf die Gesamtkonstellation dargestellt und erklärt.⁵ In einem nächsten Schritt werden die ausgewählten Momentaufnahmen der Konstellationsanalyse in Form von Grafiken dargelegt, begleitet von einer kurzen inhaltlichen Zusammenfassung. (siehe Abschnitt 3) Zum Vorlauf und Verlauf der Immobilienkrise, S. 44 ff.)

Danach wird der Gesamtprozess, vom Beginn der Konstellationsanalyse 2001 bis zum letzten Abbild der Konstellation im Jahre 2008, untersucht, und die Dynamiken und Entwicklungen, welche über diesen Zeitraum hinweg stattfanden, werden beschrieben. Als letzter Arbeitsschritt erfolgt die Interpretation der vorgenommenen Analyse. (Vgl. Schön et al. (2007): S. 9–45)

In den nun folgenden Kapiteln werden die in dieser Konstellationsanalyse vorkommenden Elemente – Federal Reserve, US-Regierung, Monetäre Politik, Kredite, Inflation, die Wirtschaft, Bankwirtschaft, Special Purpose Vehicles, Mortgage Issuers/ Hypothekenbanken, Mortgages/ Hypotheken, Monoline Versicherer, Strukturierte Produkte, Securitisation/ Verbriefung, Government Sponsored Entities, Keynesianismus, Monetarismus, Konsument, Immobilien, Credit Rating Agencies und Vertrauen – näher erläutert.

⁵ Ausgangskonstellation für die Analyse siehe Abbildung 3: Konstellation im Jahre 2001, S. 44.

2.2.1) Federal Reserve

„The Federal Reserve, consistent with its responsibilities as the nations central bank, affirmed today its readiness to serve as a source of liquidity to support the economic and financial system.“ [2]

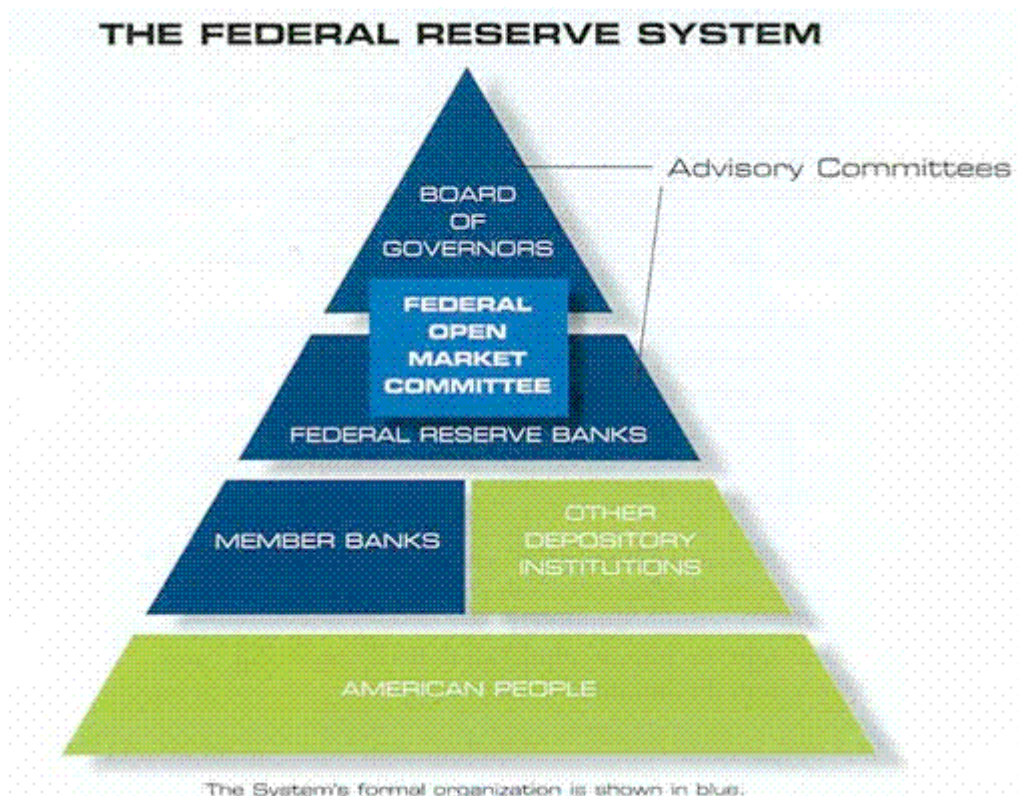
Statement des damaligen Fed Chairmans Alan Greenspan vor dem Beginn des US-Börsenhandelstages am 20. Oktober 1987, einen Tag nach dem berühmten Crash des Aktienmarktes am 19. Oktober 1987.

In der vorliegenden Konstellationsanalyse kommt dem Element der Fed eine zentrale Rolle zu, da sie mit der Festlegung der Zinsen und der Vorschreibung der Reservehaltungspflichten die Spielregeln, welche in der Konstellation wirksam sind, festlegt. Aus diesem Grunde wird die Fed ausführlicher behandelt als die darauf folgenden Elemente.

Das US-amerikanische Zentralbanksystem Fed (Federal Reserve System) wurde am 23. Dezember 1913 gegründet, um nach der Bankenkrise von 1907 den Rufen nach einer Reform des Bankwesens und der Währung nachzukommen.

Die Fed hat eine Vielzahl von Verpflichtungen, deren grundlegendste aber die Festlegung der monetären Politik und damit die Sicherstellung der monetären Stabilität ist. Die Fed bestimmt die Menge des sich im Umlauf befindlichen Geldes über die Festlegung der monetären Politik, überwacht einen Teil der privaten Bankwirtschaft (Commercial Banks) und die Federal Reserve Banks (als private Basis des Federal Reserve Systems), agiert in einer Krise als Lender of Last Resort und stellt bei einem „Bank Run“ (Bankenkrise) die Versorgung der Finanzmärkte bzw. der Bankwirtschaft mit Liquidität sicher, analysiert die Lage der nationalen und internationalen Wirtschaft und der Finanzmärkte und leitet Kommissionen zur Untersuchung und Lösung von wirtschaftlichen Krisen. Zusammenfassend kann die Aufgabe der Fed mit *„Sicherstellung der Stabilität und Eindämmung der systemischen Risiken der Finanzmärkte“* [3] beschrieben werden. [Vgl. 3]

Abbildung 2: Die Struktur der Fed



Quelle: [4]

An der Spitze der Fed steht das Board of Governors, welches zusammen mit den Federal Reserve Banks die Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) stellt.

Board of Governors

Das Board of Governors besteht aus sieben Governors, welche vom Präsidenten der USA ernannt werden, und vom Senat bestätigt werden müssen. Die fünf „einfachen“ Governors werden jeweils für 14 Jahre ernannt, wobei, um seine Stabilität und Unabhängigkeit zu garantieren, jeweils alle 2 Jahre ein Governor aus dem Amt scheidet und ein neuer ernannt wird. Der Chairman und der Vice-Chairman werden alle 4 Jahre ernannt und können nach diesen 4 Jahren wiederum ernannt werden. Damit ist das Board of Governors jener Teil der Fed, der einem staatlichen Einfluss unterliegt, und auf den die Regierung mit der Ernennung des Chairman und Vice-Chairman sowie der Governors Einfluss nehmen kann.

Jedoch ist dieser Einfluss durch die Regeln der Ernennung begrenzt, da die Amtszeit eines Präsidenten mit 4 Jahren und maximal 2 Amtszeiten wesentlich kürzer ist als die 14-jährige Amtszeit eines Governors. Trotzdem kann ein Präsident durch die Ernennung eines ihm genehmen Chairmans einen gewissen Einfluss nehmen. [Vgl. 3]

Aufgabenbereiche des Board of Governors sind unter anderem die Führung der monetären Politik, die Analyse der Bedingungen des staatlichen und internationalen Wirtschafts- und Finanzmarkts sowie die Leitung von Kommissionen, welche aktuelle Krisen untersuchen. Außerdem überwacht das Board of Governors einen Teil der Finanzindustrie (Commercial Banks) und die Reserve Banks. Die Festlegung der „Reserve Requirements“ für Depositenbanken und das Absegnen von Vorschlägen der Reservebanken zum Diskontzinssatz unterliegen ebenfalls dem Board of Governors. Die wichtigste Aufgabe des Board of Governors ist aber die Teilnahme am Federal Open Market Committee (FOMC), welches die monetäre Politik der USA bestimmt und implementiert. Da das Board of Governors mit seinen 7 Mitgliedern die Mehrheit im 12-köpfigen FOMC stellt, hat es den bedeutendsten Platz in der Fed. [Vgl. 3]

Die Mitglieder des Boards werden regelmäßig zur Stellungnahme vor den Kongress gebeten und sind in engem Kontakt mit anderen Organisationen der Regierung. Der Chairman der Fed (zurzeit Ben Bernanke) berichtet dem Kongress zweimal jährlich und trifft sich in regelmäßigen Abständen mit dem Secretary of Treasury. [Vgl. 3]

Federal Open Market Committee

Das Federal Open Market Committee ist jener Teil der Fed, der die monetäre Politik der Fed bestimmt. Die Aufgabe des FOMC ist es eine monetäre Politik zu formulieren, welche zu stabilen Preisen und wirtschaftlichem Wachstum führt. Das Werkzeug, um dies zu erreichen, ist die Kontrolle der US-amerikanischen Geldmenge. Die stimmberechtigten Mitglieder des FOMC setzen sich aus den 7 Mitgliedern des Board of Governors, dem Präsidenten der Federal Reserve Bank of New York und 4 Präsidenten anderer Federal Reserve Banks zusammen.

Zusätzlich zu diesen stimmberechtigten Mitgliedern des FOMC nehmen alle übrigen Präsidenten der Federal Reserve Banks an den normalerweise achtmal jährlich stattfindenden Sitzungen teil. In diesen Sitzungen werden die Aussichten der US-amerikanischen Wirtschaft und die Möglichkeiten, welche sich in der monetären Politik bieten, diskutiert. Das FOMC soll durch die Mischung von Mitgliedern des Board of Governors mit jenen der Federal Reserve Banks die Unabhängigkeit der monetären Entscheidungen sicherstellen. Zusätzlich zu dieser „Experten-Diversifikation“ sind auch die Beiträge der „Federal Reserve Banks“-Präsidenten und der Beratungskomitees (Consumer Advisory Council, Federal Advisory Council und Thrift Institutions Advisory Council) wichtig für die Unabhängigkeit des FOMC, da durch sie, obwohl sie nicht stimmberechtigt sind, andere Ansichten in die Diskussionen eingebracht werden können. [Vgl. 3]

Federal Reserve Banks

Das Federal Reserve System besteht aus einem Netzwerk von 12 Federal Reserve Banks sowie 25 Filialen und steht unter der Aufsicht des Board of Governors. Die Federal Reserve Banks sind die operativen Arme der Zentralbank, führen ihre monetäre Politik aus, decken einzelne Regionen der USA ab und haben in diesen Regionen verschiedene Aufgaben. Sie kaufen und verkaufen Government Securities (T-Bills bzw. Staatsanleihen), durch welche die monetäre Politik der Fed implementiert wird.

Zusätzlich überwachen die einzelnen Reserve Banks die Commercial Banks ihrer Region und beschäftigen sich mit der Analyse von regionalen, nationalen und internationalen Wirtschaftsthemen. Diese Analyse der Wirtschaftsthemen durch die Reserve Banks spielt eine wichtige Rolle bei der Adressierung von wirtschaftlichen Problemen und Entwicklungen und deren Bewusstmachung in der nationalen „Policymaking Arena“. [Vgl. 3]

Member Banks

Circa 38% der 8.039 Commercial Banks der USA sind Mitglieder des Federal Reserve Systems. Nationale Banken sind zur Mitgliedschaft verpflichtet, ausländische Banken können unter gewissen Auflagen die Mitgliedschaft beantragen. Jede Mitgliedsbank muss 3% ihres Kapitals in Aktien der Fed halten. [Vgl. 3]

Andere Institutionen

Zusätzlich zu den circa 3.000 Mitgliedsbanken des Federal Reserve Systems gibt es noch ca. 17.000 andere Banken, welche ebenfalls den Bestimmungen und Regeln der Fed (z.B.: Reserve Requirements) unterworfen sind. [Vgl. 3]

2.2.2) US-Regierung

Die US-Regierung ist mit der Fed über die Ernennung der sieben Governors des Board of Governors verbunden, was bedeutet, dass die US-Regierung einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Fed ausübt. Dieser Einfluss soll durch die relativ langen Amtszeiten der einzelnen Governors, welche 14 Jahre betragen, beschränkt werden und so den Schutz der Fed vor dem Zugriff der Politik und ihre Unabhängigkeit sicherstellen. Jedoch werden die zwei wichtigsten Mitglieder des Board of Governors, der Chairman und der Vice-Chairman, alle vier Jahre vom Präsidenten der USA ernannt. Über die Ernennung des Board of Governors hat die US-Regierung die Möglichkeit ihre Ansichten und Überzeugungen von einer monetären Politik umzusetzen. [Vgl. 3]

2.2.3) Monetäre Politik

Die Fed befindetet, aufgrund der auf den jeweiligen Sitzungen dargelegten Ansichten, über den Zustand und die Verfassung der US-Wirtschaft sowie die Richtung der monetären Politik der USA. Es werden die unterschiedlichen Zinssätze (Federal Funds Rate/ Discount Rate) und die Reservehaltungsverpflichtungen der Banken festgelegt. Durch die Höhe der Zinsen werden das Kreditangebot bzw. die Kreditnachfrage und die Kredithöhe beeinflusst. [Vgl. 3]

2.2.4) Kredite

Werden die Zinsen gesenkt, steht dem Einzelnen Geld billiger zur Verfügung. Das vermehrt die Möglichkeiten der Kreditaufnahme. Ist das Angebot an Krediten groß, expandiert die Wirtschaft. Ist es gering, schrumpft sie.

2.2.5) Inflation

„Inflation, anhaltender Prozess der Geldentwertung, der sich durch allgemeine Preiserhöhungen bemerkbar macht.“ (Pollert et al. (2004): S. 105)

Inflation bedeutet einen Anstieg des Preisniveaus. Die Waren steigen in ihrem Preis, was für die Wirtschaft und den Konsumenten bedeutet, dass er für dieselbe Menge an Geld weniger Waren erwerben kann. Dies kann sowohl von Güterknappheit als auch von Geldmengenwachstum herrühren.

2.2.6) Die Wirtschaft

In dieser Konstellationsanalyse bezeichnet „Die Wirtschaft“ den gesamten Wirtschaftskreislauf, welcher im Kern der Konstellation steht. „Wirtschaft“ setzt sich aus den Kapitalmärkten und der Realwirtschaft zusammen. Um das Kernstück, welches von den Spielregeln der Fed reguliert wird, versammeln sich die einzelnen Nebenkongstellationen von Wirtschaft.

Im Falle dieser Analyse wird eine spezielle, nämlich jene der Bankwirtschaft und damit verbunden jene der Immobilienwirtschaft genauer betrachtet, und die Interaktionen und Verknüpfungen der beiden Kongstellationen und deren Beziehung zur Gesamtwirtschaft (Die Wirtschaft) werden zum Gegenstand der Untersuchung gemacht.

2.2.7) Bankwirtschaft

Das Element der Bankwirtschaft umfasst die verschiedensten Kreditinstitute. In den USA werden zwei Arten von Kreditinstituten unterschieden: die Commercial Banks und die Investment Banks. Diese Unterscheidung wurde durch den Glass Steagall Act 1933 im Zuge der großen Weltwirtschaftskrise eingeführt und legte die Betätigungsfelder der Banken fest. Commercial Banks sind im „normalen“ Bankgeschäft, d.h. im Depositengeschäft, tätig, nehmen also Einlagen an und vergeben Kredite, während Investmentbanken ihr Geschäftsfeld im Kapitalmarkt haben (Mergers & Acquisitions, Wertpapierhandel und Emission).

1999 wurden diese Unterscheidung und damit auch der Glass Steagall Act vom damaligen Präsidenten Bill Clinton mit der Unterzeichnung des Gramm Leach Bliley Act aufgehoben. Somit war der Weg für eine Konsolidierung der Bankenlandschaft geebnet. [Vgl. 5]

2.2.8) Special Purpose Vehicles

Special Purpose Vehicles (SPVs) – unter anderem auch Structured Investment Vehicles (SIVs) oder Conduits genannt – sind Zweckgesellschaften der Banken, welche es ihnen ermöglichen, Bilanzwerte, in diesem Falle beispielsweise Kredite, Hypotheken und daraus geschaffene strukturierte Produkte, von der eigenen Bilanz auf diejenige des SPV zu übertragen bzw. „auszulagern“. Allfällige Verluste auf diese Positionen können somit von der Bankbilanz ferngehalten werden und belasten die Jahresabschlüsse der Banken nicht.

In der Subprimekrise kommt diesen SPVs eine wichtige Rolle zu, da die Banken starken Gebrauch von diesen, außerhalb der Bilanz stehenden, Gesellschaften gemacht haben, um so die Reservehaltungsvorschriften⁶ der Fed zu umgehen. [Vgl. 6]

⁶ Wenn eine Bank einen Kredit vergibt, muss sie einen gewissen Anteil des Kredits bei der Zentralbank hinterlegen, was als Reservehaltungspflicht bezeichnet wird. Aus diesem Grund ist es für die Bank attraktiv, den Kredit an einen SPV oder Ähnliches weiterzureichen, da so keine Reserveverpflichtungen entstehen und kein Geld hinterlegt werden muss.

2.2.9) Mortgages/ Hypotheken – Mortgage Issuers/ Hypothekenbanken

Mortgages oder Hypotheken werden von Mortgage Issuers oder Hypothekenbanken vergeben. Hypotheken sind eine Art der Kreditvereinbarung, welche meist verwendet wird um Immobilien zu erwerben. Als Hypothek ist die Hinterlegung einer Sicherheit zu bezeichnen, was z.B. bedeutet, dass wenn der Kreditnehmer seine Zinszahlungen auf die Hypothek nicht bedienen kann, die bereitgestellte Sicherheit der Bank zufällt. Im Englischen heißen diese Kredite „Mortgages“. In den USA gibt es eine Vielzahl verschiedenster Formen von Hypotheken. Manche haben einen auf Jahrzehnte festgelegten Zinssatz, andere einen variablen, welcher sich an die im Markt vorherrschenden Zinsen anpasst.

Die Subprimekrise ist geprägt von Hypotheken, welche an Kreditnehmer vergeben wurden, die „subprime“ waren, also eigentlich nicht kreditwürdig. Um diesen Kreditnehmern trotzdem eine Hypothek vermitteln zu können, ging die Bankwirtschaft aggressiv vor und vergab beispielsweise Adjustable Rate Mortgages (ARMs), welche einen progressiv ansteigenden Zinssatz hatten.⁷

Es gibt verschiedene Arten von Subprime Mortgages, allen gemeinsam ist, dass die zukünftigen Zahlungsverpflichtungen stark von dem aktuellen Zinsniveau und der Entwicklung des Immobilienmarktes abhängig sind. [Vgl. 7]

2.2.10) Monoline Versicherer

Monolines sind eine spezielle Art von Versicherungsgesellschaft, welche auf die Versicherung der Zahlung von Zinsen (Coupon) und des ursprünglich überlassenen Kapitalbetrags (Principal) bei Anleiheausfällen (Defaults) spezialisiert ist. Ursprünglich umfasste dieses Geschäft nur die Versicherung von Anleihen der einzelnen Staaten oder regionalen Städte der USA (Municipal Bonds) etc. Jedoch begannen die Monoline Versicherer auch spezielle strukturierte Papiere zu versichern, deren Ertrag an die Preisentwicklung von Immobilien gekoppelt war, was

⁷ Variable Zinszahlungen bei Hypotheken (ARMs) bedeuten, dass die Höhe der Zinszahlungen von der jeweiligen Höhe der Zinsen im Markt abhängt. Sind die Zinsen also niedrig, sind auch die Zinszahlungen niedrig. Steigen die Zinsen aber im Markt, so steigen auch die Zinszahlungen an, was bedeutet, dass die Besitzer von Hypotheken eine größere Zinsbelastung verkraften müssen. Neben diesen Hypotheken mit variablen Zinsen wurden auch Hypotheken mit anfänglich sehr geringen Zinszahlungen vergeben, welche sich jedoch nach einem gewissen Zeitraum stark erhöhten.

mit der starken Entwertung dieser Papiere im Laufe der Subprimekrise zu enormen Belastungen führte. Sollten die Monolines nicht mehr in der Lage sein, ihrerseits die versprochenen Garantien auf Anleiheausfälle zu gewährleisten, droht eine weitere Runde an Wertverlusten bei allen Wertpapieren, welche von den Monolines versichert wurden. [Vgl. 8]

2.2.11) Strukturierte Produkte

Strukturierte Produkte sind speziell angefertigte Konstruktionen aus einer Mischung von Derivaten und Finanzinstrumenten, welche es erlauben, spezifische Eigenschaften zu verstärken, abzuschwächen, miteinander zu kombinieren usw. Diese strukturierten Produkte erlebten in den letzten zwei Jahrzehnten einen sehr großen Aufschwung, was zu einer verstärkten Interdependenz und Globalisierung der Finanzwirtschaft und der Kapitalmärkte führte. [Vgl. 9]

In der hier vorliegenden Arbeit sind strukturierte Produkte vornehmlich Papiere, die sich aus Hypotheken und Schulden jeglicher Art zusammensetzen, also strukturiert wurden – dazu zählen MBS (Mortgage Backed Securities), ABS (Asset Backed Securities) und CDOs⁸ (Collateralized Debt Obligations).

⁸ Kurze Erklärung zur Funktionsweise von CDOs: Diese Papiere bestehen aus Krediten (beispielsweise ABS mit Kreditkartenschulden oder MBS aus Hypotheken, welche dann als Collateral/ Sicherheit dienen) und wurden dahingehend strukturiert, dass es verschiedene so genannte „Tranchen“ gibt. Diese Tranchen zahlen entsprechend dem ihnen zugeordneten Risiko verschieden hohe Zinsen. Beispiel einer CDO: Man nehme ein Bündel von ABS-Anleihen, welches insgesamt einen Wert von 100 US-Dollar besitzt und im Durchschnitt 7% Zinsen abwirft. Diese 100 US-Dollar werden, um das Risiko zu streuen, aufgeteilt – in 75 Dollar Klasse A mit 5.51% Zinsen, 10 US-Dollar Klasse B mit 5.8% Zinsen, 5 US-Dollar mit 7.2% Zinsen, 5 US-Dollar Klasse C mit 9% Zinsen und 5 Dollar, so genannte Equity-Klasse, mit (nach Abzug aller Gebühren und Kosten für den Securitiser) 24.6% an Zinsen. Diese Aufteilung in mehrere Tranchen geschieht aus Gründen der Risikodiversifizierung, da Klasse A im Falle von Verlusten, sprich Zinszahlungsausfällen oder gänzlichem Rückzahlungsausfall des Kredites, erst nachdem alle anderen Tranchen wertlos geworden sind, ebenfalls davon betroffen ist. Das bedeutet in diesem konkreten Beispiel, dass die Total-Verluste (also der Rückzahlungsausfall) 25% betragen könnten, bevor die Tranche der Klasse A betroffen ist. [Vgl. 10]

2.2.12) Securitisation – Verbriefung

Securitisation bezeichnet die Praktik von Banken, von ihnen vergebene Kredite an Dritte weiterzuverkaufen, um damit Reservehaltungsvorschriften der Fed umgehen und so Kredite aus der Bilanz entfernen zu können. Die Securitisation bietet die Möglichkeit, das Risiko eines Kreditausfalles weiterzureichen. Das Strukturieren von verschiedensten Schulden (Hypotheken, Krediten, Kreditkartenschulden etc.) wird als Securitisation bezeichnet. [Vgl. 11]

2.2.13) Government Sponsored Entities

Government Sponsored Entities (GSEs) wurden vom Kongress der USA erstmals 1916 gegründet um den Umfang von Krediten zu erhöhen, die Kapitalmärkte effizienter zu machen und günstige Konditionen für Konsumenten zur Verfügung zu stellen.

Die GSEs, unter welchen Fannie Mae und Freddie Mac die bedeutendsten darstellen, haben die Aufgabe Hypotheken zu kaufen, zu bündeln und diese Bündel wiederum weiterzuverkaufen.

Damit spielten sie in der Immobilienkrise eine wichtige Rolle bei der Schaffung strukturierter Produkte, da sie sozusagen die Basis dafür, nämlich das Collateral (Sicherheit), zur Verfügung stellten. [Vgl. 12]

2.2.14) Keynesianismus

Bezeichnet u.a. die Theorie, dass der Staat mittels Deficit Spending die Nachfrage künstlich belebt, um eine stabile Wirtschaftsentwicklung zu gewährleisten. (siehe Abschnitt 1.1) Zum Keynesianismus, S. 9 ff.)

2.2.15) Monetarismus

Bezeichnet u.a. die Theorie, dass nur eine stabile monetäre Politik, also eine strikte Koppelung des Geldmengenwachstums an das Wirtschaftswachstum, eine stabile Wirtschaftsentwicklung garantieren kann. Das feste Vertrauen in den Markt, als ein

sich bis zu einem hohen Grade selbst regulierendes System, ist ein weiteres grundlegendes Merkmal der monetaristischen Theorie. (siehe Abschnitt 1.3) Zum Monetarismus, S. 15 ff.)

2.2.16) Konsument

Als Konsument agiert in dieser Konstellationsanalyse der Käufer und Verkäufer von Immobilien, Hypotheken und Krediten. Er spielt auch eine wichtige Rolle bei strukturierten Produkten, da er für eine Vielzahl von ihnen den Cash Flow (über dessen Bedienung Hypothekenzinsen) generiert. Natürlich ist der Konsument nicht der einzige, welcher sich in Immobilien engagiert, sondern auch die Banken. Direkt oder über die Zuhilfenahme von SPVs, Hedge Funds oder Pensionskassen haben sie strukturierte Produkte erworben, welche mit Hypotheken gedeckt waren.

2.2.17) Immobilien

Der Begriff „Immobilien“ umfasst Grundstücke und Häuser, welche durch den Konsumenten oder durch Banken erworben werden können und zu einem großen Teil mittels Hypotheken und Krediten finanziert werden.

2.2.18) Credit Rating Agencies

Credit Rating Agencies haben den Auftrag, die Fähigkeit eines Unternehmens, Schulden zu bedienen, zu überwachen und zu bewerten. Die drei weltweit einflussreichsten und größten sind: Moody's, Standard & Poor's (S&P) und Fitch International Bank Credit Analyst (Fitch IBCA). Diese Agencies spielten in der Subprimekrise eine wichtige Rolle, da sie strukturierte Produkte bewertet und es somit möglich gemacht haben, dass diese weiterverkauft werden konnten. [Vgl. 13]

Seit Ausbruch der Krise werden diese Firmen deshalb beschuldigt, mitverantwortlich daran zu sein. Vor allem wird ihnen vorgeworfen, von starken eigenen Interessen geleitet gewesen zu sein. [Vgl. 14]

2.2.19) Vertrauen

Die gesamte Wirtschaft beruht auf Vertrauen. Ohne Vertrauen funktioniert der Kapitalismus nicht – weder im Keynesianismus noch im Monetarismus. Das Vertrauen der Menschen und Unternehmen in die Wirtschaft und in die Einhaltung der Rahmenverträge ist die Grundlage, auf welcher die einzelnen Grafiken der Konstellationsanalyse aufbauen. Dieses Vertrauen ist sozusagen der Nährboden auf dem die Wirtschaft wächst, und ohne dieses Vertrauen kann die Wirtschaft nicht funktionieren. Das Beispiel des Zusammenbruchs der US-amerikanischen Investmentbank Bear Stearns im März 2008 verdeutlichte sehr eindrucksvoll, dass der Verlust des Vertrauens binnen weniger Tage zum wirtschaftlichen Bankrott eines global agierenden Finanzinstituts führen kann. [Vgl. 15]

3) *Dritter Abschnitt: Zum Vorlauf und Verlauf der Immobilienkrise*

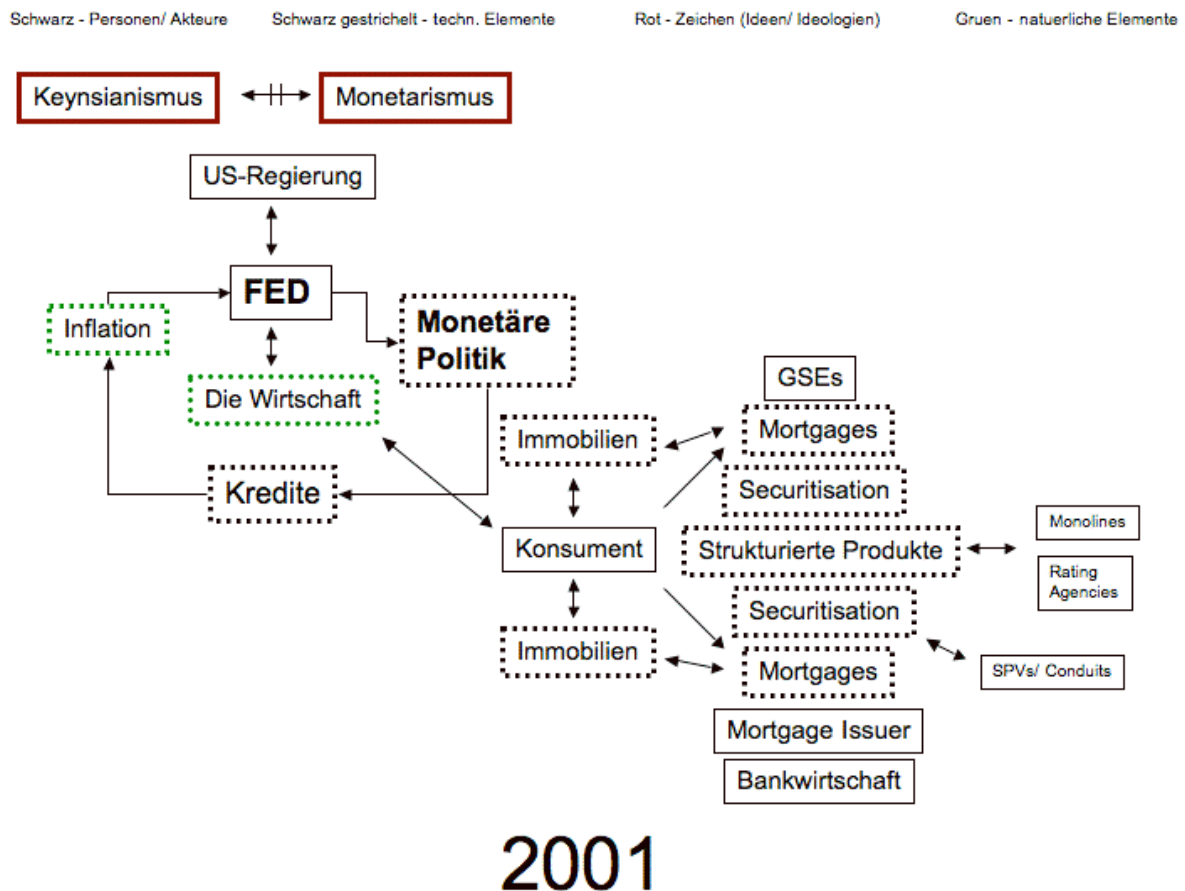
Um die Dynamiken und Veränderungen der Konstellation zur Subprimekrise deutlich zu machen, wurden fünf Momentaufnahmen aus den Jahren 2001, 2003, 2007 und 2008 erstellt. Die Momentaufnahmen spiegeln den Ausgangspunkt (2001) und die Entwicklung (2003, 2007 und 2008) der Konstellation in der Immobilienkrise wieder; die einzelnen Aktionen bzw. Ereignisse, welche in die Krise führten, sind so leichter zu erkennen und zu verstehen. Außerdem wird versucht die Mechanismen und Auswirkungen der Krise zu erläutern und zu erklären. Auf Basis dieser Analyse der Gründe für die Krise wird im vierten Abschnitt der Arbeit auf die politischen und regulatorischen Folgen der Krise eingegangen.

3.1) Konstellation im Jahre 2001 – Untergang der New Economy und Start der expansiven Geldpolitik

Kurzzusammenfassung 2001

Das Jahr 2001 läutete mit der Krise und dem Ende der New Economy sowie der darauf folgenden rapiden Absenkung der Federal Funds Rate von 6.5% auf 1.75% und der Discount Rate von 6% auf 0.75% bis zum Ende des Jahres, den Beginn einer historischen Zinsensenkungsphase ein. Die Immobilienpreise begannen ihren starken Anstieg und damit verbunden erfuhr auch die Emission von Hypotheken einen starken Aufschwung. [Vgl. 16]

Abbildung 3: Konstellation im Jahre 2001

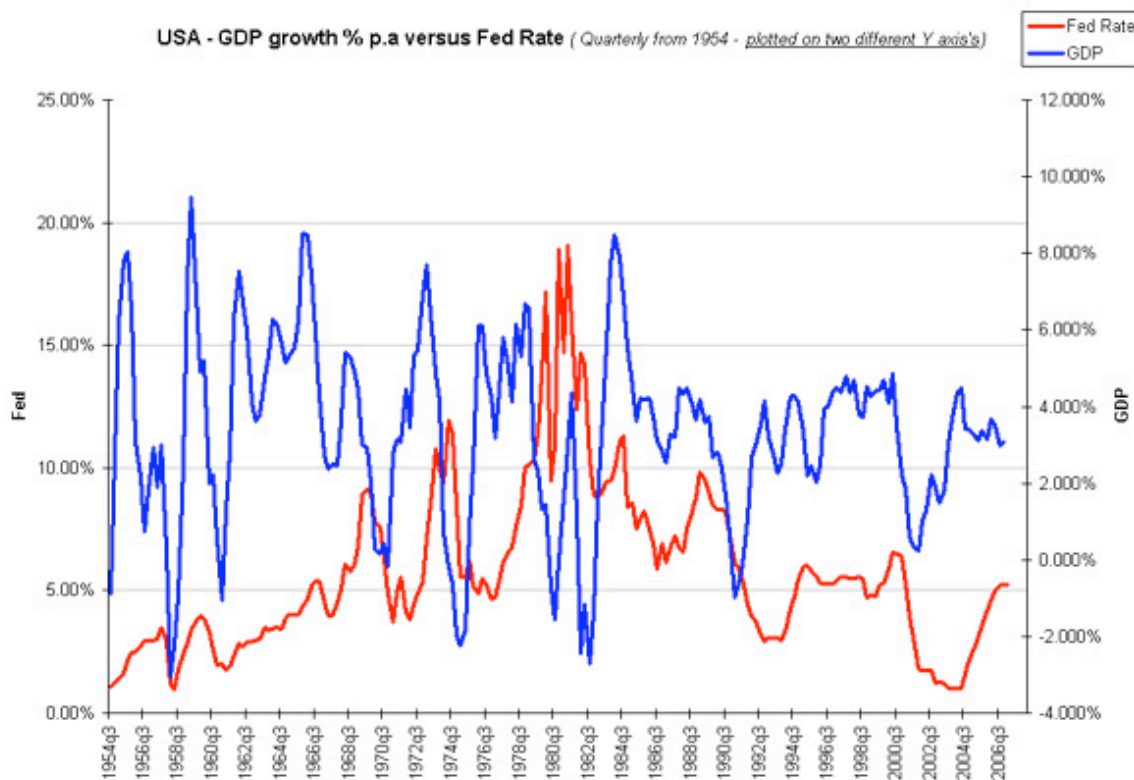


Quelle: Ausarbeitung durch den Verfasser

Genauere Beschreibung 2001

Mit dem Scheitern der New Economy und den damit verbundenen Folgen für die Wirtschaft der USA, welche 2001 in eine Rezession führten, leitete die Fed einen starken Zinssenkungszyklus ein. Im Laufe des Jahres 2001 senkte die Fed die Federal Funds Rate von 6.5% auf 1.75%, und die Discount Rate von 6% auf 0.75%. [Vgl. 16] Diese Richtung der monetären Politik bedeutete eine starke Stimulation der Kredit- und Geldschöpfung, welche den Grundstein für einen Boom des Immobilienmarktes legte.

Abbildung 4: USA – GDP growth % p.a. versus Fed Rate



Quelle: [17]

Die Fed agierte im Interesse der damaligen republikanischen US-Regierung und setzte im Prinzip auf keynesianische Politik, nämlich darauf, die Wirtschaft durch das starke Senken der Zinsen wieder anzukurbeln und durch die äußerst billige Verfügbarkeit von Geld, den Willen der Konsumenten und der Bankwirtschaft, Kredite aufzunehmen bzw. zu vergeben, zu erhöhen. Im Prinzip entspricht dies einer künstlichen Schaffung von Nachfrage.

Die monetaristische Theorie besagt, dass die Zentralbanken nicht kurzfristig in die Nachfrage eingreifen sollten, da dieser Effekt nur von kurzer Dauer sei und langfristig nichts bewege, sondern nur die Inflation angeheizt würde. Ihr Hauptaugenmerk liegt stattdessen auf der Erhaltung der Preisstabilität und der strikten Eindämmung der Inflation.

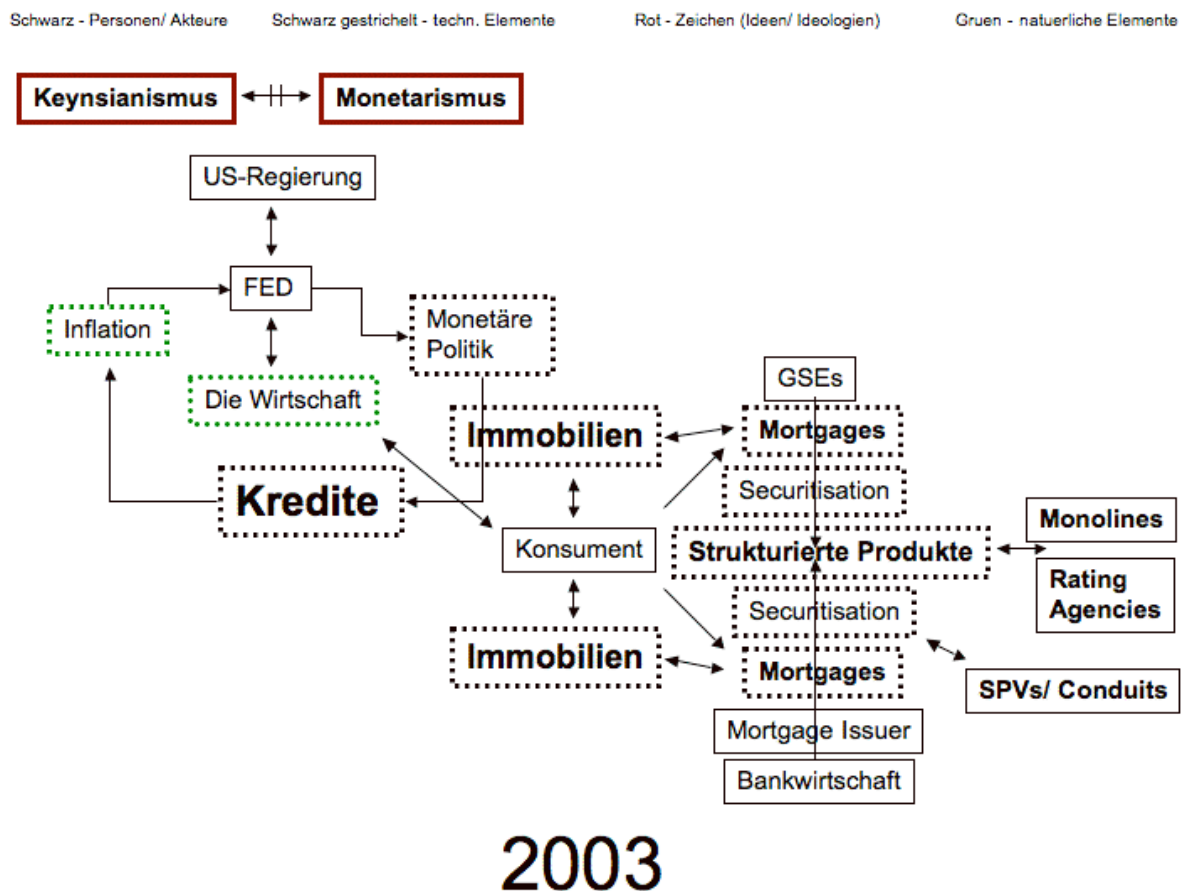
Nach dieser starken Stimulation durch die Zinssenkungen der Fed begann die US-Wirtschaft auch sehr schnell wieder zum Wachstum zurückzufinden, wie sich in Abbildung 4 gut erkennen lässt. Die Grafik reicht bis ins Jahr 1954 zurück und basiert sowohl auf einer vierteljährlichen Feststellung des Gross Domestic Product (GDP) als auch auf der Federal Funds Rate. Mit einer sehr kurzen Verzögerung von circa zwei Quartalen machten sich nach dieser Zinssenkung die Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum bemerkbar.

3.2) Konstellation im Jahre 2003 – Kreditvergabeboom und starkes Wachstum der Immobilienpreise

Kurzzusammenfassung 2003

Im Jahre 2003, dem Jahr der nächsten Momentaufnahme der Konstellationsanalyse, wurde mit 1% Federal Funds Rate der Tiefpunkt des Zinssenkungszyklus, welcher mit der Rezession 2001 eingeleitet worden war, erreicht. [Vgl. 16] Dadurch wurden die Möglichkeiten und die Bereitschaft, Schulden und Kredite aufzunehmen stark stimuliert, und in der Folge expandierten die Immobilienmärkte enorm. Die Immobilienpreise stiegen durch die hohe Nachfrage, infolge billig verfügbarer Kredite und Hypotheken, kontinuierlich an, und ein sich selbst aufschaukelnder Kreislauf kam in Gang.

Abbildung 5: Konstellation im Jahre 2003



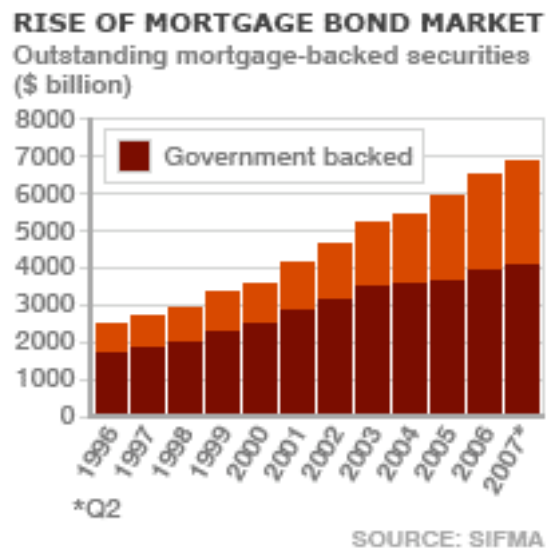
Quelle: Ausarbeitung durch den Verfasser

Genauere Beschreibung 2003

Bis zum Anfang des Jahres 2003 hatte sich das Wirtschaftswachstum wieder erholt, und die Fed begann im folgenden Jahr wiederum die Zinsen ansteigen zu lassen. Der Ansatz keynesianischer Politik – welche antizyklisch vorgehen möchte, also in der Krise die Nachfrage ankurbeln und im Boom die Nachfrage dämpfen möchte – lässt sich gut erkennen. Die zweijährige Phase äußerst niedriger Zinsen hatte jedoch eine Dynamik im Immobilienmarkt entfesselt, welche starke Preisanstiege und eine stark erhöhte Hypotheken-Emissionstätigkeit nach sich zog. [Vgl. 75] Im 78. Jahresbericht der Bank of International Settlements (BIS), welcher am 30. Juni 2008 veröffentlicht wurde, wird über die letzten Jahre gesagt, „that interest rates in the advanced industria countries have latterly been unusually low by postwar standards“ [18].

In einem Umfeld, in welchem die Zinsen auf einem sehr niedrigen Stand waren, bot sich den Banken mit der Securitisation von Hypotheken eine attraktive Möglichkeit des zusätzlichen Verdienstes. In der Bankwirtschaft erwachte ein starker Appetit nach Hypotheken jeglicher Art, da diese für das Collateral in den strukturierten Produkten benötigt wurden. Und aus diesem Grund wurden die Kriterien für die Vergabe von Hypotheken entspannt, und die so genannten Subprime-Hypotheken, aber auch gewöhnliche Hypotheken, nahmen stark zu. Eine Studie der BIS, welche sich mit dem Zusammenhang zwischen Liquidität und Finanzmarktzyklen auseinandersetzte, kam zum Schluss, dass das System für Investmentbanken sehr prozyklisch funktioniere. Das heißt, dass die Banken in Zeiten, in denen Geld infolge niedriger Zinsen „billig“ ist, „überschüssiges“ Geld haben (Geld, welches nicht gebunden ist) und ein großes Interesse daran, dieses Geld zu verleihen oder dergleichen. *„The financial intermediaries hold surplus cash, and they will attempt to find ways in which they can employ their surplus capital.“* [19] Die Bankwirtschaft erlebte in den folgenden Jahren eine goldene Zeit, in welcher die Gewinne stark stiegen, und das Volumen strukturierter Produkte ein noch nie gesehenes Wachstum erlebte. Damit diese strukturierten Produkte jedoch weiterverkauft werden konnten, mussten sie als „sicher“ bewertet werden. Die Rolle der Bewertung kam den Credit Rating Agencies zu, welche durch die Vergebung eines Kreditratings bestimmten, an welche Investoren die Produkte verkauft werden konnten. Um das Rating zusätzlich zu versichern, konnten die Banken Versicherungen auf die Ausfallrisiken der strukturierten Produkte erwerben. Diese Art der Versicherung nennt sich Credit Default Swap (CDS) und wurde unter anderem von den so genannten Monoline Versicherungen vergeben. In Abbildung 6 ist das Wachstum des Hypothekenmarktes dargestellt, wobei der untere Teil des jeweiligen Balkens diejenigen Hypotheken bezeichnet, welche von GSEs ausgegeben wurden, und der obere Teil diejenigen, welche von der Privatwirtschaft gedeckt wurden. Die starke Zunahme der nichtstaatlich gedeckten Hypotheken lässt sich gut herauslesen.

Abbildung 6: Rise of Mortgage Bond Market



Quelle: [20]

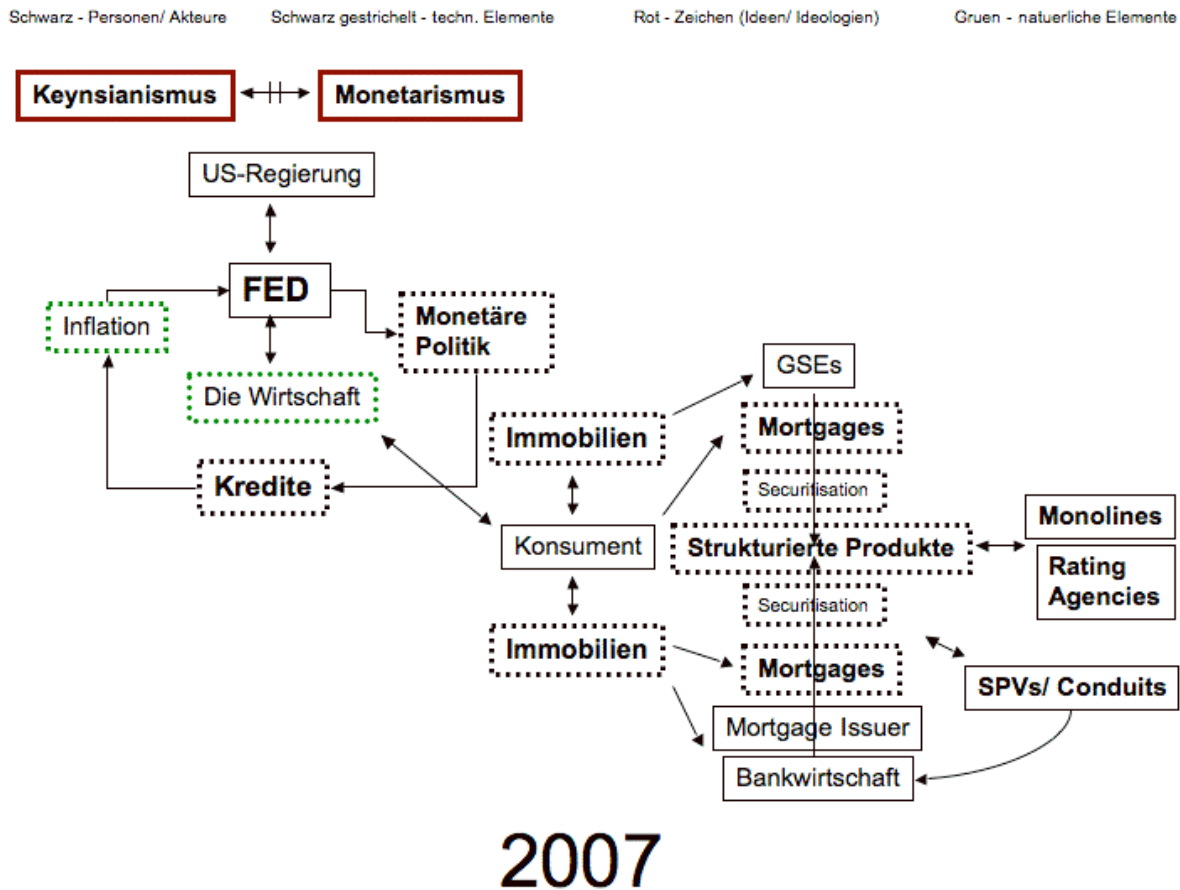
3.3) Konstellation im Jahre 2007 – Beginn der Immobilienkrise

Kurzzusammenfassung 2007

Die nächste Momentaufnahme der Konstellationsanalyse markiert den Beginn der Immobilienkrise 2007, als die Auswirkungen von wieder ansteigenden Zinsen und fallenden Immobilienpreisen die Zinsausfallrate (Default Rate) von Hypotheken ansteigen ließen. Die Fed hatte Ende Juni 2004 die Zinsen wieder ansteigen lassen und erhöhte die Federal Funds Rate von 1% auf 5.25%, und die (neue) Discount Rate von 2% auf 6.25%. (Da es ab Anfang 2003 eine Unterteilung der Discount Rate in Primary und Secondary Rate gab, welche mit der Dauer des Kredits und der Kreditwürdigkeit der jeweiligen Bank zu tun hat, gab es einen Sprung vom alten Level bei 0.75% Ende 2002 auf 2.25% bzw. 2.75% Anfang 2003.) [Vgl. 16] Dieses Ansteigen der Zinsen brachte für die Besitzer von speziellen Hypotheken (Subprime-Hypotheken) große Probleme mit sich, da sie nicht mehr in der Lage waren, die Zinszahlungen auf ihre Kredite zu bedienen und somit zahlungsunfähig wurden. Dies lässt sich an der Quote der „Foreclosures“ (Zwangsvollstreckungen) deutlich ablesen. Auch hier setzte sich ein sich selbst verstärkender Kreislauf in Gang, in welchem höhere Default Rates und höhere Foreclosure Rates zu wiederum stärker fallenden Immobilienpreisen und in der Folge in eine weitere Runde von Defaults und Foreclosures führten.

Die Politik, die Zentralbanken der Welt und speziell die Fed sowie die Bankwirtschaft arbeiteten an Plänen die Krise zu lindern und schneller über sie hinwegzukommen.

Abbildung 7: Konstellation im Jahre 2007



Quelle: Ausarbeitung durch den Verfasser

Genauere Beschreibung 2007

Hier liegt einer der Hauptgründe für die heutige Krise, denn der Immobilien- und Hypotheken-Boom in den USA wurde zu einem großen Teil durch die niedrigen Zinsen ins Rollen gebracht und angetrieben [vgl. 18], und mit dem Wegfall dieser Bedingung, also dem schrittweisen Anheben der Zinsen, verschlechterte sich auch der für die Immobilienmärkte so positive Nährboden weiterer Wertsteigerungen durch die „künstlich“ hochgehaltene Nachfrage.

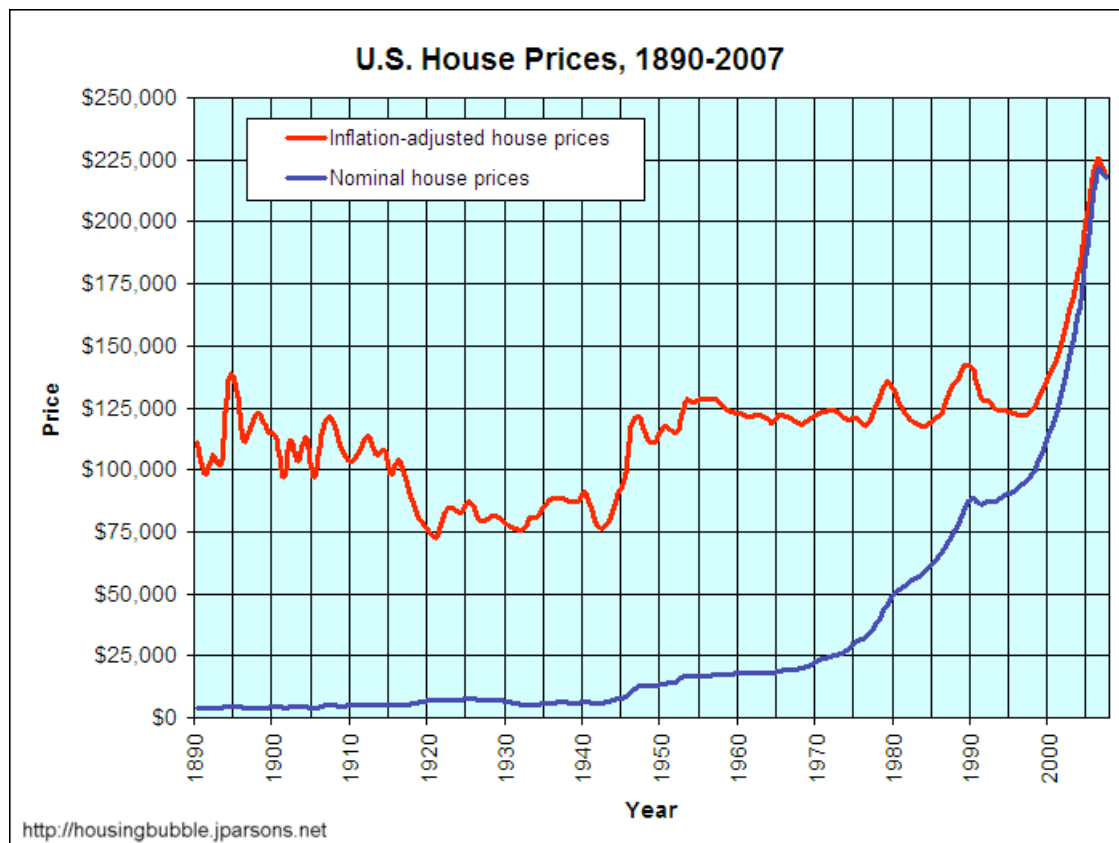
Nach Jahren der niedrigen Zinsen, welche auch mit dem Beginn der Zinsanhebungen ab 2004⁹ noch als niedrig anzusehen waren, und der wachsenden Immobilienmärkte waren die Ausfallraten bei Hypotheken und die Foreclosure-Raten und somit auch das Risiko, welches die Marktteilnehmer (Konsumenten, Banken etc.) sahen, auf historisch niedrigem Niveau.¹⁰

Dieser Kreislauf wird, wie in der BIS-Studie zur Liquidität und zu den Zyklen der Finanzmärkte dargelegt wird, zusätzlich durch die Prozyklität des untersuchten Zusammenhangs angetrieben. In einer Zeit, in welcher Asset Preise (hier Immobilien) steigen, sinkt (!) die Leverage der Investmentbanken, und da diese meist versuchen eine fixe Leverage Ratio einzuhalten, wird, nachdem durch das Steigen der Immobilienpreise die Leverage gedrückt wurde, durch das Aufnehmen von Schulden, welche sogleich zum Erwerb neuer Assets verwendet werden, die Leverage wieder auf die so genannte Target Leverage Rate gebracht. Umgekehrt führt dies bei einem Preisverfall der Assets (Sinken der Immobilienpreise) zu einer Erhöhung der Leverage Rate, was von den Investmentbanken mit einem Verkauf von Assets und nachfolgender Rückzahlung aufgenommener Kredite beantwortet wird. Somit führt das gängige System zu einer starken prozyklischen Verstärkung der vorherrschenden Trends. [Vgl. 19]

⁹ Von Juni 2004 an wurden die Zinsen wieder erhöht: die Federal Funds Rate von 1% auf 5.25% bis Ende Juni 2006, die Discount Rate von 2% auf 6.25% [vgl. 16].

¹⁰ Die historisch niedrigen Ausfallquoten auf Hypotheken und die damit ebenfalls verbundenen niedrigen Foreclosure-Rates sind eine Folge des ständig steigenden Immobilienmarktes, da sich mit dem Preisanstieg der Immobilien weitere Hypotheken aufnehmen lassen. Steigt der Preis einer Immobilie, lässt sich dieses Mehr an Wert in Form einer weiteren Aufnahme einer Hypothek ausnutzen. Diese weitere Hypothek kann beispielsweise dazu verwendet werden, Belastungen aus erhöhten Zinszahlungen zu bezahlen.

Abbildung 8: U.S. House Prices, 1890–2007



Quelle: [21]

Hierzu der oben stehende Chart, welcher die Immobilienpreisentwicklung nach S&P/Case-Shiller¹¹ unter Miteinbeziehung der Inflation und inflationsbereinigt darstellt. Der Chart zeichnet die Entwicklung seit 1890 nach. Sehr deutlich ist der ungewöhnlich starke Anstieg der Immobilienpreise seit 2000 zu erkennen, welcher Anfang 2006 seinen Höhepunkt erreichte.

In dieser Zeit von 2000 bis 2006 erfolgte nicht nur ein starker Boom an den Immobilienmärkten, auch die Menge an vergebenen Hypotheken erhöhte sich ungewöhnlich stark, wie aus vorher angeführten Charts deutlich ablesbar ist.

¹¹ Erklärung zu S&P/Case-Shiller House Price Indices: Die Case-Shiller Indices sind nach ihren Entwicklern, den Ökonomen Karl Case und Robert Shiller benannt und bilden die statistische Preisentwicklung von Einfamilienhäusern in verschiedenen urbanen Regionen der USA ab. Die Aussagekräftigkeit über den gesamten US-Immobilienmarkt ist wegen der Konzentrierung auf die Preisentwicklung von Einfamilienhäusern eingeschränkt, jedoch für die hier vorliegende Analyse der Immobilienkrise der USA geeignet, da ein Großteil der Probleme mit dieser Art von Immobilien zusammenhängt. [Vgl. 22]

Noch vor dem starken Einbruch, welcher im Jahre 2006 erfolgte, merkte Ben Bernanke, damaliger Chairman der Fed an, dass die Fed nur eine Abkühlung des Immobilienmarktes, aber keine starke Entwertung erwarten würde, jedoch auch eine schnellere Abwertung möglich sei, als die Fed erwarte:

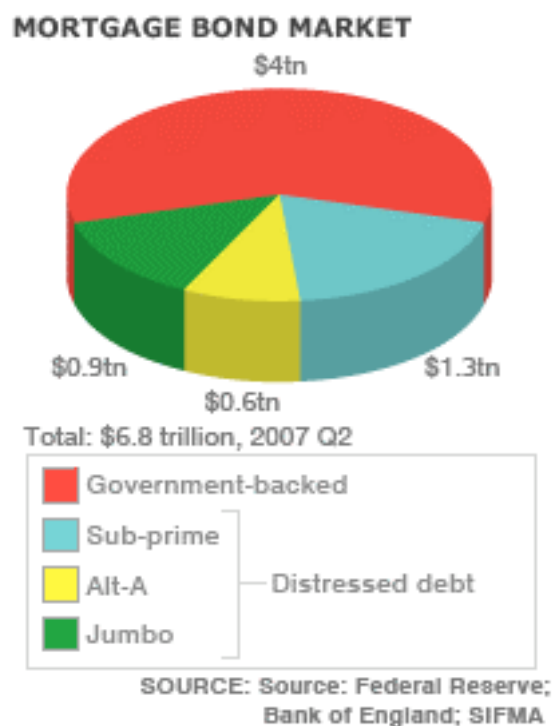
„Some cooling of the housing market is to be expected and would not be inconsistent with continued solid growth of overall economic activity. However, given the substantial gains in house prices and the high levels of home construction activity over the past several years, prices and construction could decelerate more rapidly than currently seems likely.“ [23]

Die seit dem Jahre 2004 stetig erhöhten Zinsen schlugen sich jedoch langsam in den Ausfallquoten der Hypotheken nieder und damit auch auf den Willen der Banken und anderer Institute (Mortgage Issuers), solche Kredite zu vergeben. Hinzu kam, dass ein Großteil der vergebenen Hypotheken an variable Zinszahlungen gekoppelt war. Der Effekt der ab 2004 ansteigenden Zinsen und der damit verbundenen starken Mehrbelastung durch Zinszahlungen der Hypothekennehmer war ein zunächst schwacher Rückgang der Immobilienpreise.

Dieser Rückgang der Immobilienpreise begann sich jedoch zu beschleunigen, und damit verknüpft nahmen auch die Probleme der einzelnen Marktteilnehmer zu, welche mit dem Immobilienmarkt verbunden waren. Allen voran die Bankwirtschaft, welche durch die Securitisation von Hypotheken, speziell Subprime-Hypotheken, eine sehr einträgliche Form des Geschäftes gefunden hatte. Mit Securitisation alleine ließ sich schon ein guter Gewinn erwirtschaften, da für das Know-How, welches dafür nötig war, hohe Gebühren verlangt werden konnten. Auch für die Vergabe von Subprime-Hypotheken konnten weitaus höhere Gebühren in Rechnung gestellt werden als für die Vergabe von normalen Hypotheken. Da sich viele Konsumenten eine Immobilie schlichtweg nicht leisten konnten, [vgl. 75] wurden Anfang des neuen Jahrtausends „neue“ Arten von Hypotheken „erfunden“, die so genannten Subprime Mortgages, welche speziell auf die Bedürfnisse dieser Menschen zugeschnitten waren.

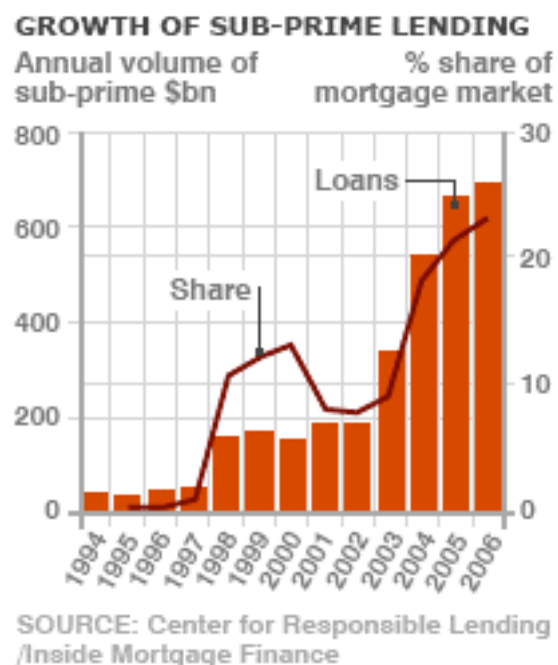
Diese Subprime Mortgages waren beispielsweise ARMs (siehe Fußnote 7, S. 39) oder andersartige Hypotheken, welche in den ersten Jahren einen sehr geringen, danach aber einen stark anziehenden Zinssatz hatten. Die Überlegung hinter dieser Schaffung neuer Arten von Hypotheken war, dass die Menschen, welche solche Hypotheken aufnehmen, in der Zukunft mehr verdienen würden, als sie es zum Zeitpunkt des Abschlusses der Hypothek taten, und dass sie damit in der Zukunft auch die Mehrbelastungen aus den sich ändernden Bedingungen der Hypotheken begleichen könnten. Im Rückblick hat sich diese Annahme der positiven Entwicklung der finanziellen Verhältnisse der Hypothekennehmer nicht bewahrheitet. In Abbildung 9 lässt sich das Wachstum des Subprime-Hypothekenmarktes ablesen. Von einem Niveau von circa 8% Anteil am Gesamtmarkt für Hypotheken 2001 hat sich der Anteil in fünf Jahren auf beinahe 25% erhöht, also mehr als verdreifacht. In Abbildung 10 ist der Gesamtmarkt für Hypotheken im 2. Quartal 2007 dargestellt, woraus ersichtlich wird, dass Subprime-Hypotheken beinahe 20% des Gesamtmarktes ausmachten.

Abbildung 9: Mortgage Bond Market



Quelle: [20]

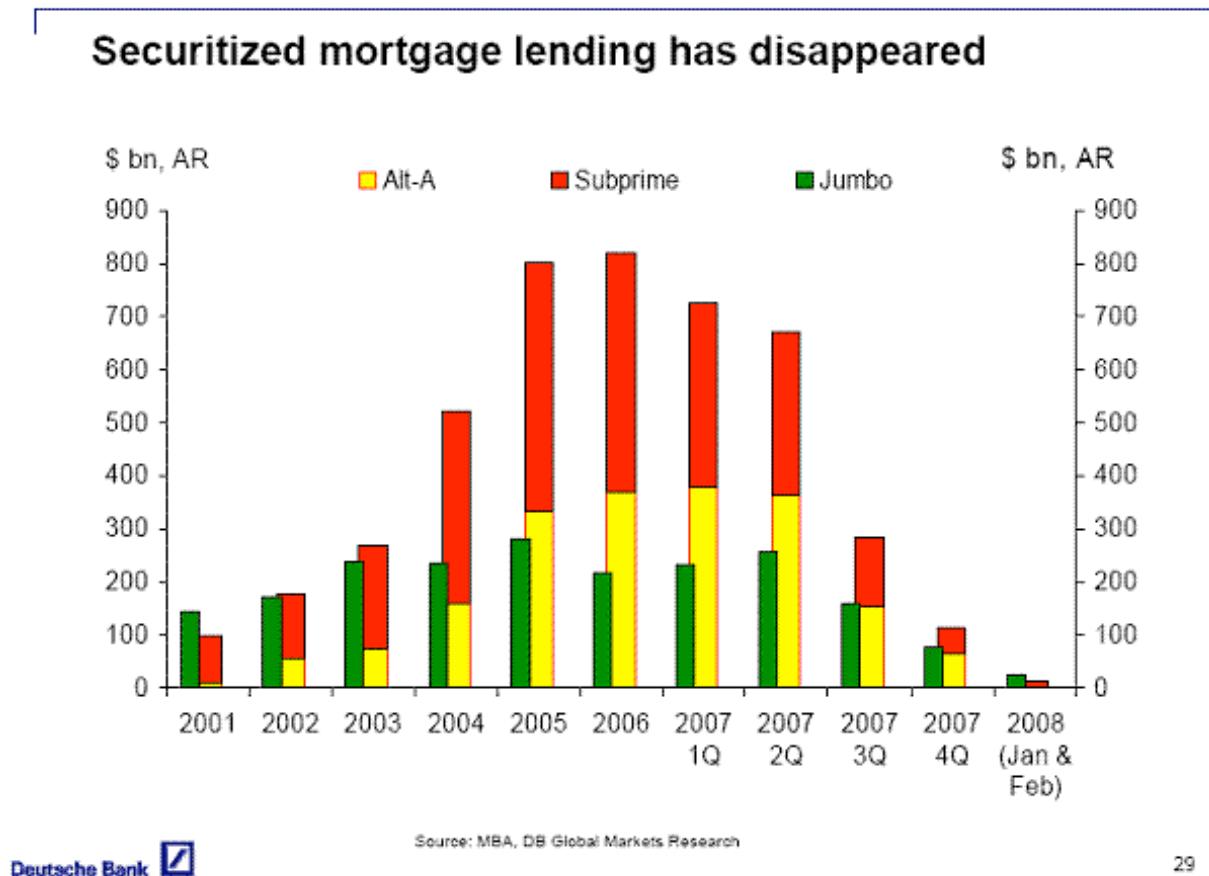
Abbildung 10: Growth of Subprime Lending



Quelle: [20]

Bis zum Ende des Jahres 2008 brach der Markt für die Securitisation von Subprime Mortgages, welcher zu Anfang des Jahrtausends zu boomen begonnen hatte, deshalb beinahe zusammen, wie sich der Abbildung 11 entnehmen lässt.

Abbildung 11: Securitized Mortgage Lending has disappeared

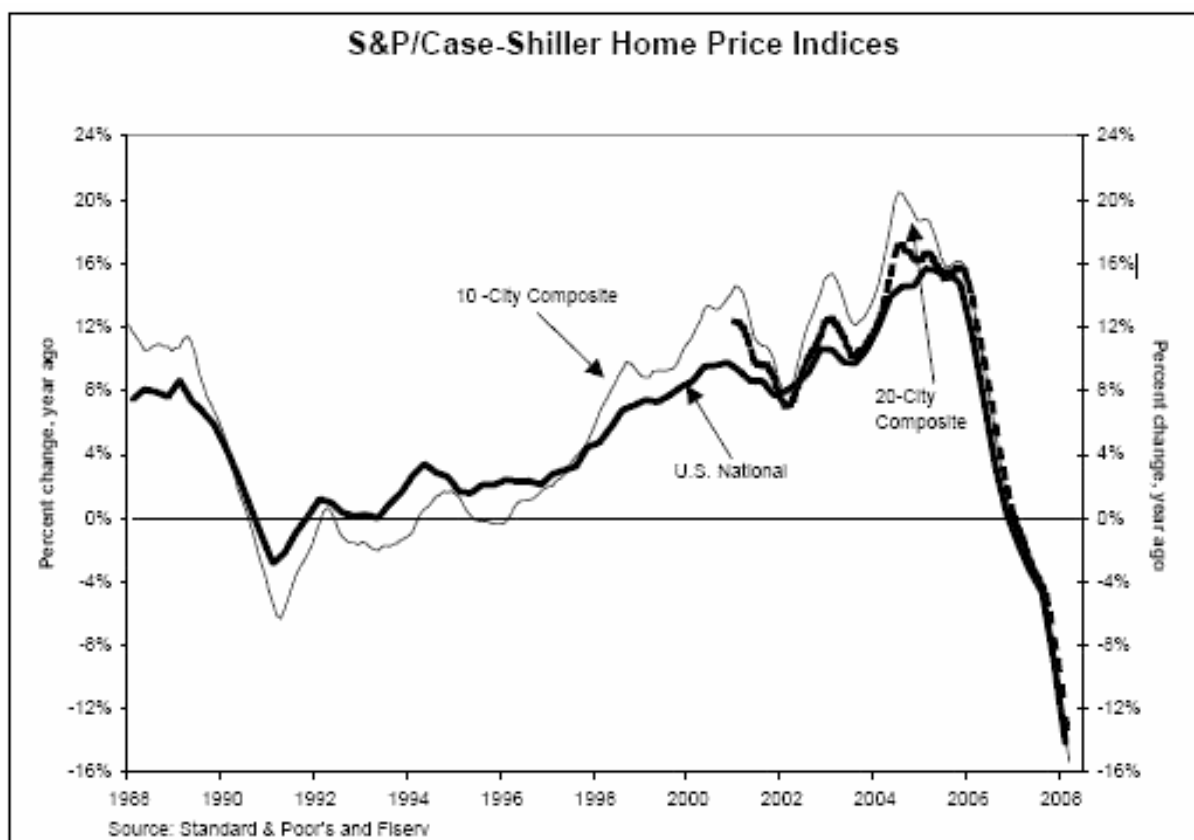


Quelle: [24]

Damit kamen im Rückblick mehrere negative Faktoren für die Besitzer von Hypotheken zusammen. Die historisch niedrigen Default Rates auf Kredite und Hypotheken und „überschüssiges Geld“¹² veranlassten die Banken und andere Institute bei Krediten und Hypotheken die Kriterien für eine Vergabe zu lockern, was viele Menschen dazu brachte Hypotheken aufzunehmen, welche sie nicht hätten aufnehmen dürfen, oder anders ausgedrückt, die sie unter anderen, weniger positiven Bedingungen nicht hätten aufnehmen können.

Die stetig steigenden Immobilienpreise zögerten die Bereinigung, welche durch die Vergabe an eigentlich nicht kreditwürdige Menschen nötig gewesen wäre, weiter hinaus.

Abbildung 12: S&P/Case-Shiller Home Price Indices

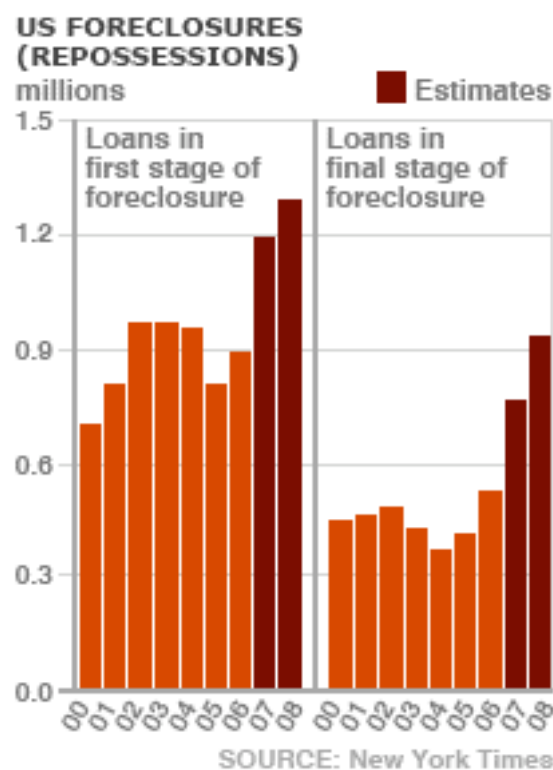


Quelle: [25]

¹² Mit „überschüssigem Geld“ ist hier Geld gemeint, welches durch die niedrigen Zinsen nicht gewinnbringend genug angelegt werden kann. In diesem Fall waren Subprime Hypotheken eine Möglichkeit zur gewinnbringenden Anlage. [Vgl. 19]

Aus dem obigen Chart, welcher nach der Methode Case-Shiller berechnet wurde, lässt sich erkennen, dass es ab dem Jahre 2006 mit den durchschnittlichen Immobilienpreisen in den USA rapide abwärts ging, und in der Folge alle zuvor beschriebenen Probleme in Ausmaß und Schärfe stark zunahm. Die Jahre geringen Risikos (geringe Default und Foreclosure Rates) kamen mit dem Immobilienpreiszerfall zu einem abrupten Ende. Das Risikobewusstsein der Bankwirtschaft stieg sprunghaft an, und damit nahm die Risikobereitschaft, Hypotheken und Kredite an Subprime-Kreditnehmer zu vergeben, stark ab. In der Folge kam es zu großen Verwerfungen auf den Kapitalmärkten, und die Fed begann wiederum einen Zinssenkungszyklus, um die Wirtschaft nicht in eine schwere Rezession stürzen zu lassen.

Abbildung 13: US-Foreclosures (Repossessions)



Quelle: [20]

In Abbildung 13 werden die jährlichen Foreclosures in den USA dargestellt, und wie man erkennen kann, haben sich diese im Vergleich zum Jahr 2000 beinahe verdoppelt, im Vergleich zu den Jahren 2003 und 2004 um 20–30% erhöht.

Mehrere Faktoren hatten nun begonnen sich gegenseitig zu verstärken, wie es auch im Boom der Fall gewesen war. Die Erosion der Immobilienpreise führte dazu, dass die Konsumenten eine grundlegende Möglichkeit verloren hatten, die ständig steigenden Belastungen an Zinszahlungen aus ihren Hypotheken zu bedienen. Dadurch stiegen die Default und Foreclosure Rates sehr stark an, und die Nachfrage nach Hypotheken, aber auch die Möglichkeiten und der Wille der Banken und der anderen Institute diese zu vergeben, nahmen stark ab. Durch das Ansteigen der Defaults und Foreclosures stieg das Angebot an Immobilien am Markt zusätzlich, da ja die Häuser, welche der Konsument nicht mehr abzahlen konnte, wieder auf den Markt kamen, um die Schulden des Konsumenten aus der nicht beglichenen Hypothek zu bedienen, was wiederum den Rückgang der Immobilienpreise beschleunigte.

Neben dem Konsumenten wurde aber auch die Bankwirtschaft durch die Probleme, welche der Preisverfall bei den Immobilien mit sich brachte, in einem Ausmaß getroffen, welches schwer vorstellbar ist. Die Schätzungen über das Ausmaß der Verluste, welche durch die Subprimekrise auf die globale Bankenwelt zukommen werden, gehen weit auseinander und haben sich mit dem Fortschreiten der Krise laufend erhöht. Noch im Juli des Jahres 2007, dem Beginn der Immobilienkrise meinte Ben Bernanke, dass sich die Verluste zwischen 50 und 100 Milliarden US-Dollar belaufen würden. Im November 2007 lauteten die Schätzungen für die Verluste auf beispielsweise 300 Milliarden US-Dollar [vgl. 26] oder 400 Milliarden US-Dollar [vgl. 27]. Im März 2008 bezifferte die Prognose des International Monetary Fund (IMF) die aus der Immobilienkrise zu erwartenden Verluste mit einer Billion (1.000 Milliarden) US-Dollar. [Vgl. 28] Die Organisation für Economic Co-operation and Development (OECD) erhöhte ihre Prognose ebenfalls, jedoch nicht ganz so stark, auf 422 Milliarden US-Dollar, wobei sie anmerkte, dass die Berechnung der zu erwartenden Verluste sehr schwierig sei, von sehr vielen Faktoren abhängen würde und deshalb mit einer großen Anzahl an Unabwägbarkeiten behaftet sei. [Vgl. 26]

Diese großen Summen an Verlusten kommen dadurch zustande, dass die Hypotheken und die daraus konstruierten strukturierten Produkte, durch den Preisverfall bei Immobilien, immer weniger wert werden.

Der Wert einer Hypothek und auch der daraus strukturierten Produkte berechnet sich aus der Wahrscheinlichkeit, die der Markt für eine Rückzahlung des vergebenen Kredits annimmt. Nehmen die Immobilienpreise aber weiter ab, und dadurch die Default und Foreclosure Rates weiter zu, so sinkt die Wahrscheinlichkeit einer vollen Rückzahlung der Hypotheken, und die Wahrscheinlichkeit, dass ein Teil nicht zurückbezahlt werden kann, steigt. Bei jedem Anstieg der Ausfallraten oder Zwangsvollstreckungen, aber auch bei jedem kleinen weiteren Preisverfall des Immobilienmarktes, ist die Bankwirtschaft dazu gezwungen, weitere Abschreibungen auf die Bilanzwerte der an Immobilien gekoppelten Papiere vorzunehmen, was dazu führt, dass die Verluste immer weiter zunehmen. Diesen Umstand hatte die Deutsche Bank mit Unabwägbarkeiten bezeichnet, da niemand weiß, wie lange der Preisverfall am Markt für Immobilien anhalten wird, und deshalb auch niemand mit Gewissheit voraussagen vermag, wie viele Verluste noch auf die Bankwirtschaft zukommen werden.

Was die ganze Situation für die Bankwirtschaft weiter verschärft, aber die Krise in ihrem heutigen Ausmaß zu einem guten Teil auch erst ermöglicht hat, ist die Tatsache, dass die Banken die Hochrisikopapiere aus Hypotheken-Bündelungen (MBS) oder andere Kreditformen als Hypotheken gedeckte Papiere (z.B. ABS) nicht auf ihren eigenen Bilanzen aufscheinen lassen, sondern sie stattdessen in SPVs (beispielsweise SIVs) oder Zweckgesellschaften¹³ außerhalb der Bilanz „untergebracht“ haben.

Dieses wundersame Verschwinden des „Toxic Waste“, wie die Banken diese Art von Papieren selbst bezeichnen, funktionierte jedoch nur solange, wie der Immobilienmarkt positive Wertzuwächse verzeichnete. Denn da diese SIVs, obwohl sie nicht mehr in der Bankbilanz aufschienen, immer noch zur Bank gehörten und auch von der Bank über Kredite finanziert wurden, kam es im Falle einer Krise zur Katastrophe. Die Bank musste entweder dem SIV mehr Geld leihen, damit dieses nicht bankrott ging, oder die Aktiva des SIV mussten in die Bilanz der Bank übernommen werden.

¹³ Eine Zweckgesellschaft ist eine Gesellschaft, welche mit Leverage Papiere von der Bank kauft, damit diese kein zu risikoreiches Portfolio hat. [Vgl. 6]

Jedoch nicht nur die SIVs haben diese ABS und andere strukturierte Produkte erworben, sondern auch andere Banken und Hedge Funds. Die größten Kreditgeber der Hedge Funds sind wiederum die Banken, und somit schließt sich der Kreis erneut.

Außerdem wurde im Jahr 2007 sowohl von der Politik in den USA als auch von den Zentralbanken und der Bankwirtschaft eine Reihe von Anstrengungen unternommen um der Krise entgegenzuwirken – unter anderem konzentrierte Aktionen verschiedenster Zentralbanken auf der ganzen Welt und starke Zinssenkungen der Fed. Von Seiten der US-Politik wurden Steuererleichterungen, Hilfe für in Probleme geratene Hypothekenbesitzer und Gesetzesänderungen sowie Konjunkturpakete (Stimulus Packages) versprochen und teilweise schon verwirklicht.

Die Bankwirtschaft versucht einen Auffangfonds für problematische Hypothekenscheine ins Leben zu rufen, um Notverkäufe zu verhindern und die Stabilität im Markt für diese Papiere zu vergrößern. Die angesprochenen Maßnahmen werden im vierten Abschnitt dieser Arbeit näher besprochen, und ihre theoretische und ideologische Richtung einer genaueren Untersuchung unterzogen.

3.4) Konstellation im Jahre 2008 – Verschärfung der Immobilienkrise

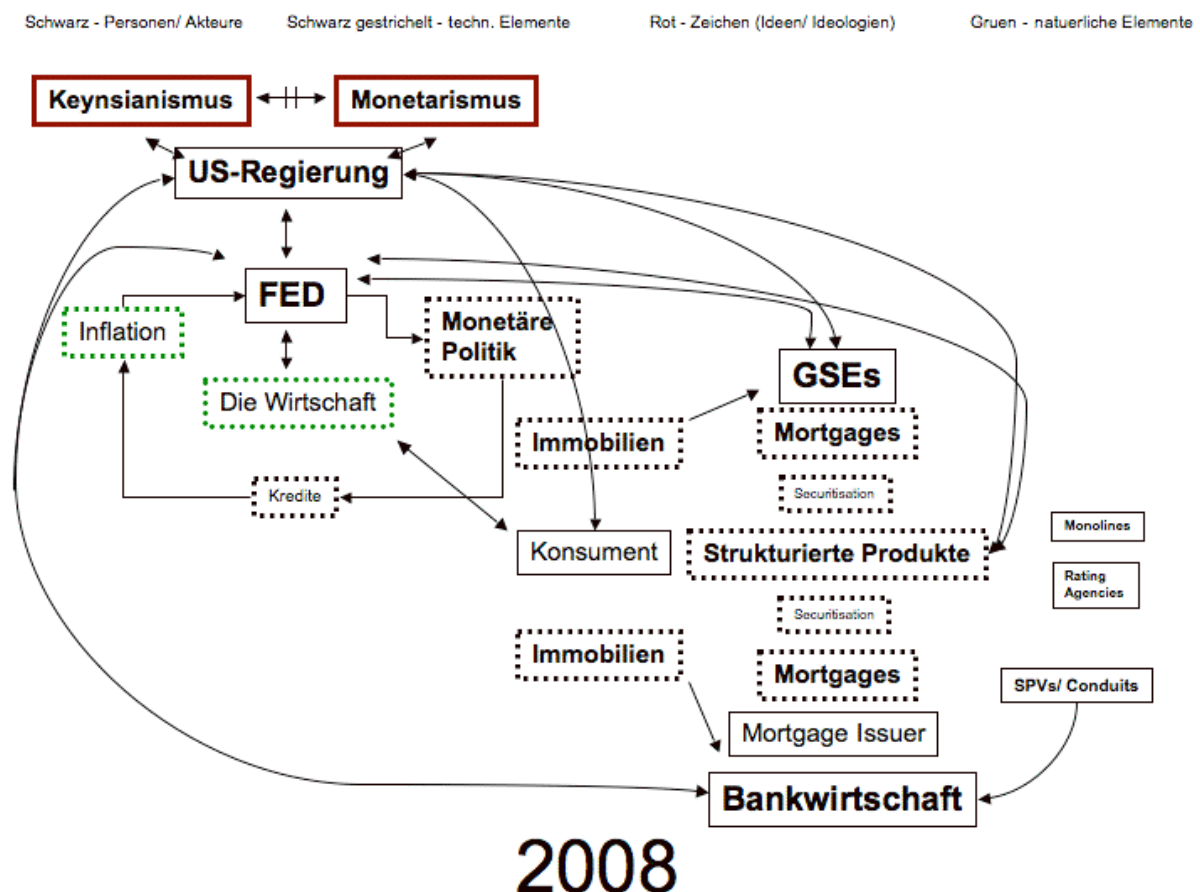
Kurzzusammenfassung 2008

In einer weiteren Momentaufnahme wird die Situation, wie sie sich im September/Oktober 2008 dargestellt hat, veranschaulicht. Durch die turbulenten Vorgänge in der Bankwirtschaft – den Verkauf von Bear Stearns im März, welcher durch die Fed gestützt wurde, und die weiterhin fallenden Immobilienpreise – ist der Markt für Hypotheken stark zurückgegangen, was sich ausgesprochen negativ auf den Konsumenten, die Bankwirtschaft und damit auch auf den gesamten Wirtschaftskreislauf auswirkt. Der Vertrauensverlust in die GSEs, Fannie Mae und Freddie Mac, nach skeptischen Analystenkommentaren zu deren Kapitalausstattung, hat dem schwierigen Umfeld einen weiteren Schlag versetzt.

Die Regierung und die Fed sind um Schadensbegrenzung bemüht, und es wurden verschiedene Lösungsansätze, wie die teilweise Übernahme der beiden GSEs durch das Treasury oder die Fed sowie eine Erhöhung ihrer Kreditlinien und ein Zugang zur, nach dem Bear Stearns Bail-out geschaffenen, TSLF, diskutiert.

Im September 2008 verschärfte sich die Lage um die GSEs dramatisch, und das US-Treasury und die Fed sahen sich genötigt einzugreifen, was mit einer Staatsgarantie für die Schulden der beiden betroffenen Institute endete. Eine Woche später ging die bis dahin viertgrößte US-Investmentbank, Lehman Brothers, bankrott, und in der Folge musste die Fed den weltgrößten Versicherungskonzern, die American Insurance Group (AIG) mit einem Notkredit ebenfalls vor dem Bankrott bewahren.

Abbildung 14: Konstellation im Jahre 2008



Quelle: Ausarbeitung durch den Verfasser

Genauere Beschreibung 2008

Mit dem Fortschreiten des Preiszerfalls der Immobilien und dem rasanten Ansteigen der Default Rates nahmen auch die Abschreibungen weiter zu, und nachdem mit der IKB Deutsche Industriebank, der britischen Northern Rock und der amerikanischen Countrywide Financial und IndyMac bereits einige große Institute durch Wertberichtigungen auf ihre Bilanzen und Verluste im Laufe des Jahres 2007 und 2008 in den Bankrott getrieben worden waren, ging mit der Pleite von Bear Stearns im März 2008 die erste große US-Investmentbank unter. Die Fed sprang ein und garantierte Bear Stearns einen „30 Milliarden US-Dollar“-Kredit, wodurch sich eine große Commercial Bank, JP Morgan, bewegen ließ Bear Stearns zu übernehmen. Gemäß den Regeln der Fed ist es eigentlich nicht möglich, dass sie einer Investmentbank Liquidität zur Verfügung stellt, da diese nur den von ihnen regulierten Commercial Banks zusteht, welche sich dafür Aufsicht und Regulation unterwerfen müssen.

Nach mehreren konzertierten Aktionen der weltweit wichtigsten Zentralbanken im Jahre 2007 führten die Fed, die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of England (BoE), die Bank of Canada (BoC) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) im März 2008, kurz vor dem Beinahezusammenbruch von Bear Stearns, den globalen Geldmärkten gemeinsam mehr als 200 Milliarden US-Dollar zu, um Ängste hinsichtlich Liquiditätsengpässen zu beheben. Die Banken, zu deren Beruhigung die Liquiditätsspritze der Zentralbanken gedacht war, haben eigentlich nicht zu wenig davon (Liquidität), sondern scheuen davor zurück den anderen Banken überschüssiges Geld via Repo-Geschäften¹⁴ zu leihen, da durch die Probleme, welche die Subprimekrise geschaffen hat, nur noch wenige Banken bereit sind, das Risiko einzugehen und einer anderen Bank Geld zu leihen. [Vgl. 29]

¹⁴ Repo-/ Overnight-Geschäfte: Repurchase Agreements (Repos) sind Geschäfte, bei welchen die Besitzer von Government Securities (beispielsweise T-Bills) ihre Papiere normalerweise für eine Nacht an Investoren verkaufen und am nächsten Tag mit einem geringen Aufschlag zurückkaufen. Diese Geschäfte dienen auf der einen Seite der Anlage von überschüssiger Liquidität (wenn man das Papier kauft, was auch Reverse Repurchase Agreement genannt wird), auf der anderen Seite zur Erlangung von benötigter Liquidität (wenn man das Papier verkauft, was Repurchase Agreement genannt wird). [Vgl. 32]

Durch die Abhängigkeit der SPVs, aber auch der Bankwirtschaft, von kurzfristigen Krediten, welche meist über den Commercial Paper Market (ABS) erhalten und vergeben wurden, drohte ihnen der Bankrott, da ihre kurzfristigen Finanzierungsmöglichkeiten versiegt waren. Der Bankrott dieser SPVs und in der Folge auch der mit ihnen verbundenen Banken hätte weitere Notverkäufe (Fire-Sales) nach sich gezogen. Ihre strukturierten Produkte hätten verkauft werden müssen, was wiederum deren Preis gedrückt und im Verlauf zu weiteren Bankrotten geführt hätte. Um diesen Dominoeffekt zu verhindern, schritten die Zentralbanken zum wiederholten Male ein. [Vgl. 30] Im Hinblick auf unkontrollierbare Notverkäufe von strukturierten Produkten, zu denen es gekommen wäre – mit unabsehbaren Folgen für das Finanzsystem – lässt sich besser verstehen, wieso die Fed es als notwendig erachtet hatte, Bear Stearns zu „retten“.

Zusätzlich zu dieser Maßnahme verkündete die Fed die Erweiterung ihres Securities Lending (Ausleihung von Wertpapieren gegen ein Collateral/ eine Sicherheit). Das neue Programm mit dem Namen „Term Securities Lending Facility“ (TSLF) stellt erstmals allen großen Banken (Primary Dealers), also neben den Commercial Banks auch den Investment Banks, die Möglichkeit zur Verfügung bis zu 200 Milliarden US-Dollar in Treasury Securities gegen die Bereitstellung einer Sicherheit für einen Zeitraum von 28 Tagen zu leihen. Die Härte der Kriterien für das Collateral wurde deutlich reduziert, und es werden unter anderem, auch neu, die oberen Tranchen von MBS angenommen. TSLF ist zum 28. März 2008 gestartet. [Vgl. 31]

Die Verkündung der TSLF kam für Bear Stearns jedoch zu spät, und nach einer Woche voller Gerüchte, dass die Bank in einen starken Liquiditätsnotstand geraten sei, war Bear Stearns am Morgen des 14. März 2008 zahlungsunfähig. Der Verlust des Vertrauens derjenigen, welche von der Bank täglich mit kurzfristigen Krediten versorgt worden waren, brach binnen 24 Stunden zusammen, und JP Morgan, eine große US-Bank, übernahm Bear Stearns und stellte – gedeckt von der Fed – die notwendigen Mittel zur Verfügung. Diese Aktion stellte in den USA den ersten Bail-out (Rettung) einer Investmentbank durch die Zentralbank dar, und markierte einen Wendepunkt in der Politik der Fed. Zuvor war es nur Commercial Banks in den USA beschieden gewesen von der Fed als Lender of Last Resort gerettet zu werden.

Die Folgen eines Bankrotts von Bear Stearns wurden aber als zu groß erachtet, als dass man dies hätte geschehen lassen können. Dieser Bail-out von Bear Stearns ließ Diskussionen über Moral Hazard (sittliche Gefährdung) und die Regulation der Bankwirtschaft, insbesondere jene der Investmentbanken, aufkommen. [Vgl. 33]

In der Folge der Rettung von Bear Sterns hat die Fed auch die Diskontrate auf 3.25% gesenkt, was bedeutet, dass dieser Zinssatz niedriger als die Inflationsrate angesetzt ist, und damit die vorherrschenden ökonomischen Gesetze verletzt werden. Eine Situation, die das Potential hat, die Krise weiter zu verschärfen. Hayek beispielsweise nannte die Zinsrate ein wichtiges Preissignal, an welchem sich die Marktteilnehmer orientieren, um abzuwägen, ob eine wirtschaftliche Handlung Sinn macht oder nicht. Sind die Zinsen niedrig, wird so die Wirtschaft stimuliert, da die Kosten für Kredite niedrig sind. [Vgl. 34] Notiert der Zinssatz dazu noch unter der Inflation, dann ist beispielsweise die Bankwirtschaft gezwungen eine Möglichkeit zu finden, um diesen „Verlust“ anderweitig abzudecken. Und zusätzliche Rendite bestimmt sich aus einem höheren Risiko. Nicht nur die Bankwirtschaft muss für ihr Geld einen Ort finden, an dem die Diskrepanz zwischen Inflation und Zinsrate verdient werden kann, auch der Konsument verliert Geld, wenn er es zum von der Zentralbank festgesetzten Zinssatz anlegt. Aus diesem Grund ist leicht verständlich, wieso eine Senkung des Zinssatzes unter die Inflationsrate schädlich und marktverzerrend ist.

Seit der Rettung Bear Stearns durch die Fed haben andere US-Großbanken weitere Milliarden Abschreibungen auf ihre Bestände an strukturierten Produkten und damit auf ihre Bilanzen veröffentlicht, und eine Vielzahl von Gerüchten über Liquiditätsprobleme bei verschiedensten Banken hat die Runde gemacht. Durch das Öffnen der neuen TSLF haben die US-Banken aber die Möglichkeit einen Teil der problematischen strukturierten Produkte – jene, die an Hypotheken gekoppelt sind (MBS) – bei der Fed als Collateral zu hinterlegen und dafür Treasury Securities auszuleihen. Damit ist die Gefahr von Liquiditätsengpässen stark verringert worden, und die vorläufige Stabilität des Finanzsystems gesichert. Das Vertrauen in die Bankwirtschaft hat aber einen starken Einbruch erfahren, und die Bereitschaft der Banken untereinander Geld zu verleihen, ist weiterhin sehr gering. [Vgl. 30]

Der Bail-out von Bear Stearns bringt einige Fragen und Probleme mit sich, wie beispielsweise die Tatsache, dass auch die Fed nicht über unerschöpfliche Mittel verfügt, gesetzt den Fall, dass die Geldmenge nicht enorm ausgeweitet wird, was wiederum die Inflation stark antreiben und die US-Währung schwächen würde. Ein weiteres Problem ist dasjenige des Moral Hazards, nämlich dass die Banken – jetzt da klar ist, dass die Fed eine große Bank nicht in den Bankrott gehen lassen wird – Risiken nicht realistisch bewerten oder sogar noch dazu angespornt werden, mehr Risiko auf sich zu nehmen. Muss die Tatsache, dass die Fed jetzt als Lender of Last Resort auch Investmentbanken zur Verfügung steht, nicht auch mit der Möglichkeit einhergehen, die Investmentbanken einer strikteren Regulierung zu unterwerfen? Diese Arbeit wird sich in ihrem vierten Abschnitt mit den politischen Folgen und Auswirkungen dieses Bail-outs beschäftigen.

Im Juli 2008 löste ein kritischer Research-Bericht der Investmentbank Lehman Brothers einen Preisverfall bei den Aktien von Fannie Mae und Freddie Mac, den zwei größten halbstaatlichen US-Hypothekenbanken, aus. United States Treasury Secretary Henry Paulson und Fed Chairman Ben Bernanke waren zu schnellem Handeln gezwungen und arbeiteten Rettungspläne aus. Als Endergebnis wurde die direkte oder indirekte (über massiven Kauf von Anteilen der beiden Hypothekenbanken durch das Treasury oder die Fed) Verstaatlichung von Fannie Mae und Freddie Mac erwartet, wozu es nach einer Verschärfung der Probleme im September 2008 und einem massiven Kurszerfall der Aktien der beiden GSEs Anfang September auch kam. Für die ausstehenden Schulden der zwei Institute wurde eine Staatsgarantie ausgesprochen, die Aktionäre hingegen gingen leer aus. [Vgl. 35]

Nur eine Woche nach der faktischen Verstaatlichung der GSEs schlitterte mit Lehman Brothers die viertgrößte US-Investmentbank in die Pleite. Dieser Bankrott führte dazu, dass der weltgrößte Versicherungskonzern AIG, welcher durch Verluste aus der „Lehman Brothers“-Pleite stark getroffen war, durch Rating Downgrades und in der Folge geforderte Collateral-Zahlungen nicht bedienen konnte. Die Fed musste, um die Stabilität der Kapitalmärkte zu gewährleisten, einspringen und AIG mit einem Notfallkredit von zunächst 85 Mrd. USD stützen.

Anfang Oktober 2008 benötigte AIG einen zusätzlichen Kredit von 38 Mrd. USD. (Vgl. The Economist (20th September 2008): p. 78)¹⁵

Seit der Pleite von Lehman Brothers sind die Kapitalmärkte in einer Art „Dauerschockzustand“, und die Volatilitäten der Kursausschläge haben ein noch nie da gewesenes Niveau erreicht. Die Maßnahmen und Rettungspläne der Regierungen und Zentralbanken auf der ganzen Welt überschlagen sich und Paradigmen, welche für Jahrzehnte Gültigkeit besessen hatten, werden über Nacht obsolet. Die globale Finanzwirtschaft und mit ihr natürlich auch die Realwirtschaft werden in den kommenden Jahren gewaltige Veränderungen erleben, und nach einer Phase des „Mehr an Regulation“ wird sich entscheiden, welcher Weg zukünftig eingeschlagen wird.

Was im September und Oktober 2008 sehr deutlich wurde, ist die Abhängigkeit unseres gegenwärtigen Finanzsystems und damit des gesamten Wirtschaftssystems vom Vertrauen der Menschen. Die Interbankenmärkte, an welchen der Zinssatz ermittelt wird, zu dem die Banken sich untereinander Geld leihen, sind bereits seit Sommer 2007 sehr angespannt, und die Diskrepanz zu den Zielzinssätzen (Target Rates) der Zentralbanken (sowohl derjenigen der Fed als auch jener der BoE und der EZB) ist eine untypisch hohe. Dies bedeutet nichts Anderes, als dass die Banken sich untereinander nicht mehr vertrauen, und sie Angst haben, dass sie, wenn sie einer anderen Bank Geld leihen, es nicht mehr zurückbekommen. Vertrauen die Konsumenten dann den Banken nicht mehr und heben ihr Geld von den Banken ab, dann kann es aufgrund der Konstruktion des Reservebanken-Systems (bei welchem nur ein Bruchteil der bei der Bank eingelegten Gelder in liquider Form gehalten werden muss) dazu kommen, dass eine Bank durch diesen Ansturm in den Ruin getrieben wird, und nicht genügend Liquidität hat um alle Behebungswünsche ihrer Kunden zu bedienen. Sämtliche Maßnahmen, welche die Regierung der USA und die Fed, aber auch andere Staaten der Welt, getroffen haben, dienen schlussendlich dazu, dieses Vertrauen, welches durch die Ereignisse der Subprimekrise stark erschüttert wurde, wieder herzustellen.

¹⁵ In der Literaturliste sind Magazine chronologisch nach dem Erscheinungsdatum geordnet und nicht alphabetisch nach Autor, da so die Entwicklung der Krise leichter nachzuvollziehen ist.

4) *Vierter Abschnitt: Ansätze zur Lösung der Krise*

4.1) Folgen der US-Immobilienkrise für die US-Politik

Die US-Immobilienkrise hat eine Vielzahl von Prozessen in Gang gesetzt, welche sich entweder schon zuvor gezeigt haben, oder noch im Entstehen begriffen sind. Die Prozesse lassen sich in verschiedene Gebiete einteilen, beispielsweise in wirtschaftliche und politische, wobei sie sich natürlich gegenseitig beeinflussen. Sowohl die politischen Entscheidungen über die Richtung der Wirtschaftspolitik als auch die Entscheidungen der Fed über die monetäre Politik bestimmen die wirtschaftliche Entwicklung. Die Richtung der Politik und die angewandte monetäre Politik wiederum sind eine Reaktion auf die Lage der Wirtschaft. Wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen stehen zueinander in einer starken wechselseitigen Beziehung, und es ist schwierig festzustellen, welche bestimmend sind, ob eine durchgeführte Aktion nur eine Reaktion auf einen Impuls aus dem jeweiligen Bereich war, oder ob die bestimmte getätigte Aktion der Anstoß für den Ablauf der Dinge war.

In dieser Arbeit wird davon ausgegangen, dass die Politik mit ihrem Agenda Setting die Rahmenbedingungen für die Wirtschaft in den letzten Dekaden stärker bestimmt hat als umgekehrt, und somit die Impulse, welche die Wirtschaft geliefert hat, oder die Notwendigkeiten, welche diese Impulse geschaffen haben, zu einem guten Teil auf die vorangegangenen Aktionen der Politik zurückzuführen sind.

Dieser Überlegung folgend, hat der Zinssenkungszyklus der Fed, welcher in der US-Rezession 2000/2001 begonnen und im Jahre 2001 seinen Tiefpunkt erreicht hat, erst die Rahmenbedingungen für die Entstehung der Subprimekrise geschaffen.

Es könnte auch argumentiert werden, dass das Platzen der New-Economy-Blase die Fed gezwungen hat die Zinsen zu senken, um die Stabilität des Finanzsystems der USA sicherzustellen, jedoch führt uns dies zur grundsätzlichen Frage, ob die Zentralbank der USA dazu gebraucht werden sollte mit ihrer monetären Politik nicht-systembedrohende Rezessionen zu verhindern bzw. kurzfristig zu lindern oder ob sie sich mehr um die Sicherstellung von Preisstabilität und langfristiger wirtschaftlicher Stabilität bemühen sollte. Es läuft dies auf ein Abwägen zwischen den zwei unvereinbaren Extremen der kapitalistischen Theorien hinaus – dem Keynesianismus und dem Monetarismus. [Vgl. 75]

Über die Jahrzehnte, seit dem Aufkommen beider Theorien, wurde natürlich eine Vielzahl an Mischformen der beiden angedacht und versucht. In der heutigen Zeit agieren die westlichen Staaten zum großen Teil in Anlehnung an die keynesianische Theorie, was bedeutet, dass sie im Falle einer Rezession der Wirtschaft Steuererleichterungen gewähren und die staatlichen Ausgaben erhöhen, also Deficit Spending betreiben und die Zinsen senken, um den Konsum und die Nachfrage anzukurbeln und dem Staat die Möglichkeit zu geben, billig Kredite aufzunehmen. Kehrt die gebeutelte Wirtschaft dann zum Wachstum zurück, erhöht der Staat die Steuern wieder, baut in der Krise zugeteilte Unterstützung wieder ab und kehrt zu einer restriktiven Geldpolitik zurück. Soweit die Theorie, welche – würde sie in der Praxis auch so funktionieren – wunderbar wäre. In der Realität verhindern aber politische oder gesellschaftliche Konstellationen oftmals das notwendige schnelle Reagieren, welches für antizyklisches Handeln unabdingbar ist. Die Intervention durch den Staat birgt außerdem große Gefahren für die Freiheit der Menschen, wie Friedrich von Hayek in seinem Werk „Weg in die Knechtschaft“ ausführlich dargestellt hat. (siehe Abschnitt 1.1) Zum Keynesianismus, S. 9 ff.)

Dieser Abschnitt der Diplomarbeit befasst sich mit den Aktionen, welche die US-Regierung und die US-amerikanische Zentralbank Fed unternommen haben und planen, um der Krise Herr zu werden, und stellt die These auf, dass diese Aktionen dazu führen werden, dass der Staat, nach einer Phase des Abbaus an staatlicher Intervention, durch die Geschehnisse der Krise wieder an Einfluss zunehmen wird (müssen).

4.2) Reaktionen und Aktionen des US-Treasury

Mit dem Fortschreiten der Subprimekrise wurde auch die US-Regierung auf den Plan gerufen und präsentierte bis Juni 2008 mehrere Vorschläge zum Überwinden bzw. Lindern der Krise. In diesem vierten Abschnitt der Arbeit werden die Vorschläge vorgestellt, analysiert und wenn möglich auf deren Wirksamkeit untersucht. Wenn möglich deshalb, weil die Auswirkungen der verschiedenen Pläne mitunter noch nicht sichtbar sind, da die Pläne bis jetzt nur Überlegungen und noch weit von einer Umsetzung entfernt sind.

Der Hope Now Plan ist beispielsweise schon in die Tat umgesetzt und auch ein Stimulus Package wurde im Mai 2008 an die Bürger (Konsumenten) verteilt. Hingegen werden die Probleme um die beiden halbstaatlichen Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac sowohl vom Finanzministerium als auch von der Fed behandelt, und ein langfristiges „Ergebnis“ dieses Rettungsweges lässt sich noch nicht ausmachen. Auch die Umsetzung des Plans zum Aufkauf von an Hypotheken gekoppelten Papieren im Umfang bis zu 700 Mrd. USD (Troubled Asset Relief Program – TARP), welcher vom US-Treasury nach der Pleite von Lehman Brothers und dem Bail-out AIGs durch die Fed im Oktober 2008 im zweiten Anlauf vom US-Kongress angenommen wurde, ist gerade erst angelaufen.

Daneben gibt es aber auch Pläne für eine Ausweitung der Regulation der Finanzwirtschaft und der Autorität der Fed und gleichzeitig für eine Konsolidierung der stark fragmentierten US-amerikanischen Regulierungs- und Supervisionsbehörden, welche nach der, durch den Staat (Fed) gestützten, Rettung der Investmentbank Bear Stearns und der Versicherung AIG nötig wurden. Die Folgen dieser Ausweitung der Regulation werden nicht nur kurzfristig, sondern vor allem langfristig zu sehen sein und deren schlussendliche Implementation kann noch einige Monate, wenn nicht wenige Jahre entfernt sein, da sie der Zustimmung des Kongresses bedarf.

Zunächst wird auf die zwei direkten Eingriffe in die Wirtschaft eingegangen, nämlich den Hope Now Plan und den Stimulus Package. Zu diesen beiden Maßnahmen gibt es schon ausreichend Informationen und Erfahrungswerte, um über deren Erfolg bzw. Misserfolg objektiv urteilen zu können. Außerdem werden die Eckpunkte des TARP dargestellt und dessen Implikationen für die Krise diskutiert.

Das US-Treasury hat mit der Gründung der Hope Now Alliance, einem 150 Mrd. USD Stimulus Package, welches im Mai 2008 verteilt wurde, der Verstaatlichung Fannie Maes und Freddie Macs und der Schaffung des TARP bereits eine große Anzahl von Aktionen zur Linderung und Bekämpfung der Immobilienkrise gesetzt. Diese Aktionen werden in der Folge der Reihe nach genau beschrieben und analysiert.

4.2.1) Hope Now Alliance – Versuch der Stützung des Immobilienmarktes

Als im Sommer 2007 die Ausmaße der Subprimekrise immer deutlicher wurden, und klar wurde, dass die Krise keine Angelegenheit war, die sich kurzfristig lösen ließe, wurde die US-Regierung aktiv und überlegte wie die Auswirkungen beseitigt oder wie sie zumindest gelindert werden könnten. Eines der gut sichtbaren Symptome war (und ist) das Ansteigen der Default Rate und der Foreclosure Rate. Für den Einzelnen, die Familien und die Gesamtwirtschaft bringt das sehr viele Probleme mit sich. Da am Ende dieses Prozesses meist der Verlust des Hauses steht, überlegte sich die US-Politik, dass diese Menschen und die beteiligten Hypothekenbanken zusammen nach Lösungen suchen sollten. Dieser Plan hat zum Ziel, dass so wenige Familien wie möglich ihre Häuser durch Zwangsvollstreckungen verlieren sollen, da dies niemandem nützen würde – weder der Hypothekenbank noch dem Immobilienmarkt und natürlich schon gar nicht dem Konsumenten. Die Hope Now Alliance wurde im Sommer 2007 ins Leben gerufen und umfasst die Hypothekenbanken (Mortgage Issuers) und die Konsumenten. Im Oktober 2007 wurde von Henry Paulson, dem United States Secretary of Treasury, ein Statement zum Fortschritt des Planes abgegeben. Damals waren beachtliche *„11 of the largest mortgage services representing 60% of the mortgages in America“* [36] an der Umsetzung des Planes beteiligt.

Paulson hielt aber fest, dass dies bei weitem noch nicht ausreichend sei. *„Others have good reason to join this alliance, because minimizing foreclosures benefits lenders and investors as well as homeowners.“* [36]

War zunächst nur von einer Kooperation zwischen der Hypothekenindustrie und den Konsumenten zur Neuverhandlung der Hypothekenverträge die Rede, sprach sich US-Präsident George W. Bush jr. am 6. Dezember 2007 nach Beratungen mit Henry Paulson zusätzlich für eine Einfrierung der Zinsraten auf dem Niveau der anfänglichen („niedrigen“) Zinsraten bei ARMs über einen Zeitraum von fünf Jahren aus. Zusätzlich wurde eine neue Initiative der Federal Housing Administration (FHA) gegründet, die FHA Secure, welche die Ermächtigung hat Hypothekenbesitzern – welche hinsichtlich ihrer Zahlungsverpflichtungen in Schwierigkeiten geraten sind, aber ansonsten über eine gute Kreditwürdigkeit verfügen und in der Vergangenheit nicht unangenehm aufgefallen sind – Kredite zur Überbrückung dieser Schwierigkeiten zur Verfügung zu stellen. Da aber die meisten Probleme bei Subprime-Hypotheken zu verzeichnen sind, liegen die Kernpunkte des Hope Now Plans eher in der Neuverhandlung bzw. Umschuldung bestehender Hypotheken als im Plan zum Einfrieren auf anfängliche Zinsniveaus (Teaser Rates) bei ARMs. [Vgl. 37]

Dieser Hope Now Plan basiert – abgesehen von der Möglichkeit der Inanspruchnahme der FHA Secure Initiative, welche jedoch aufgrund der komplizierten Kriterien der Anwendung nur in wenigen Fällen wirklich zur Verfügung stehen wird – auf der Freiwilligkeit der Hypotheken, der Industrie und der Konsumenten, welche an der Allianz teilnehmen. Dies wird deutlich, wenn man die Enttäuschung vieler Menschen, welche bei der Hope Now Hotline anrufen, im Internet nachliest. [Vgl. 38] Hope Now hat nur eine beratende Funktion, und jede Hypothek muss für sich selbst neu verhandelt werden. Zum Plan, die Zinsraten einzufrieren, äußert sich Hope Now gar nicht, da diese Idee des Präsidenten nicht mit der Hope Now Initiative abgesprochen gewesen zu sein scheint, und auch die wirtschaftlichen Überlegungen hinter dieser Idee nicht tragbar sind.

Denn das Geld, welches die Hypothekenbanken als Hypothek weiterverkauft haben, auch diejenigen der ARMs, war ebenfalls ein Kredit, der an verschiedenste Bedingungen geknüpft worden war. Werden die Zinsniveaus nun eingefroren, hat zwar der Hypothekennehmer einen Vorteil, da er nicht durch die sich laufend angepassten Zinsen „erdrückt“ und in die Zwangsvollstreckung getrieben wird. Die Hypothekenbank, welche ihre Berechnungen auf Grund des abgeschlossenen Vertrages gemacht hat, würde aber den Verlust zu tragen haben. Somit ist es schwer vorstellbar, dass die Hypothekenindustrie freiwillig diesen Plan des Einfrierens der Zinsen bei ARMs mitmacht. [Vgl. 38]

Bis zum Juni 2008 hat sich die Lage am US-Immobilienmarkt durch eine weitere Zunahme an Default und Foreclosure Rates, vor allem durch den Preisverfall bei Immobilien, so weit verschärft, dass viele Hausbesitzer kein Interesse mehr daran haben eine Zwangsvollstreckung zu verhindern. Dies aus dem Grund, weil die Hypothek, welche auf dem Haus lastet, mittlerweile höher ist als der Wert des Hauses selbst. Konsumenten, welche sich diesem Problem des „Negative Equity“ (der Wert des Hauses ist geringer als die Höhe der Hypothek) gegenüber sehen, haben einen geringen Anreiz ihre Hypothek neu zu verhandeln oder die Hilfe der FHA Secure Initiative in Anspruch zu nehmen, da dies wirtschaftlich keinen Sinn machen würde. [Vgl. 39] [Vgl. 67] [Vgl. 68] [Vgl. 69]

4.2.2) Stimulus Package – Konjunkturprogramm

Um die Nachfrage anzukurbeln und damit die Überwindung einer möglichen Rezession in den USA, welche durch die Subprimekrise als äußerst wahrscheinlich gilt, zu beschleunigen, haben sich der US-Präsident George W. Bush jr. und das US House of Representatives auf einen Stimulus Package geeinigt, welcher aus einmaligen Steuererleichterungen in Höhe von insgesamt ungefähr 170 Milliarden US-Dollar besteht, was circa 1% des GDP entspricht und vom Kongress im Februar 2008 abgesegnet worden ist. [Vgl. 40] [Vgl. 70]

Zusätzlich riefen die USA andere Länder der Welt (G7) auf, ihre Wirtschaft ebenfalls mit Stimulus Packages anzukurbeln. *„David McCormick, the US Treasury's undersecretary for international affairs, said it was 'especially important' that other countries, take prudent steps to strengthen their economies' demand components.* [41] Die jedoch wiesen diesen Vorschlag von sich.

Der US Stimulus Package wurde im Mai 2008 an die US-Konsumenten verteilt, wird aber nach Meinung von Experten wenig ausrichten können um die Nachfrage in den USA wieder zu beschleunigen oder zu stabilisieren, da die negativen Effekte, welche aus dem Preisverfall der Immobilien und der Kapitalmärkte auf die Konsumfreudigkeit der Menschen drücken, die Höhe des Hilfspakets um den Faktor sieben übertreffen. [Vgl. 41]

Diese Maßnahme, die Wirtschaft über direkte Eingriffe anzuregen, stimmt mit den Ideen von Maynard Keynes überein, wie sich einer wirtschaftlichen Abschwächung am besten entgegenzutreten lässt. Gleichzeitig zeigt aber gerade dieses Beispiel des aktuellen US Stimulus Packages auch, dass der erzielte Effekt oftmals ein sehr kurzlebiger ist, da sich die Tendenzen in der Wirtschaft, welche durch jahrelange Fehlallokationen aufgrund falscher und verzerrter Preissignale (monetäre Politik), entstanden sind nicht ohne weiteres schnell bereinigen lassen. [Vgl. 34] Zinsen, sogar unter dem Niveau der Inflation, führen dazu, dass die Konsumenten und anderen Teilnehmer der Wirtschaft ihre Orientierungshilfen, die Marktpreise, nicht mehr deutlich erkennen können und so wirtschaftliche Entscheidungen treffen, welche nicht zielführend sind. Beim konkreten Beispiel der Subprimekrise heißt dies, dass für Hypotheken, welche von Menschen aufgenommen werden, bei denen die Chance eines Ausfalls relativ hoch ist, ein viel höherer Preis (d.h.: höhere Zinsen) hätte bezahlt werden müssen. Und schon alleine durch diesen höheren Preis wäre es vielen heutigen Subprime-Kreditnehmern nicht möglich gewesen eine Hypothek abzuschließen. Weil aber die Marktzinsen generell sehr niedrig und die historischen Default Rates und damit das Risiko einen Kreditausfall zu erleiden sehr gering waren, erwies es sich für die Bankwirtschaft und die Hypotheken emittierenden Institute als sehr profitabel einen Kredit zum Marktzins aufzunehmen und diesen Kredit in Form einer Subprime-Hypothek mit einem Aufschlag weiterzureichen.

Dieses Vorgehen bedeutet natürlich, das Auf-sich-Nehmen von hohen Risiken, da, wenn der Käufer der Hypothek nicht mehr bezahlen kann, die Bankwirtschaft immer noch den Kredit, welchen sie ihrerseits aufgenommen hat um die Hypothek zu vergeben, zu bezahlen hat.

Bleiben die Zinsen nun für zu lange zu niedrig, baut sich ein riesiges Problem in Form von Fehlallokationen auf, wofür es keine schnellen und einfachen Lösungen gibt. Zusätzlich bekommt, wie man dies an der Subprimekrise gut erkennen kann, der durch die niedrigen Zinsen angefachte Boom eine Eigendynamik, die auch mit dem schrittweisen Anheben der Zinsen nicht sofort gestoppt wird.

Der 78. Jahresbericht der Bank of International Settlement (BIS) in Basel kommt in einer Analyse der heutigen Krise zum Schluss, dass neben anderen Faktoren eine zu lockere Geldpolitik der Zentralbanken in den letzten zwanzig Jahren dazu geführt hat, dass die Bankwirtschaft in eine ihr selbst schadende Kreditvergabepraxis oder anders ausgedrückt zu irregeleiteten Investitionen getrieben wurde. [Vgl. 18]

Die Eingriffe des Staates in die Wirtschaft und der Zentralbanken in die monetäre Struktur und dadurch der Versuch, durch die Setzung von Impulsen, entweder die Rezession zu mildern oder den Boom abzuschwächen, sind ob der Komplexität der wirtschaftlichen Abläufe negativ zu sehen, und – wie das hier behandelte Beispiel zeigt – nicht zielführend.

Hayek stellte die These auf, dass die Wirtschaft, wie wir sie kennen, für den Menschen wegen ihrer Komplexität nicht zu erfassen sei, da er in der Evolution für tausende Jahre in einer kleinen Gruppe (der Familie) gelebt habe, in welcher er sämtliche Handlungen nachvollziehen habe können, und deshalb das Konzept einer zentralen Planung niemals funktionieren könne. In unserer heutigen Gesellschaft gehen wir beispielsweise in den Supermarkt und ohne dass wir danach gefragt hätten, gibt es die meisten Dinge, welche wir uns wünschen. Das ganze System hat sich sozusagen „von selbst“ entwickelt, ohne das bewusste Zutun unsererseits. Würde jetzt eine zentrale Planung versuchen all dies zu erschaffen, wäre sie erstens wegen der Vielzahl der erforderlichen Prozesse, welche es zu bedenken gibt, völlig überfordert, und zweitens könnte sie unmöglicherweise die Bedürfnisse aller kennen.

Zwar kennt der Markt, oder wie Adam Smith es umschrieb, „die unsichtbare Hand“, diese Abläufe ebenfalls nicht, doch schafft der Markt laut Hayek eine weitaus bessere Organisation der Gesellschaft und der Wirtschaft, als jegliche zentrale Planung es jemals können wird, und findet von selbst zu einem Equilibrium, in welchem die Bedürfnisse der meisten Menschen befriedigt werden. (Vgl. Festvortrag von Friedrich von Hayek (1985))

4.2.3) Fannie Mae und Freddie Mac – Quasi Verstaatlichung

Als nach einem negativen Research Bericht der Investmentbank Lehman Brothers, in welchem angeführt wird, dass – bei der strikten Anwendung von Buchhaltungsregeln – den beiden größten Hypothekenbanken Fannie Mae und Freddie Mac zwischen 70 und 80 Milliarden USD an Eigenkapital fehlen würden, die Aktienkurse stark einbrachen, und das Vertrauen erschüttert war, beeilten sich United States Treasury Secretary Henry Paulson und Fed Chairman Ben Bernanke Erklärungen und Lösungsvorschläge zu erarbeiten.

Paulson betonte in einem Statement die Wichtigkeit der beiden Hypothekenbanken für das US-Finanzsystem in der aktuellen Krise. Die beiden GSEs *“are so large and interwoven in our financial system that a failure of either of them would create great turmoil in financial markets here and around the globe”* [77].

Noch vor einem halben Jahr wurde in Fannie Mae und Freddie Mac die Hoffnung gelegt, dass sie die USA weiterhin mit Hypotheken versorgen können (vgl. The Economist (19th July 2008): p. 71). Umso schwerwiegender sind deshalb die Nachrichten über die Probleme bei Fannie Mae und Freddie Mac.

Paulson plädiert in seinem Statement für einen Drei-Punkte-Plan, welcher zuerst durch Erhöhung der Kreditlinien der beiden Institute beim US-Treasury für ausreichende Liquidität sorgen soll. Zweitens schlägt der Plan den kurzfristigen Erwerb von Aktien der beiden durch das US-Treasury vor, um eine ausreichende Kapitaldecke sicherzustellen.

Und drittens, um das Finanzsystem vor zukünftigen systemischen Risiken zu schützen, fordert Paulson die Ausweitung der diskutierten Regulationsreform auf Fannie Mae und Freddie Mac, was bedeuten würde, dass die Fed neben der Regulation der Depositenbanken und der Investmentbanken auch die beiden Hypothekenbanken beaufsichtigt und reguliert, also unter anderem deren Kapitalanforderungen festlegt. [Vgl. 43] Der Kongress muss diesem Plan jedoch zuerst zustimmen, was aber hinsichtlich der Schwere der Lage als relativ sicher gilt. Die Auswirkungen auf andere US-Banken, welche „Fannie Mae und Freddie Mac“-Papier und -Anleihen halten, wären im Falle eines Scheiterns enorm. (Vgl. The Economist (19th July 2008): S. 43)

4.2.4) Troubled Asset Relief Program – Rettungspaket für “toxische” Papiere

Am 15. Oktober 2008 begann mit der Pleite der bis dahin viertgrößten Investmentbank der USA, Lehman Brothers, und der Rettung der weltgrößten Versicherungsgesellschaft, AIG, ein neues Kapitel in der Subprimekrise. Am 18. Oktober 2008 sagte Ben Bernanke, Chairman der Fed, dem Kongress laut demokratischem Senator Charles Schumer, *„that our American economy’s arteries, our financial system, is clogged, and if we don’t act, the patient will surely suffer a heart attack, maybe next week, maybe in six months, but it will happen“* (The Economist (27th September 2008): p. 77).

Treasury Secretary Henry Paulson forderte kurz darauf die Absegnung des TARP (Troubled Asset Relief Program) genannten Rettungsplanes durch den Kongress, welcher das US-Treasury dazu ermächtigen würde, für vorerst 700 Mrd. USD an Hypotheken gekoppelte Produkte aufzukaufen und somit erstens einen Boden für die sich im freien Fall befindlichen Hypotheken-Bewertungen zu schaffen und zweitens die Banken, welche sehr große Mengen dieser Mortgage Linked Products besitzen, zu entlasten. Von diesem Rettungsplan erhofft man sich, den negativen Kreislauf aus fallenden Immobilienpreisen und Hypothekenausfällen/ Defaults/ Foreclosures zu bremsen und den Märkten Zeit zur Stabilisierung zu verschaffen. (Vgl. The Economist (27th September 2008): p. 77)

Der Vorschlag für 700 Mrd. USD an Steuergeldern den Finanzsektor der USA (und auch ausländische Institute, welche am US-Markt beteiligt sind) zu stützen, führte zu starkem Widerstand in der Politik. Der erste Versuch, den Rettungsplan im Kongress abzusegnen, scheiterte. Nach einigen Änderungen, welche vor allem die Kontrollmöglichkeiten des Kongresses über die Verwendung der Gelder betrafen, wurde der TARP eine Woche später zunächst im Senat und danach auch vom Kongress angenommen. Die reale Umsetzung des Planes wird aber einige Zeit in Anspruch nehmen, da noch nicht gänzlich entschieden wurde, welche Papiere zu welchem Preis und zu welchen Bedingungen gekauft werden. Die wichtigste Frage ist, zu welchem Preis die an Hypotheken gekoppelten Produkte vom Treasury gekauft werden sollen, da sich aus der Antwort darauf das Ausmaß der Erleichterung für die Bankwirtschaft ergeben wird.¹⁶ (Vgl. The Economist (27th September 2008): p. 77)

The Economist hat sich seit dem Aufkommen des TARP sehr ausführlich mit vergleichbaren vorangegangenen Rettungsplänen in anderen Krisen (Great Depression 1929–1933, USA), Savings & Loan Crisis (1980er und Anfang 1990er, USA) und Japan (1990–1997) beschäftigt und kam zum Schluss, dass in jeder Krise dieses Ausmaßes früher oder später der Staat massiv eingegriffen hatte. Umso länger mit dem Eingreifen zugewartet worden war, umso höher waren schlussendlich auch die Kosten ausgefallen. In Japan mussten beispielsweise 1997 24% des BIP aufgewendet werden, in den USA 1988 (Savings & Loan Crisis) 3.7%. Heute hätte der TARP mit seinen 700 Mrd. USD einen Umfang von ca. 6% des amerikanischen BIP. (Vgl. The Economist (27th September 2008): p. 77)

¹⁶ Beispiel: Ein Hypothekenpool notiert heute (in äußerst widrigen Marktverhältnissen) bei 35 Cents auf den Dollar. Das heißt, dass heute für die Hypothek, welche eine Endfälligkeit von 1 Dollar hat (theoretisch – wenn es zu keinen Ausfällen kommt), am Markt nur 35 Cents bezahlt werden. Beahlt das Treasury nun nur diese 35 Cents, zementiert es am Markt dieses Preisniveau. Jedoch ist dieser Preisverfall der Hypotheken einer der Hauptgründe für die Krise in der Bankwirtschaft, da die Banken ihre Bilanzen (welche nicht zu knapp mit Hypotheken angefüllt sind) auf diesen Wert (35 Cents) korrigieren müssen. Das Problem ist, dass viele Banken ihre Bilanzen, in der Hoffnung, dass sich die Hypothekenpreise erholen werden, noch nicht einmal auf diesen Wert abgeschrieben haben, und weitere hohe Verluste zu erwarten sind, wenn dies geschieht. Besser wäre es deshalb, wenn das Treasury die Hypotheken zu einem Wert weit über dem momentanen Marktwert kaufen würde, da dadurch ein Preisboden geschaffen würde, und viele Banken entweder Verluste, welche sie durch Abschreibungen erlitten haben, wieder zurückbuchen könnten oder eben keine weiteren Abschreibungen vornehmen müssten. (Vgl. The Economist (27th September 2008): p. 77)

Unter Punkt 1.4) dieser Arbeit wird Milton Friedmans Ansicht zum Thema Weltwirtschaftskrise 1930 dargestellt. Er hat den Ankauf von 1 Mrd. USD Regierungsobligationen durch die Fed 1932 als verspätet angesehen und ausgeführt, dass diese Summe – wäre sie zu Beginn der Krise als Liquidität ins System eingebracht worden – wahrscheinlich ausgereicht hätte, um den weiteren schweren Verlauf der Krise zu verhindern.

Bevor Bernanke 2002 zunächst Governor der Fed wurde und 2006 dann Alan Greenspan als Chairman nachfolgte, war er als angesehener Wirtschaftsprofessor bekannt, dessen Spezialgebiet die große Depression der 30er Jahre war, zu der er auch zahlreiche Publikationen verfasst hatte. [Vgl. 73] In seinen Überzeugungen kann er als Milton Friedman und der monetaristischen Theorie nahe stehend bezeichnet werden. Aus diesem Grund wird die Fed alles versuchen um nicht noch einmal einen Liquiditätsengpass der Bankwirtschaft zuzulassen, wie er in der Depression der 30er Jahre geschah, und der TARP ist ein wichtiger Schritt um die Bilanzen der Bankwirtschaft wieder liquider zu machen. Nachdem der Rettungsplan Anfang Oktober 2008 in einem zweiten Anlauf und mit geringfügigen Änderungen vom US-Kongress angenommen wurde, muss nun abgewartet werden, ob der Plan den Erwartungen gerecht wird, und es möglich ist, den Preisverfall bei Hypotheken aufzuhalten, oder ob dazu noch weitere finanzielle Mittel nötig sein werden.

4.3) Die Reaktionen und Aktionen der Fed

In diesem Kapitel werden die Änderungen diskutiert, welche durch die Rettung Bear Stearns und die Schaffung der TSLF sowie die Rettung Fannie Maes und Freddie Macs und den Bail-out AIGs entstanden sind.

Die Grundüberlegung dieser Arbeit ist, dass die Immobilienkrise der USA dazu führen wird, dass der Staat seinen Einfluss auf die Wirtschaft, vor allem auf die Finanzwirtschaft, stark ausbauen wird, da die Gefahr für eine systemische Krise, welche von der Bankwirtschaft ausgehend auf die restliche Wirtschaft übergreifen kann, in den letzten Jahren stark zugenommen hat.

Die jetzige Krise und der Beinahebankrott von Bear Stearns haben dies nach einer relativ ruhigen Phase – seit den kurzfristigen Zuspitzungen durch die LTCM (Long Term Capital Management)-Hedge-Fund-Krise 1998, die New-Economy-Krise 2000–2001 und die Enron-und Worldcom-Pleiten 2001 – auf eindrückliche Weise vor Augen geführt, wobei der heutige kritische Zustand die vorigen Krisen an Schwere bei weitem übertrifft und somit deutlicher nach einer Lösung verlangt.

Neben starken Zinssenkungen und kurzfristigen Injektionen von Liquidität in die Kapitalmärkte wurde im März 2008 Bear Stearns durch die Fed vor dem Bankrott bewahrt, und zusätzlich wurde die Möglichkeit der billigen Kreditaufnahme (TSLF) für Investmentbanken geschaffen, wodurch ein zweiter Fall Bear Stearns verhindert werden sollte. Auch bei Fannie Mae und Freddie Mac, den beiden halbstaatlichen Hypothekenbanken, welche zusammen die Hälfte der US-amerikanischen Hypotheken besitzen, schritt die Fed nach Liquiditätsproblemen ein. Diese beiden Hypothekenbanken werden möglicherweise ebenfalls von der Fed „übernommen“ oder durch Kapitalspritzen (durch Ankauf von Assets) gestützt, da ihr Zusammenbruch ein großes systemisches Risiko beinhalten würde. Zusätzlich wurde mit AIG die weltgrößte Versicherungsgesellschaft mit Geld der Fed vor der Zahlungsunfähigkeit bewahrt.

4.3.1) Bear Stearns – Rettung der fünftgrössten US-Investmentbank

Die Rettung der, durch einen Vertrauensverlust in Liquiditätsprobleme geratenen, Investmentbank Bear Stearns, am 14. März 2008 durch die Fed und JP Morgan, markierte einen Wendepunkt in der Politik der Zentralbank. Die Fed garantierte Bear Stearns einen Notkredit von 30 Milliarden USD und machte damit den Kauf von Bear Stearns durch JP Morgan möglich. Dieser Akt des Lending of the last Resort war bisher nur für Depositenbanken möglich gewesen, welche der Aufsicht und Regulation durch die Fed unterliegen.

Dadurch wurde der Zusammenbruch der fünftgrößten Investmentbank der USA verhindert, welcher – durch die starken Verflechtungen der Investmentbanken – für Depositenbanken und das globale Finanzsystem große systemische Risiken mit sich gebracht hätte. [Vgl. 44]

Die Aktion um Bear Stearns rief viele Kritiker auf den Plan, welche nun vehement die Regulation der Investmentbanken fordern, da es unverständlich sei, weshalb der Steuerzahler Risiken dieser Banken übernehmen solle, der Regulator aber keine Möglichkeit habe, die eingegangenen Risiken zu überblicken. Momentan ist eine große Diskussion über mögliche Reformen des Systems der Kapitalmarktregulatoren in den USA im Gang, welche im Laufe der nächsten Kapitel genauer verfolgt wird. [Vgl. 45]

Dass das amerikanische Finanzsystem durch den Beinahezusammenbruch von Bear Stearns nicht mehr dasselbe ist, wie zuvor, steht jedoch fest.

4.3.2) Term Securities Lending Facility – Rettungspaket für die Banken

Um weiteren Vorfällen wie denjenigen rund um Bear Stearns vorzubeugen und die Finanzmärkte zu beruhigen, schuf die Fed die Term Securities Lending Facility (TSLF), über welche die Investmentbanken sich gegen die Hinterlegung eines Collaterals, wie beispielsweise MBS, Liquidität ausleihen können. Faktisch bedeutet dies, dass das Prinzip des Lender of Last Resort auf die Investmentbanken ausgeweitet wurde, und es damit eine starke Verschiebung in der Politik der Fed gegeben hat. [Vgl. 46]

Kritiker dieser Aktion befürchten, dass damit in Zukunft die Freiheit der Kapitalmärkte und der Finanzwirtschaft stark beschnitten werde, da für die Sicherheit mit einem größeren Maß an Regulation bezahlt werden müsse. Jedoch ist noch nicht abzusehen, wie genau die verschiedenen Lending Facilities vom Markt aufgenommen, und was die Konsequenzen daraus sein werden. [Vgl. 47]

4.3.3) Fannie Mae und Freddie Mac – Bereitstellung von Liquidität

Die Gründe für den Vertrauensverlust gegenüber Fannie Mae und Freddie Mac und den Verfall der Aktienkurse der beiden GSEs wurden bereits im Kapitel 4.2.3) beschrieben. Die Fed, zu deren Hauptaufgaben es zählt, die Stabilität des Finanzsystems sicherzustellen, war gezwungen einzuschreiten.

Bernanke versicherte, dass alles getan werde Fannie Mae und Freddie Mac vor dem Bankrott zu bewahren. Man überlege außerdem ihnen ebenfalls Zugang zum Discount Window der Fed zu gewähren, mit dem es ausgewählten Banken möglich ist, gegen Vorlage einer Sicherheit (beispielsweise Hypotheken), Liquidität auszuleihen. Eine weitere Möglichkeit sei, dass die Fed direkt Hypotheken der beiden Hypothekenbanken kaufe und ihnen so die dringend benötigte Liquidität zur Verfügung stelle. [Vgl. 48]

4.3.4) Rettung der American Insurance Group durch den US-Staat

Am 16. September war die Fed gezwungen, die American Insurance Group (AIG) mit einem Kredit von 85 Mrd. USD auszuweichen, da durch eine Verschlechterung der Marktverhältnisse – insbesondere durch den Bankrott von Lehman Brothers, einer der größten Investmentbanken der Welt, am Tag zuvor – die Zahlungsfähigkeit der weltgrößten Versicherungsgesellschaft nicht mehr gesichert war. Diese Maßnahme wurde notwendig, da AIG einer der wichtigsten und größten Emittenten von CDSs auf die Schulden von Firmen war und von Banken der ganzen Welt dazu benutzt wurde, um die regulatorischen Bestimmungen zu Kapitalanforderungen zu umgehen.¹⁷ [Vgl. 49]

Diese Praxis erscheint, neben den niedrigen Zinsen der Fed und der Methode der Securitisation von Wertpapieren, als einer der wichtigsten einzelnen Treiber dieser Krise. Denn ohne dieses Schlupfloch, mittels welchem sich die Regeln der Regulatoren hinsichtlich der Höhe des zurückgehaltenen Kapitals umgehen ließen, hätte die Krise wohl nicht das jetzige Ausmaß erreichen können.

¹⁷ Ein FT Lex Artikel zur Rettung der AIG durch die Fed beschreibt die Praxis der CDS-Versicherung auf Fixed Income Products folgendermaßen: „*It was regulatory arbitrage. Banks that entered credit default swaps with AIGFP could assure auditors and regulators that the risk of the underlying asset going bad was protected, and with a triple A rated counterparty.*“ [49] Durch diesen Vorgang der Versicherung durch AIG mittels CDSs, konnte der Versicherungsnehmer seinem Regulator „vortäuschen“, dass, obwohl die Ausfallswahrscheinlichkeit auf das versicherte Asset (beispielsweise Subprime-Hypotheken-Papiere) relativ hoch war, die Position durch den Erwerb des CDS von AIG wieder gesichert sei, und somit kein zusätzliches Geld für die Risikoposition der (in diesem Falle) Subprime-Hypotheken-Papiere zurückgestellt werden müsse.

Der Governor von New York, David Paterson hierzu in der Financial Times: „*The absence of regulatory oversight is the principle cause of the Wall Street meltdown we are currently witnessing.*“ Weiters ist er der Meinung, dass „*credit derivatives were a major contributor to the crisis*“. [50]

Der Beinahebankrott von AIG, welcher nur durch das Eingreifen der Fed verhindert werden konnte, erinnerte den Markt schmerzlich an die so genannten Counterparty Risiken (Gegenpartei-Risiken). Denn die abgeschlossenen Versicherungen (CDSs) haben nur einen Nutzen, wenn im Falle des Eintretens des Versicherungsfalles die Gegenpartei des Versicherten, in diesem Falle AIG, die versicherte Summe auch leisten kann. [Vgl. 51] Da aber der CDS-Markt kein regulierter Markt ist, und die Default Rates im Vergleich zu den letzten Jahren auf äußerst niedrigem Niveau waren, konnte erstens der Regulator keine verlässlichen Daten erhalten und wurde zweitens die Wahrscheinlichkeit hoher Default Rates nicht berücksichtigt und deshalb auch beinahe kein Kapital für Ausfälle zurückgestellt. Mit dem Anziehen der Default Rates erhöhte sich für AIG auch die Notwendigkeit zusätzliches Kapital als Sicherheit (Collateral) für mögliche Ausfälle zurückzustellen, was zu deren faktischem Bankrott führte. [Vgl. 52] Nachdem dieser Umstand den Marktteilnehmern, durch den Bankrott von Lehman Brothers, vor Augen geführt wurde, ist das Vertrauen in Counterparties stark gesunken, bzw. werden die Counterparty Risks wieder verstärkt wahrgenommen.

Der Bankrott der AIG beschleunigte die Umsetzung der Forderung Tim Geithners und Hank Paulsons nach der Regulation des 62.000 Mrd. USD schweren CDS-Marktes durch die Schaffung eines Central Clearinghouses für CDSs. Dies würde bedeuten, dass CDSs standardisiert, sämtliche CDS-Transaktionen von einer Institution abgewickelt würden und eine zentrale Counterparty das Risiko garantieren würde.

Zwar wäre diese Maßnahme mit höheren Kosten verbunden, doch würde dafür der Markt an Transparenz gewinnen, und die Counterparty Risiken würden stark vermindert werden. [Vgl. 51] (Mehr zu dieser Thematik im Kapitel 4.4.2) Regulation strukturierter Produkte)

Ob die Rettung der AIG mit dem Notfallkredit von 85 Mrd. USD der Fed und einem zusätzlichen Kredit von über 38 Mrd. USD als abgeschlossen angesehen werden kann, ist gänzlich unklar, da dies davon abhängt, wie sich die Bedingungen an den Märkten weiter entwickeln werden. [Vgl. 53]

4.4) Markt- und produktbezogene Reformansätze

In diesem Kapitel werden die Überlegungen hinsichtlich regulatorischer Änderungen, also „indirekter“ Eingriffe oder anders ausgedrückt der Schaffung der Rahmenbedingungen, unter welchen sich die Wirtschaft der Kapitalmärkte entwickeln kann, betrachtet, und die Sichtweisen ausgewählter Kritiker darüber genauer dargelegt. Die Evaluation dieser regulatorischen Maßnahmen ist weitaus schwieriger als diejenige der direkten Maßnahmen, wie dem Hope Now Plan und dem Stimulus Package, da Erfolg oder Misserfolg und dessen Bewertung nicht nach den gleichen Kriterien wie bei den direkten Eingriffen in die Wirtschaft erfolgen können. Die Implementierung steht, abgesehen von kurzfristigen Eingriffen, wie der Rettung Bear Stearns, kurz vor dem Kollaps, während die Schaffung neuer kurzfristiger Möglichkeiten der Banken sich mit Liquidität zu versorgen (TAF für Depository Banks und TSLF für Investmentbanken) noch in ferner Zukunft liegt – da die neuen Regularien der Zustimmung des Kongresses bedürfen. Außerdem ist ein objektiver positiver oder negativer Effekt sehr viel schwieriger auszumachen, da durch die neuen Gesetze einzelne Gruppen bevorzugt werden, andere das Nachsehen haben, und die Effekte länger benötigen um sichtbar zu werden als bei den direkten Eingriffen.

4.4.1) Generelle Reform der Regulatoren auf den US Kapitalmärkten

Treasury Secretary Henry Paulson plädierte in einer Rede am 31. März 2008, neben einer umfassenden Reform der Regulatoren des US-amerikanischen Kapitalmarkts, für eine Ausweitung der Regulationsmöglichkeiten der Fed auf die Investmentbanken. Im Jahre 2007 sei damit begonnen worden, einen Entwurf für einen neuen Vorschlag zur Regulierung der amerikanischen Kapitalmärkte auszuarbeiten. Da aber damals, vor Ausbruch der Subprimekrise, nur Spezialisten des Faches ein Interesse an der vorangestellten Diskussion hatten, wurde diese von der breiten Öffentlichkeit nicht wahrgenommen.

Heute sind die Auseinandersetzung mit einer Neuorganisation und Konsolidierung der stark fragmentierten amerikanischen Regulatoren und die dadurch ausgeweitete Macht einzelner Regulatoren, insbesondere der Fed, in aller Munde. [Vgl. 54]

Die Fed sollte laut Paulson die Macht haben von Investmentbanken jegliche Informationen zu deren Geschäftstätigkeit zu verlangen, so wie sie es auch schon bei Depositenbanken darf. Im Zuge des Zusammenbruchs von Bear Stearns und der Schaffung der TSLF, mit welcher Non-commercial Banks, also Investment Banks, Liquidität zur Verfügung gestellt wird, forderte Paulson: *„The Fed must have the necessary information to perform its role as it temporarily provides liquidity to non-banks.“* [54]

Paulson will dass die Möglichkeit eines weiteren Zusammenbruchs einer großen Investmentbank in Betracht gezogen wird, und es deshalb notwendig ist, für die Zukunft die regulatorischen Voraussetzungen für ein adäquates Handeln in einer derartigen Krise zu schaffen. [Vgl. 55]

„We should quickly consider how to most appropriately give the Fed the authority to access necessary information from highly complex financial institutions and the responsibility to intervene in order to protect the system, so they can carry out the role our nation has come to expect – stabilizing the overall system when it is threatened, (...)“. [56]

Paulson unterscheidet jedoch zwischen kurzfristigen und langfristigen Plänen und stellt klar, dass es keine schnelle Lösung für eine Neuordnung der Regulation in den USA gibt. Das heute bestehende Geflecht an Regulatoren entstand als Antwort auf die große Depression der dreißiger Jahre des 20. Jahrhunderts und ist als Reaktion auf Innovationen in den Finanzmärkten oder Krisen darin geschaffen worden. Der jetzige Vorschlag setzt auf eine Neuordnung der Regulatoren, auf ein neues Konzept. Diesmal sollen die Regulatoren nicht nach einzelnen Industrien, wie Versicherungen, Kreditbanken und Investmentbanken, aufgeteilt werden, sondern nach regulatorischen Zielen.

Paulson weist darauf hin, dass die Umsetzung dieses Vorschlags für einen Zeitraum von zwei bis acht Jahren vorgesehen ist, und sich an der genauen Form noch vieles ändern kann, da zum jetzigen Zeitpunkt noch alle Möglichkeiten diskutiert werden. Die Ideen, welche Paulson bei seinem Vortrag vorgestellt hat, sind diejenigen, die ihm aus heutiger Sicht optimal erscheinen. [Vgl. 54]

Der Plan plädiert für die Schaffung von drei neuen starken Institutionen, welche verschiedene Bereiche der Regulation überblicken: Die Fed als „Market Stability Regulator“ – ein „Prudential Financial Regulator“, welcher mit dem heutigen Office of the Comptroller of the Currency (OCC) verglichen werden kann und ein „Conduct of Business Regulator“, welcher die Aufgabe hat Konsumenten und Investoren zu schützen, was heute in den Tätigkeitsbereich der CFTC (Commodity Futures Trading Commission) und der SEC (Securities and Exchange Commission) fällt, und somit einen Zusammenschluss dieser beiden Regulatoren nötig machen würde. [Vgl. 54]

Timothy Geithner, der Präsident der Federal Reserve Bank of New York, welche die einflussreichste der Mitgliedsbanken der Fed ist, stellte bei einer Rede am 9. Juni 2008 vor ausgewählten Firmen ebenfalls fest, dass das US-amerikanische Finanzsystem strengere Regulation und stärkere Supervision benötige um zukünftige Krisen besser zu meistern. Auch er will das über eine Ausweitung der Autorität der Fed über die Finanzmärkte und die Bankwirtschaft erreichen. [Vgl. 57]

Geithner führte bei seiner Rede vor diesen Firmen aus, dass das heutige Regelwerk „*an enormously complex web of rules that create perverse incentives and leave huge opportunities for arbitrage and evasion, and creates the risk of large gaps in our knowledge and authority*“ sei. „*At present the Federal Reserve has broad responsibility for financial stability not matched by direct authority, and the consequences of the actions we have taken in this crisis make it more important that we close that gap, (...).*“ [57]

Ähnlich wie Paulson betont Geithner, dass die Fed Aufgaben zu erledigen hat, für die sie nicht das richtige Werkzeug besitzt, und dass ihr dieses durch Änderung der bestehenden Gesetze in die Hand gegeben werden müsse um die Stabilität der Finanzwirtschaft und damit auch der Realwirtschaft zukünftig sicherzustellen.

4.4.2) Regulation strukturierter Produkte

Auf rund 62.000 Milliarden USD beläuft sich der Umfang des CDS-Marktes. [Vgl. 50] Ein Großteil dieser Papiere wird von den größten Banken und Investmentbanken in den USA sowohl emittiert als auch gekauft. CDSs sind Papiere, mit denen man sich gegen mögliche Ausfälle bei Firmenkrediten versichern kann. Für diesen Markt existiert bis jetzt noch keine Regulation, und ein großer Teil der Institute (die Investmentbanken) sind nicht verpflichtet Angaben zu ihrer CDS Exposure zu machen, da sie nicht der Regulation der Fed unterliegen. (Vgl. Bloomberg Markets (July 2008): p. 52)

Das Heranwachsen eines solch großen unregulierten Marktes und die damit verbundenen starken Verstrickungen der Banken untereinander (Counterparties) haben Risiken geschaffen, welche heute schwer zu überblicken sind. Bei der Pleite einer großen Counterparty wären alle anderen Counterparties nicht kalkulierbaren Risiken ausgesetzt, und damit wäre das gesamte globale Finanzsystem vom Zusammenbruch bedroht. Unter diesem Blickwinkel wird die Rettung Bear Stearns durch die Fed und JP Morgan verständlicher, da JP Morgan der größte Verkäufer und Käufer dieser CDSs ist. Bear Stearns war eine der größten Counterparties von JP Morgan, und bei einer Pleite von Bear Stearns hätte dies bedrohliche Verluste für JP Morgan bedeutet.

Jedoch wären nicht nur JP Morgan, sondern auch alle anderen Counterparties von Bear Stearns und somit alle großen Banken in den USA, aber auch weltweit, von der Pleite betroffen gewesen. (Vgl. Bloomberg Markets (July 2008): p. 52)

Bei ihren Reden sprachen sowohl Paulson als auch Geithner von einer Ausweitung der Möglichkeiten der Regulationsbehörden zur Supervision und Autorität, und konkret sollte dies zunächst den Markt für CDSs betreffen. Diese strukturierten Produkte werden dazu verwendet alle möglichen Formen von Kreditausfallrisiken an Dritte weiterzureichen. Die Risiken werden dabei von den Bilanzen der Banken auf andere Marktteilnehmer (Counterparties) übertragen. Der Markt mit diesen CDSs ist bis heute nur schwach reguliert, und in der Folge dieser Krise wurden immer mehr Stimmen laut, welche nach der Schaffung einer zentralen Abwicklungsstelle für strukturierte Produkte riefen. [Vgl. 57]

Bei jenem Treffen am 9. Juni 2008 luden Geithner und die New York Fed 17 Firmen ein, welche gemeinsam 90% des Handels mit Kreditderivaten abwickeln, und diskutierten mit diesen die Möglichkeit neuer Regularien, welche zum Beispiel die Schaffung einer zentralen Abwicklungsstelle für strukturierte Produkte umfasst. [Vgl. 57] Der nur knapp abgewendete Zusammenbruch von AIG im September 2008 hat die Notwendigkeit zur Schaffung einer zentralen Abwicklungsstelle für strukturierte Produkte und deren Standardisierung noch stärker in den Mittelpunkt der vorherrschenden Krise gestellt. [Vgl. 50]

Die Finanzindustrie und die Regulationsbehörden arbeiten derzeit daran, die CDS Exposures aufzuarbeiten, um so das Risiko, welches über diesem Markt schwebt, besser einschätzen zu können.

4.4.3) Covered Bonds – Pfandbriefe

Um die Folgen der Kreditkrise zu lindern, und den Markt für Hypotheken wieder zu beleben, schlug Henry Paulson die Adaptierung eines in Europa geläufigen Anleihen-Konstruktes vor, des so genannten „Covered Bond“¹⁸ oder im Deutschen „Pfandbrief“. In den USA ist diese Art von Anleihe weitgehend unbekannt, und auch regulatorische Grundvoraussetzungen fehlen noch. Die Regulationsbehörde Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) sprach in einer ersten Stellungnahme ihr Einverständnis mit dem Plan aus, und meinte, dass man ein „Final Covered Bond Policy Statement“ abgeben wolle. Mit diesem Statement würde festgelegt werden, wie der Regulator die Covered Bonds handhaben wird, und somit könnte dieses Anleihen-Konstrukt in den USA zur Anwendung kommen. [Vgl. 59]

Der Vorteil bei der Verwendung von Covered Bonds gegenüber dem bisherigen Securitisationsmodell wäre, dass die Banken erstens die vergebenen Hypotheken auf ihren Büchern behalten müssten, und zweitens, dass damit der aktuelle Stillstand am Hypothekenmarkt wieder in Bewegung gebracht werden könnte. Da die Preise für Hypotheken als Folge der Immobilienkrise zurzeit als nicht attraktiv angesehen werden, ist die Securitisation von Hypotheken Pools beinahe zum Erliegen gekommen, und somit sind die Banken nicht gewillt, neue Hypotheken zu vergeben. Mit den Covered Bonds hätten die Banken die Möglichkeit für Kredite Hypotheken als Sicherheit zu verwenden, die zu derzeitigen Marktbedingungen nur mit einem großen Abschlag und somit großem Verlust für die Banken verkauft werden könnten. [Vgl. 58]

Die Überlegung Covered Bonds in das US-Finanzsystem einzuführen, wurde vor allem von der Angst angetrieben, dass Fannie Mae und Freddie Mac unterkapitalisiert seien, und große Mengen an frischem Kapital benötigen werden. Fannie Mae und Freddie Mac sind GSEs und damit halbstaatlich.

¹⁸ Covered Bonds (Pfandbriefe) sind ein Kredit, welchen die Bank gegen Bereitstellung einer Sicherheit, in diesem Falle eines Pools von Hypotheken, aufnimmt. Im Gegensatz zur bisherigen Praxis der Securitisation, bei welcher der Pool von Hypotheken verkauft wurde und keine Belastung auf der eigenen Bilanz zurückblieb, verbleibt bei den Covered Bonds der Pool der Hypotheken in der Bilanz, und falls die Bank die Zinszahlung auf den von ihr aufgenommenen Kredit (der durch sie verkauften Covered Bonds) nicht mehr leisten bzw. den Kredit nicht mehr zurückbezahlen kann, bekommt der Covered-Bond-Halter die Sicherheit (die unterlegten Hypotheken) übertragen. [Vgl. 58]

Die GSEs dienen dazu die USA mit Hypotheken zu günstigen Konditionen zu versorgen. [Vgl. 75] Fannie Mae wurde im Zuge der großen Depression gegründet, um unabhängig von der Bankwirtschaft Hypotheken zur Verfügung stellen zu können, und blieb bis 1968 eine staatliche Gesellschaft. 1968 wurde Fannie Mae in eine halbprivate Gesellschaft umgewandelt. Die Gefahr, die in der Unterkapitalisierung und der möglicherweise bevorstehenden Verstaatlichung der beiden Institute liegt, würde dem schon stark angeschlagenen US-Immobilienmarkt und der US-Wirtschaft einen weiteren harten Schlag versetzen [vgl. 60], und deshalb versucht Paulson mit der Einführung der Covered Bonds eine alternative Möglichkeit zu schaffen, die Hypothekenverfügbarkeit in den USA zu stützen und aufrechtzuerhalten.

4.4.4) Short Selling Rules – ein treffsicheres Verbot?

Die SEC (Securities and Exchange Commission) hat sich dazu entschlossen gegen „Naked Short Selling“¹⁹ vorzugehen, da sie vermutet, dass diese Praxis mitverantwortlich für die aktuelle Instabilität der Bankaktien und Titel von Fannie Mae und Freddie Mac ist, welche im Mittelpunkt der Immobilienkrise stehen. Aus diesem Grund wurde am 15. Juli 2008 ein Verbot für Naked Short Selling erlassen, welches am Montag den 21. Juli 2008 für vorerst 30 Tage in Kraft trat. Es sind aber auch Überlegungen angestellt worden, welche von einer Ausweitung des Verbotes auf alle handelbaren Titel in den USA sprechen. [Vgl. 61] Ob das Short Selling von Aktien jedoch für den Kurszerfall der Aktien von Finanzkonzernen verantwortlich gemacht werden kann, ist höchst umstritten. [Vgl. 76]

¹⁹ Short Selling bezeichnet die Möglichkeit eine Aktie zu verkaufen und zu einem späteren Zeitpunkt billiger wieder zurückzukaufen. Dies bedeutet, dass auf sinkende Kurse spekuliert werden kann, da beispielsweise jemand eine Aktie, welche bei 100 USD notiert, am Markt verkauft und sie dann, wenn der Kurs auf 90 USD gesunken ist, wieder zurückkauft. Damit wurden 10 USD Gewinn erzielt. Normalerweise muss die Aktie, welche verkauft wird, zuvor von einer Bank ausgeliehen werden, was mit Gebühren verbunden ist. Ist dies nicht der Fall, und man leiht sich die Aktie vor dem Verkauf nicht aus, spricht man von Naked Short Selling. Man verkauft also eine Aktie am Markt, welche man nicht besitzt. Das Problem ist, dass im Prinzip unendlich viele Aktien „geshortet“ werden können, da niemand überprüft, ob die Bank, die das Naked Short Selling ermöglicht, auch wirklich die Aktien besitzt. Es wäre also möglich eine weitaus größere Zahl short zu verkaufen als überhaupt existiert, und dies kann zu starken Verzerrungen an den Kapitalmärkten führen. Die Gesetze für die Überwachung des Naked Short Selling existieren zwar, wurden aber vom Regulator nicht überwacht. [Vgl. 71]

Im September 2008 wurde das Verbot von Naked Short Selling wieder aufgenommen und auch auf das normale Shorten von einem ausgewählten Pool an Aktientiteln (799 Aktien) von Finanzinstituten ausgeweitet. Dieses neue Verbot gilt vorerst bis 2. Oktober 2008, könnte aber, wenn es für nötig erachtet wird, verlängert werden. [Vgl. 74]

Die Gruppe der Hedge Funds, welcher die missbräuchliche Verwendung des Naked Short Sellings vorgeworfen wird, wehrt sich gegen die Anschuldigungen und meint, dass sie jeglicher Grundlage entbehren würden. Der Vorwurf hält sich hartnäckig, dass die Hedge Funds zuerst Papiere einer Firma verkaufen und dann Gerüchte über die finanzielle Gesundheit dieser Firma streuen würden, woraufhin die verkauften Papiere natürlich an Wert verlieren würden. Durch ein solches Verhalten erzielt der Halter des Shorts einen Gewinn, allerdings aus einer Folge betrügerischer Aktivitäten, da die mutwillige Streuung von falschen Gerüchten verboten ist. Dass diese Gerüchte zum normalen und täglichen Geschehen an den Kapitalmärkten dazugehören, darf nicht verwundern. Die Naked-Short-Selling-Praxis darf jedoch nicht dazu missbraucht werden können, Firmen in den Bankrott zu treiben. [Vgl. 71]

5) Fünfter Abschnitt: Zur Expertendiskussion der geplanten Reformen

5.1) Zur Positionslogik der Kritiker

Es gibt unzählige Stimmen und verschiedene Meinungen zu den Ideen und Überlegungen von Paulson und Geithner zur Umgestaltung der oben angesprochenen Regulatoren. In diesem Kapitel werden einige verschiedene Meinungen zur Sprache kommen, darunter jene von Vikram Pandit, CEO von Citigroup, einer der größten Banken der Welt, von Nouriel Roubini, Professor für Ökonomie an der New York University und von John M. Mason, Professor an der Penn State University.

Zu bedenken ist der Hintergrund, vor welchem die verschiedenen Kritiker und Befürworter der Vorschläge zu Änderungen der Regulation stehen. Dass ein CEO einer Depositenbank, wie Vikram Pandit von der Citigroup, andere Ansichten vertritt als ein CEO einer Investmentbank ist verständlich, da die geplanten Regularien die Spielregeln stark verändern und für Investmentbanken gleiche Bedingungen schaffen würden wie für Depositenbanken. Damit wäre ein großer Wettbewerbsvorteil der Investmentbanken dahin, was den Depositenbanken verständlicherweise nur recht wäre. Auch bei den Meinungen der Ökonomen, hier Nouriel Roubini und John M. Mason, darf deren Grundüberzeugung nicht außer Acht gelassen werden. Nouriel Roubini ist generell sehr negativ und skeptisch gegenüber dem derzeitigen Finanzsystem in den USA eingestellt, dementsprechend sind sowohl seine Ansichten über als auch seine Aussichten für die US-Kapitalmärkte und die US-Wirtschaft eher negativ gefärbt. John M. Mason ist ebenfalls skeptisch, aber nicht in demselben Ausmaß negativ wie es Roubini ist.

Betrachtet man den momentanen Grundkonsens unter den Ökonomen zur Subprimekrise und deren Folgen, so gibt es beinahe niemanden mehr, der nicht negativ in die nahe und mittelfristige Zukunft blickt.

Über die Notwendigkeit einer Reform der Regulation der Finanzmärkte herrscht gemeinhin Einigkeit, einzig was das schlussendliche Ausmaß und die spezifischen Änderungen betrifft, ist es noch zu keiner Übereinkunft gekommen.

Dies ist verständlich, da wir uns erst am Beginn der Diskussionen befinden, und das Thema „Reform der Regulation der US-Finanzmärkte“ kein leichtes darstellt, bei dem eine schnelle Lösung erwartet werden darf. Das Ergebnis und die Implementierung der neuen Regularien werden die Wettbewerbsfähigkeit des US-Finanzsystems und der US-Wirtschaft auf sehr lange Zeit hinaus beeinflussen und somit auch auf die Weltwirtschaft wirken. Dass zudem mit Barack Obama, dem neuen demokratischen Präsidenten der USA, große politische Umwälzungen bevorstehen, vereinfacht die Herausforderung nicht.

5.2) Nouriel Roubini – ein multidimensionaler Reformansatz

In einer Reaktion auf die Aktionen der Fed im Zusammenhang mit den Geschehnissen um Bear Stearns und die Ideen von Henry Paulson, verfasste Nouriel Roubini ein Schriftstück: *„Ten fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of financial Innovation and Globalisation“* [62], in welchem er versucht zunächst jene Grundprobleme der Finanzwirtschaft zu ergründen, die Regulationsänderungen nötig machen. Diese Beschreibung der Grundprobleme ist eine nützliche Orientierung dafür, bei welchen Themen die neue Regulation ansetzen müsste, um die zurzeit vorherrschenden Probleme wirksam zu bekämpfen.

„To understand whether the U.S. Treasury proposals make sense one should first analyze what are the problems that an increasingly complex and globalized financial system faces and what are the shortcomings of the current system of financial regulation and supervision, in the U.S. and around the world.“ [62]

Roubini fasst die Grundprobleme zu zehn Punkten zusammen, welche hier inhaltlich gebündelt dargestellt werden.

Erstens meint Roubini, dass die Art und Weise wie die Angestellten der Finanzwirtschaft entlohnt würden, einer der Hauptgründe für Moral Hazard sei. Die Konzentration auf kurzfristige Gewinne, an welche die Entlohnung der Angestellten gekoppelt sei, fördere die Risikobereitschaft enorm.

Werden keine Gewinne erwirtschaftet, bekommen die Angestellten auch keinen Bonus oder sonstige zusätzliche Vergütungen – was diese anspornt unter allen Umständen Gewinn zu machen. Eine Lösung ist laut Roubini, die ausgezahlten Vergütungen für die Angestellten zu sammeln, eine Zeitlang zurückzuhalten und, im Falle von Verlusten, sie auch an diesen zurückgehaltenen Vergütungen prozentual zu beteiligen. Damit hätten jene Mitarbeiter, deren Gehalt von der jeweiligen Höhe des Gewinnes abhängt, auch eine ganz andere Einstellung zu den Risiken, welche die Unternehmung auf sich nimmt. [Vgl. 62]

Zweitens hätte das heutige Modell der Securitisation große Mängel, da die Bankwirtschaft bzw. derjenige, welcher die Securitisation durchführe, kein wirkliches Interesse an einer Überprüfung der Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer habe. Der Grund dafür sei, dass die Kredite durch Securitisation gebündelt, dann weiterverkauft und somit von den Bilanzen der Institute, welche die Securitisation durchführen, verschwinden würden. Roubini stellt sich als Lösung vor, dass die Banken dazu gezwungen werden sollten, eine Restverantwortung für die von ihnen securitisierten Produkte zu behalten und somit im Falle eines Kreditausfalles ebenfalls an den Verlusten beteiligt zu sein. [Vgl. 62]

Drittens führte die Unterscheidung von Banken (Depositenbanken und Investmentbanken) dazu, dass es regulatorische Verschiedenheiten gab, und Institute, wie beispielsweise die Investmentbanken (Bear Stearns, Lehman Brothers, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley), nicht den gleichen Regeln unterworfen waren wie Depositenbanken. Und das obwohl diese Investmentbanken ebenfalls systemisch wichtige Institute sind, und ihr Zusammenbruch das ganze System in Mitleidenschaft ziehen könnte.

Im Falle eines Banken-Crashes sind die Depositenbanken in den USA durch die Versicherung eines gewissen Anteils der eingelegten Gelder (100.000 USD durch die FDIC) und die „Lender of Last Resort“-Garantie der Fed abgesichert. Die Investmentbanken aber verfügten bisher nicht über diese Sicherheiten. Mit dem Bail-out von Bear Stearns wurde das erste Mal eine Investmentbank durch die Zentralbank vor dem Kollaps bewahrt. Roubini zieht hier den Schluss, welcher seit diesem Bail-out und der Öffnung der TSLF von vielen Finanzexperten gefordert wird. [Vgl. 62]

„This is the most radical change in monetary policy and in the role of the Fed since the Great Depression as the Fed is not supposed to lend to non-banks. Thus, if these systemically important institution now benefits from the safety net of the Fed the same regulation and supervision that is applied to banks should also be applied to these systemically important financial firms, not just in periods of turmoil (as recently recommended by Hank Paulson) but on a more permanent basis. Otherwise the moral hazard distortions of such financial safety net would be serious and severe.“
[62]

Viertens seien die Regulatoren und Supervisoren darauf bedacht die Selbst-Regulation und die Disziplin der Märkte zu unterstützen. Dies deshalb, weil die Innovation in den Finanzmärkten weitaus schneller geschehe als die Anpassung der Regulatoren, und die Regulatoren somit immer einen Schritt hinterher seien. Vor dem Hintergrund der vorherrschenden Kompensations-Schematas sowie der Praxis der Securitisation, welche beide Moral Hazard fördern würden, und auch der Interessenskonflikte der Credit Rating Agencies, welche die Ratings für die strukturierten Produkte vergeben, werde verständlich, dass dieses Prinzip der Selbstregulation der Märkte beeinträchtigt sei.

„Strict reliance on market discipline has been proven flawed in a world where bankers are improperly compensated, where agency problems lead to poor monitoring of lending, where a flawed transfer of credit risk to those least able to understand it and manage it occurred, and where regulatory arbitrage was widespread and rampant.“ [62]

Fünftens sei mit dem Ausmaß der Immobilienkrise und damit der Kreditkrise klar, dass die einzige Regulation der Bankwirtschaft, welche auf globaler Ebene stattfindet, nämlich Basel 2, welches die Reservehaltungsverpflichtungen der Banken festsetzt, versagt habe und einer Reform bedürfe. Basel 2 würde prozyklisches Verhalten fördern und somit in wirtschaftlichen Expansionsphasen den Boom bei Krediten weiter anfeuern, in Krisen jedoch das Gegenteil bewirken und die negativen Folgen noch verstärken.

Außerdem würde Basel 2 zu wenig Risiko-Management bei Liquiditätsüberlegungen verlangen, die Eigenkapitalanforderungen der Banken seien hinsichtlich der großen Risiken, welchen sie ausgesetzt seien, bei weitem zu niedrig angesetzt, die Bedeutung der internen Risiko-Management-Modelle werde überschätzt, und den Credit Rating Agencies und deren Ratings werde zu viel Beachtung geschenkt.

„(...) capital adequacy ratios that pro-cyclical and thus inducing credit booms in good times and credit busts in bad times; low emphasis on the importance of liquidity risk management; excessively low capital requirements given the serious financial risks faced by banks; excessive reliance on internal risk management models; excessive role given to the rating agencies and their ratings. These are serious shortcomings of the new capital regime for large internationally active banks and depository institutions.” [62]

Roubini hält fest, dass die Aufgabe einer Reform von Basel 2 kein leichtes Unterfangen sei, jedoch von großer Wichtigkeit. Um die Mängel von Basel 2 zu beheben, schlägt er vor, die prozyklische Vorgehensweise zu verringern und damit die Boom- und Bust-Zyklen abzuschwächen. Außerdem solle die Höhe der Reserven, welche von den Banken gehalten werden, erhöht werden. [Vgl. 62]

Sechstens muss laut Roubini die Rolle der Credit Rating Agencies überdacht werden, da sie aufgrund ihrer Interessenskonflikte nicht in der Lage sind, verlässliche Ratings herauszugeben. Zudem ist durch die Regeln von Basel 2 Wettbewerb im Markt für Credit Ratings aufgrund der hohen Eintrittsbarrieren praktisch nicht möglich.

Roubini schlägt vor, dies solle durch mehrere Maßnahmen geändert werden, allen voran durch eine Aufweichung der starren Zutrittsbarrieren, um Wettbewerb zwischen den Rating Agencies zu schaffen. Des Weiteren müsse sichergestellt werden, dass die Interessenskonflikte der Rating Agencies minimiert würden. [Vgl. 62]

Siebtens meint Roubini, dass der Ansatz des Mark-to-Market-Accounting, welchem in dieser Krise eine große Bedeutung zukomme, diskutiert werden müsse, da es wie die Basel-2-Regeln zu einer prozyklischen Verstärkung der Trends führe.

In einem Boom führe es dazu, dass die Bewertungen immer weiter steigen, in einer Krise, bei welcher die Preise durch illiquide Märkte verzerrt werden, führe der Ansatz zu einer Übertreibung nach unten. Jedoch wägt Roubini mehrere Möglichkeiten der Bewertungen ab und kommt zum Schluss, dass es bis heute keine wirkliche Alternative zu Mark-to-Market gebe. [Vgl. 62]

Achtens sei der Mangel an Transparenz, welcher über die letzten Jahre stark zugenommen habe, eine Folge mehrerer zusammenkommender Gründe. Auf der einen Seite habe die Innovation der Finanzwirtschaft dazu geführt, dass eine Vielzahl neuer exotischer, illiquider und komplexer Finanzinstrumente geschaffen worden sei, welche äußerst schwierig zu bewerten sei und welche zudem noch in nicht geregelten Märkten gehandelt werden würde, was bedeute, dass es darüber sehr wenig Informationen gebe. Auf der anderen Seite hätten die letzten Jahre den Aufstieg einer großen Anzahl an Instituten gesehen, wie beispielsweise Hedge Funds, Private Equity, SIVs und anderen Vehikeln, die nicht in der Bilanz aufscheinen würden, die keiner Regulation unterworfen seien und trotzdem eine sehr große Marktmacht besitzen würden. In den letzten Jahren habe das Ausmaß dieser Intransparenz durch diese Umstände stark zugenommen, und als mögliche Lösung führt Roubini die Standardisierung der strukturierten Produkte an. Würden diese standardisiert und ihr Verkauf über einen geregelten Markt abgewickelt, wären ausreichend Informationen verfügbar, die Produkte wären automatisch Mark-to-Market bewertet und diese Bewertung wäre für jeden einsehbar. Zudem würden die standardisierten Produkte miteinander vergleichbar werden. [Vgl. 62]

Neuntens hinterfragt Roubini das aktuelle Geflecht an Regulatoren in den USA. In Großbritannien beispielsweise sei der Regulator FSA zentralisiert und habe damit alle Autorität in sich vereint. In den USA dagegen seien die Regulatoren in über ein halbes Dutzend föderale und weitaus zahlreichere nationale Regulatoren aufgespalten. Die aktuelle Krise habe deutlich gemacht, dass die Regulation der Kapitalmärkte und der Finanzwirtschaft in den USA eine Konsolidierung benötige. Roubini führt außerdem an, dass die Frage, ob die Aufsicht über die Bankwirtschaft von der Zentralbank auf einen anderen Regulator, wie in Großbritannien auf die FSA, übertragen werden solle, eine sehr heikle sei, da sich die Experten nicht einig seien, ob eine Zentralbank ohne die Möglichkeit der Supervision der Bankwirtschaft ihrer Aufgabe als Lender of Last Resort befriedigend nachkommen könne. [Vgl. 62]

Zehntens gibt Roubini zu bedenken, dass in einer derart globalisierten Welt, in welcher wir heute leben würden, regulatorische Arbitrage, also das Ausweichen auf andere Jurisdiktionen im Falle unangenehmer Regulation, an der Tagesordnung sei. Vor der heutigen Krise würden sich die Diskussionen hinsichtlich regulatorischer Reformen hauptsächlich um den Effekt drehen, den diese auf die Wettbewerbsfähigkeit des US-amerikanischen Finanzmarktes gegenüber anderen wichtigen Finanzplätzen der Welt haben könnten. [Vgl. 62]

Diese zehn Punkte machen schlussendlich die Notwendigkeit einer globalen Finanzmarkt-Regulation und -Aufsicht deutlich, welche aber, wie Roubini auch zugibt, nicht sehr bald zu erwarten sei.

„While the idea of a global financial regulator – or a global financial ‚sheriff‘ – is for the time being a bit far-fetched a much stronger degree of coordination of financial regulation and supervision policies is necessary to avoid a race to the bottom in financial regulation and supervision and to prevent excessive regulatory arbitrage.“
[62]

5.3) Vikram Pandit – Drei Prinzipien zur Strukturreform

Pandit ist der Meinung, dass das Gute dieser Krise die sich jetzt bildende Bereitschaft zum Überdenken der verkrusteten Strukturen sei, welche sich über die Jahrzehnte in den Regulationsbehörden der US-Kapitalmärkte etabliert hätten. [Vgl. 63]

Um bei den aktuellen Diskussionen über die Reform der US-Finanzmarktregulatoren zu einem sinnvollen Ergebnis zu gelangen, führt Pandit drei Grundprinzipien an, an denen man sich orientieren solle: Transparenz, ein abgestecktes Spielfeld für alle Teilnehmer des Finanzmarktes und eine systemische Übersicht.

Am Ende des Prozesses solle die Bestrebung stehen einen globalen Finanzmarktregulator zu schaffen, welcher die Bemühungen aller Zentralbanken der Welt koordiniert. [Vgl. 63]

Das Prinzip der Transparenz ist deshalb von enormer Wichtigkeit, da in einem System ohne Transparenz das Vertrauen schwach und somit die Liquidität in Gefahr ist. Die Subprimekrise ist vornehmlich auch eine Kreditkrise, und viele Probleme sind Liquiditätsprobleme. So hat beispielsweise den Zusammenbruch von Bear Stearns ungenügende kurzfristige Liquidität verschuldet, und die Fed öffnete wegen Befürchtungen, dass die großen US-Investmentbanken einen Mangel an Liquidität hätten, und somit eine Bankenkrise ausgelöst werden könne, die TSLF. Intransparenz wird durch das Nichtvorhandensein standardisierter Produkte und eines geregelten Marktes für sie, und damit zusammenhängend durch einen Mangel an Informationen ausgelöst. Das Zusammenspiel dieser Faktoren ist es, das schlussendlich zu einem Vertrauensverlust führt, welcher dann die Liquiditätsprobleme nach sich zieht. Diese Kriterien treffen für die strukturierten Produkte zu. [Vgl. 63]

Pandit stimmt mit Paulson und Geithner in der Forderung überein, dass Banken, welche eine kritische Größe erreicht haben, also so groß geworden sind, dass ein Bankrott eine systemische Krise in der US-Finanzwirtschaft nach sich ziehen kann, der Supervision eines Regulators bedürfen, welcher die Möglichkeit hat alle Informationen, die er für nötig erachtet, zu erfragen. [Vgl. 63]

Das zweite Prinzip, nämlich dasjenige eines geregelten Spielfeldes für alle Teilnehmer, beinhaltet laut Pandit zwei Kriterien: Standards und Eigenkapitalanforderungen (Capital Requirements). Standards sind Credit Ratings, sowohl unabhängige Aufsichten und Risiko Management als auch globale Accounting Standards. Das zweite Kriterium der Eigenkapitalanforderungen wurde aber in der Immobilienkrise unterschiedlich angewendet, da die Commercial Banks und die Investmentbanken unterschiedlichen Regeln hinsichtlich dieses Kriteriums unterworfen sind. Pandit fordert, dass alle Finanzinstitute, welche jene kritische Größe erreicht haben, die sie eine potentielle Gefahr für das Finanzsystem darstellen lässt, denselben Regeln hinsichtlich Eigenkapitalanforderungen unterworfen werden. Die Frage nach der Definition der kritischen Größe, bevor der Fall einer Krise eintritt, ist, wie auch Pandit zu bedenken gibt, keine einfache. [Vgl. 63]

Als drittes und letztes Prinzip fordert Pandit Supervision für, wie er es nennt, „*Systemically Significant Institutions*“, also für das System signifikant wichtige Institute. Diese Forderung bedeutet, dass alle Institute, welche die kritische Größe erreicht haben, auch mit den gleichen Regulationen zu behandeln sind. [Vgl. 63]

Zu der Öffnung der TSLF meint Pandit, dass diese noch nie da gewesene Schaffung einer Möglichkeit zur Liquiditätsaufnahme durch die Investmentbanken nun den Präzedenzfall geschaffen habe, und der Kapitalmarkt auch in Zukunft darauf zählen werde, dass dies in einer Notsituation wieder geschehe. Deshalb sei es von großer Wichtigkeit, dass ein geregeltes Spielfeld für alle Teilnehmer geschaffen werde, da ansonsten die Regulatoren keine Chance hätten, systemische Risiken zu erkennen und wirksam zu bekämpfen. [Vgl. 63]

„Systemically significant institutions need to be as transparent to regulators as regulated institutions are. Without this level playing field, regulators charged with safeguarding the world's financial systems simply won't have enough information to mitigate systemic risk.“ [63]

Abschließend bemerkt Pandit, dass ein teilweises Anwenden der Regeln, also auf nur einen Teil der für das System wichtigen Institute, die systemischen Risiken verstärke. Pandit würde ein Überdenken der aktuellen Regularien begrüßen, und eine robustere Struktur mit klaren Grundsätzen gutheißen. [Vgl. 63]

5.4) John M. Mason – Primat der Transparenz

John M. Mason ist Professor an der Penn State University und führt eine Homepage, auf welcher er seine Überlegungen veröffentlicht [Vgl. 64]. Er vertritt die Meinung, dass es, um wirkungsvolle Supervision betreiben zu können, zuallererst Transparenz und Offenheit brauche. [Vgl. 64]

Hierzu muss nach Mason erstens die Möglichkeit der Bankwirtschaft, von SPVs Gebrauch zu machen, reguliert bzw. gänzlich unterbunden werden, da durch ihren Gebrauch die Bankwirtschaft Aktiva von ihren Bilanzen verschwinden lassen kann, und so Offenheit und Transparenz stark beeinträchtigt werden. Zweitens solle die Bankwirtschaft gezwungen werden, ihre Aktiva „Mark-to-Market“²⁰ zu bewerten, also die einzelnen Posten ihrer Bilanz so zu bewerten, wie die gängigen Marktpreise es tun würden.

²⁰ Die Praxis „Mark-to-Market“ (FAS rule 157) ist einer der Hauptgründe für die enormen Ausmaße der Abschreibungen der Bankwirtschaft in der Subprimekrise, da die strukturierten Produkte auf Papieren basieren, welche über keinen liquiden Markt verfügen, also für die eigentlich kaum ein Markt besteht. Das bedeutet, dass, wenn jemand solch ein Papier verkaufen möchte (oder muss) er dies nur zu hohen Abschlägen (vom vermeintlichen Wert) tun kann, und so der vom Markt festgestellte Preis stark fällt. Der bei dieser Transaktion festgestellte Marktpreis wird als Grundlage für die Mark-to-Market-Methode benutzt, und somit werden sämtliche Anlagen, welche mit diesen illiquiden Werten gedeckt sind diesem Marktpreis angepasst, was zu enormen Wertverlusten führen kann. Ob diese Bewertungen wirklich der Realität entsprechen, kann niemand mit Sicherheit sagen, da sie sich an jenem Preis orientieren, der bei der Markttransaktion zustande gekommen ist und – da es sich um ein illiquides Gut handelt – stark verzerrt sein könnte. Neben der Methode „Mark-to-Market“ gibt es noch die Methode „Mark-to-Model“, bei welcher die Bankwirtschaft mathematische Modelle anwendet um den geschätzten Preis zu ermitteln. In der Subprimekrise verlor der Kapitalmarkt jedoch das Vertrauen in die Methode des Mark-to-Model, da sie die Möglichkeit der Manipulation und der Fehleranfälligkeit birgt, und Mark-to-Market wurde zum Maß der Dinge. [Vgl. 65]

Als dritten und letzten Punkt fordert Mason die Offenlegung der Handelspositionen der Bankwirtschaft, da dies für eine effektive Supervision von entscheidender Bedeutung sei. [Vgl. 64]

Diese Grundbedingungen der Supervision und damit Regulation der US-Finanzwirtschaft können aber laut Mason nicht ohne Berücksichtigungen der USA im globalen Geflecht der Staaten und der Wirtschaft gesehen werden. Es müsse bedacht werden, dass eine strenge Regulation der US-Finanzmärkte in Zeiten der Expansion der Finanzmärkte Chinas und des mittleren Ostens für die US-Wirtschaft Nachteile mit sich bringen oder die angestrebten Ziele gänzlich unerreichbar machen könne. In der heutigen Zeit, in welcher die Finanzwirtschaft sehr dynamisch und wandlungsfähig sei, könne diese schnell auf andere Staaten und damit Regularien ausweichen, wenn sie sich zu bedrängt fühle. [Vgl. 64]

Zu der Frage des Zeitpunktes der neuen regulatorischen Änderungen denkt Mason, dass diese noch mindestens 12–18 Monate auf sich warten lassen werden, da sie vom Kongress abgesegnet werden müssen, und in diesem Jahr der Präsident der USA gewählt worden ist.

Vor diesem Hintergrund könnten die Ausführungen von Henry Paulson nur als Vorschläge betrachtet werden, da es sehr wahrscheinlich sei, dass der neue US-Präsident einen neuen Treasury Secretary auswählen werde. Trotzdem sei die Diskussion über die zukünftige Regulation wichtig, da mit ihr der Grundstein gelegt werde. [Vgl. 64]

Das große Problem, welches sich bei der Ausarbeitung von regulatorischen Änderungen hinsichtlich der US-Finanzwirtschaft zeige, sei dass sich die Kapitalmärkte und generell die Wirtschaft in den letzten 20 Jahren sehr stark globalisiert hätten. Die Regulationsbehörden dagegen hätten sich international, bis auf Basel 2, gar nicht verbunden. So seien Aufsichtsbehörden in anderen Staaten die Hände gebunden, und die Wirtschaft nutze dies natürlich zu ihrem Vorteil.

Masons Bedenken hinsichtlich eines Verfehlens der durch die erweiterte Regulation angestrebten Ziele sind somit verständlich, da die von den neuen Gesetzen tangierten Firmen durch Abwanderung in andere Staaten diesen leicht entfliehen können (zumindest theoretisch). Eine längerfristige Folge der Krise könnte deshalb sein, dass es sich die globale Staatengemeinschaft zum Ziel setzt ein globales Regelwerk für die Finanzindustrie zu schaffen, welches alle Mitglieder einer globalen Bankwirtschaft unter die gleichen Gesetze stellt. Diese Vorstellung erscheint aber bei Betrachtung der Realität in der globalen Staatengemeinschaft als utopisch und nicht durchführbar. [Vgl. 64]

Interessant im Zusammenhang mit der vergangenen Präsidentschaftswahl in den USA im Herbst 2008 ist die gegenwärtige Sondersituation der Kräfteverhältnisse in der Fed. Das FOMC setzt sich aus sieben Governors und fünf Präsidenten der Federal Reserve Banks zusammen, wobei der Präsident der Bank of New York (aktuell Timothy Geithner) über einen permanenten Platz verfügt. Die Governors werden jeweils vom Präsidenten der USA vorgeschlagen und müssen vom Kongress akzeptiert werden. Die demokratische Partei hat bei den letzten Kongresswahlen die Mehrheit im Kongress übernommen und erlebt nun, nach acht Jahren republikanischer Präsidentschaft, mit dem neuen demokratischen Präsidenten Barack Obama eine Wende. Partei und Präsident haben nun die Möglichkeit die Fed auf Jahre hinaus ihren Vorstellungen nach zu prägen bzw. Kandidaten auf die Posten der Governors zu wählen, welche ihre Ansichten teilen.

Die letzten zwei Nominierungen sind vom demokratischen Senate Banking Committee Chairman Chris Dodd abgelehnt worden, und der Versuch der Demokraten einen vorübergehenden Handel mit dem Weißen Haus abzuschließen, welcher es möglich gemacht hätte vakante Governor Plätze im FOMC auszufüllen, ist ergebnislos geblieben. Mit dem angekündigten Rücktritt des Governors Frederic Mishkin Ende August 2008, ist die Anzahl der Governors auf vier gesunken, was bedeutet, dass die Privatwirtschaft, welche im FOMC durch die fünf stimmberechtigten Präsidenten der Federal Reserve Banks repräsentiert wird, die faktische Stimmenmehrheit innehat. Das heißt, dass die Privatwirtschaft die Möglichkeit hat, die monetäre Politik der weltweit größten und für die Weltwirtschaft wichtigsten Wirtschaft zu bestimmen. [Vgl. 66] [Vgl. 72]

6) Sechster Abschnitt: Conclusio: Am Weg in den postmodernen Keynesianismus

Die Subprimekrise oder Kreditkrise hat sich von einem, zumindest im Rückblick, moderat erscheinenden Ausbruch im August 2007 bis heute, im Oktober 2008, zu einem das kapitalistische System bedrohenden „Sturm“ entwickelt.

Die Grundannahme dieser Arbeit, nämlich dass die Krise zu einer Ausweitung der Macht des Staates und einem Revival des keynesianischen Gedankengutes führen wird, hat sich schon vor der Beendigung des Schreibprozesses bestätigt. Die Ereignisse des Septembers und Oktobers 2008 – die Verstaatlichung von zwei GSEs, Fannie Mae und Freddie Mac, welche gemeinsam über die Hälfte aller US-Hypotheken begeben haben; der Bankrott der viertgrößten US-Investmentbank, Lehman Brothers; der Bail-out des weltgrößten Versicherungskonzerns AIG; das Verschwinden des Investmentbankenmodells mit der Umwandlung der verbliebenen US-Investmentbanken in Bank Holdings unter Aufsicht der Fed; der Bankrott bzw. Beinahebankrott großer Banken aller Länder sowie das damit zusammenhängende panische Eingreifen der Regierungen und Zentralbanken der ganzen Welt – haben die in der Arbeit behandelten Themenkomplexe stark beeinflusst. All diese neuen Tatsachen und Entwicklungen in die Arbeit einfließen zu lassen, wäre unmöglich gewesen und hätte den Rahmen bei weitem gesprengt. Doch trotz all dieser „zu früh“ eingetretenen Ereignisse, sind die Analyse der Ursachen der Subprimekrise sowie die kritische Diskussion über den weiteren Vorgehensweg höchst interessant und immer noch gültig.

Diese Conclusio will sich an fünf Punkten orientieren:

- Ursachen für die Krise
- Weshalb wurde die sich aufbauende Krise nicht früher erkannt?
- Politische Folgen der Krise
- Lösungsvorschläge und Kritik an der US-Politik durch Henry Paulson, Timothy Geithner und Ben Bernanke und die Experten: Nouriel Roubini, Vikram Pandit und John M. Mason
- Paradigmenwechsel: Keynesianismus und Monetarismus?

Zunächst zu den **Ursachen der Krise**, welche hier kurz zusammengefasst dargestellt werden sollen.

Mit dem Platzen der letzten großen Blase, der New Economy Bubble, Ende 2001, sah sich die Fed genötigt die Zinsen stark zu senken, um die Wirtschaft vor einem schmerzlichen Einbruch zu bewahren. Diese niedrigen Zinsen, welche bis 2004 unter der Inflationsrate gehalten wurden, führten dazu, dass Kredite und Hypotheken sehr billig wurden und die Bankwirtschaft, deren Haupteinnahmequellen Zinszahlungen sind, neue Formen der Rendite finden musste. Das hohe Maß an verfügbarer Liquidität führte zu einem Aufblähen des Immobilienmarktes, und die Praxis der Verbriefung und Verbündelung von Krediten (Hypotheken) wurde von der Bankwirtschaft als Profitmöglichkeit erkannt. Da der Immobilienmarkt durch das ständige Nachfließen von Liquidität immer mehr expandiert hatte, entstand ein starkes Spekulationsmoment, und viele Konsumenten kauften sich Immobilien, obwohl sie sich dies eigentlich nicht leisten konnten, in der Hoffnung durch die Wertsteigerungen Geld zu verdienen. Wie die Bankwirtschaft verdienten aber auch die halbstaatlichen GSEs mit dem Verbündeln und Verbriefen von Hypotheken gutes Geld und hatten ebenfalls ein Interesse daran, dass das Wachstum an vergebenen Hypotheken nicht zurückging. Ab 2004 begannen die Zinsen wieder zu steigen, was jedoch, solange die Wertsteigerungen der Immobilien anhielten, kein Problem darstellte, da das Mehr an Zinszahlungen über den Abschluss einer höheren Hypothek beglichen werden konnte. Schlussendlich kam es 2006 doch zu einem Rückgang der Immobilienpreise, und die ersten Konsumenten konnten ihre Zinszahlungen nicht leisten, was zu einem Ansteigen der Zinsausfallraten (Default Rates), in der Folge zu Zwangsvollstreckungen (Foreclosures) führte und einen Teufelskreis in Gang setzte, ähnlich dem entgegengesetzten Kreislauf, bei dem durch die Verfügbarkeit von billigem Geld die Immobilienmärkte und die Hypothekenemission in immer neue Höhen geschraubt wurden. Das Wachstum der Krise wurde teilweise auch durch regulatorische Schlupflöcher, wie das Verwenden von SPV/SIV sowie durch an Kriminalität grenzende Praktiken der Buchführung und der Verwendung von Derivaten, insbesondere von CDSs, begünstigt.

Als Hauptursache kann nach Ansicht des Autors die Überschwemmung des Marktes mit zu billigem Geld durch die Zentralbanken, gesehen werden – insbesondere durch die Fed, welche mit ihrer Senkung der Leitzinsen unter das Niveau der Inflation die Preissignale in den Märkten so weit verzerrt hatte, dass es zu schweren Disallokationen von Kapital führte. Hinzu kamen mehrere negative Variablen, wie die Suche der Bankwirtschaft nach höheren Renditen (Verbriefung von Krediten), was ebenfalls teilweise auf die monetäre Politik zurückzuführen ist, und die Entwicklung finanztechnischer Innovationen wie CDSs.

Die Antwort auf die Frage, **weshalb die sich aufbauende Krise nicht früher erkannt wurde**, ist – vorausgesetzt man teilt die Ansichten des Autors über die Ursachen – eine leichte: Jeder Einzelne, der Teil des oben beschriebenen Systems des Wachstums der Immobilienpreise und der steigenden Gewinne aus Geschäften, welche sich daraus ableiteten, war, hatte kein Interesse daran sich der zunehmenden Probleme bewusst zu werden. Wie bei den meisten Menschen war der Glaube, dass es immer so weitergehen würde, stärker als die Vernunft, und selbst Ben Bernanke sagte 2006: *„Some cooling of the housing market is to be expected and would not be inconsistent with continued solid growth of overall economic activity.“* (Siehe Abschnitt 3.3) Konstellation im Jahre 2007, S. 50 ff.) Dieser Wesenszug der Menschheit wird oftmals als Gier bezeichnet.

Weiters hatte die Lösung der vorangegangenen Krise anlässlich des Zusammenbruchs der New Economy den Blick auf die gerade entstehende versperrt. Das Rezept der Zinssenkungen und des Flutens der Märkte mit Liquidität bewährte sich nur vorübergehend. Erschreckend ist, dass heute wieder mit dem gleichen Konzept versucht wird, der Krise Herr zu werden, und es ist abzusehen, dass mit der Überwindung dieser Krise bereits die Basis für die nächste geschaffen wird.

Dazu muss angemerkt werden, dass unser Zentralbankensystem schon seit langem auf Kreditexpansion beruht und das System ohne diese nicht mehr funktionsfähig wäre. Vor Bretton Woods jedoch war der Kreditexpansion zumindest teilweise durch die Koppelung des Geldes an reale Werte wie Gold ein Limit gesetzt. Heute jedoch gibt es kein wirkliches Limit mehr, und es wird versucht Probleme der Wirtschaft mit einem Fluten durch Liquidität entgegenzutreten.

Ob sich dieses Grundproblem unserer heutigen Wirtschaft mit einem Mehr an Regulation lösen lässt, bleibt zu bezweifeln. Die Krise kann auch als Mahnung dienen, was geschieht, wenn das Geldmengenwachstum aus den Fugen gerät und sich zu weit vom Wachstum der realen Wirtschaft entfernt.

Die politischen Folgen, welche aus dieser Krise erwachsen, sind bei weitem größer als zunächst angenommen. Über Jahrzehnte aufgebaute Paradigmen, wie dasjenige der freien Märkte, wurden über Nacht aufgegeben und wichen pragmatischen Ansätzen, welche nötig wurden um das kapitalistische System zu bewahren. In den angelsächsischen Medien konnte in den letzten Wochen vermehrt gelesen werden: „*Pragmatism trumps Philosophy*“. Der Staatsinterventionismus feierte rund um den Globus ein wenig begrüßtes Comeback, und innerhalb weniger Wochen wurden mehrere der größten weltweiten Finanzkonzerne verstaatlicht. Manche Staaten, wie England, verstaatlichten sogar große Teile der Bankenindustrie. In den USA wurden, nachdem schon ein Konjunkturprogramm in Höhe von 150 Mrd. USD an die Bevölkerung verteilt worden war und mit dem Hope Now Plan versucht wird zwischen der Hypothekenindustrie und den Konsumenten zu vermitteln, die beiden GSEs (Fannie Mae und Freddie Mac) verstaatlicht, und es wurde ein Rettungsplan mit dem Namen Troubled Asset Relief Program (TARP) ins Leben gerufen, im Umfang von zunächst 700 Mrd. USD. Zusätzlich pumpte die Fed in noch nie dagewesenem Ausmaß durch das Öffnen neuer Lending Facilities (TAF/TSLF) Liquidität in das System, senkte außerdem die Zinsen rapide ab und bewahrte mit Notkrediten unter anderem den weltgrößten Versicherungskonzern AIG vor dem Bankrott.

Zugutegehalten werden muss der US-Regierung und der Fed die Geschwindigkeit, mit welcher versucht wird in dieser Krise zu agieren, da in vergleichbaren Krisen – wie der Weltwirtschaftskrise 1930, der „Savings & Loan“-Krise (Sparkassenkrise) der 1980er Jahre in den USA und der Krise in Japan in den 1990er Jahren – mit der staatlichen Hilfe, welche schlussendlich unumgänglich war, weitaus länger zugewartet worden war. Möglicherweise werden dadurch die Folgen der Krise abgemildert, und die Erholung wird beschleunigt.

Über die Möglichkeiten und Notwendigkeiten einer Reformierung des Systems – sei es der Regulatoren, der Kapitalanforderungen und Bilanzregeln der Banken oder der Regeln, welche benötigt werden um die Risiken von Derivaten zu beschneiden – wurde seit dem Ausbruch der Krise im Sommer 2007 und insbesondere seit den Ereignissen im September und Oktober 2008 rege diskutiert. In dieser Arbeit wurden die Ansichten von Henry Paulson, einem Vertreter der Regierung und Timothy Geithner, einem Vertreter der US-Zentralbank Fed sowie von Experten – Nouriel Roubini (Wirtschaftsprofessor), John M. Mason (Wirtschaftsprofessor) und Vikram Pandit (CEO der Citigroup) – betrachtet und wiedergegeben. Ausnahmslos alle sind der Meinung, dass es Änderungen in der Art und Weise bedarf, wie der US-amerikanische Kapitalmarkt reguliert wird.

Henry Paulson plädiert für eine Ausweitung der Autorität der Fed auf systemisch wichtige Institute, was so viel bedeutet wie die Überwachung aller Finanzinstitute, welche eine kritische Größe erreicht haben. Zugleich fordert Paulson die Vereinfachung des Regulationssystems in den USA, welches seiner Ansicht nach zu versplittert ist und dadurch nicht effektiv arbeiten kann. Er vertritt die Meinung, dass das jetzt vorherrschende System, welches sich als Reaktion auf die Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre entwickelt hatte, neu strukturiert werden sollte. Die alte Ausrichtung, bei welcher sich die einzelnen Regulatoren auf spezielle Industrien, wie beispielsweise die Depositenbanken, die Investmentbanken, die Versicherungswirtschaft etc., konzentrierten, sollte einer neuen weichen, bei welcher die Regulatoren nach regulatorischen Zielen organisiert sind. Paulson plädiert deshalb für die Schaffung von drei starken Institutionen: Die Fed solle für die Erhaltung der Stabilität des Marktes (Market Stability Regulator) zuständig sein, ein zweiter Regulator für das gesamte Bankensystem – am ehesten vergleichbar mit dem heutigen OCC (Office of the Comptroller of the Currency) – und eine dritte Institution für das Geschäftsverhalten der Finanzwirtschaft (Conduct of Business Regulator). Die fallenden Immobilienpreise und die damit verbundenen großen Probleme für die Bankwirtschaft will Paulson durch die Einführung von Pfandbriefen in das US-Finanzsystem und die Schaffung des TARP lösen.

Diesen Forderungen schließt sich der Präsident der einflussreichsten Reservebank, der Federal Reserve Bank of New York, **Timothy Geithner**, an, auch wenn er sie nicht so weit ausführt wie Paulson. Geithner meint, dass das jetzige System bei weitem zu versprengt und undurchsichtig ist und fordert deshalb ebenfalls die Konsolidierung. Eine Ausweitung der Autorität der Fed und eine Stärkung der Supervision der Finanzwirtschaft sind laut Geithner nötig um diese Krise zu überwinden und kommende zu verhindern. Grundlegend für die Forderung Geithners nach Ausweitung der Supervision und Kontrolle ist die Schaffung einer zentralen Abwicklungsstelle für strukturierte Produkte, insbesondere für CDSs, und eine Standardisierung derselben.

Eine Maßnahme, die getroffen wurde um die Krise zu lindern bzw. die verdächtigt wurde einer der Auslöser der Krise zu sein – das Verbot zunächst von Naked Shorting und in der Folge, im September 2008, das gänzliche Verbot von Shorts (auf einen ausgewählten Pool von Aktien, insbesondere Titel der Finanzindustrie) –, wird vom Autor verurteilt. Diese Maßnahme diene vornehmlich dem Finden eines Sündenbockes, da der Vorgang des Shortens in einem freien Markt ein völlig legitimer ist. Dass Naked Shorting bei zu wenig Aufsicht der Regulatoren missbraucht werden kann, um Märkte zu manipulieren, entspricht der Wahrheit; dass aber „normales“ Shorten dazu verwendet wird, stimmt nicht. Normales Shorten verzerrt die Marktpreise nicht zum Schlechten, sondern im Gegenteil glättet die Kurse, mindert dadurch die Blasenbildung und versorgt den Markt mit zusätzlicher Liquidität.

Die Vorschläge Paulsons und Geithners wurden von zahlreichen Experten kommentiert und kritisiert. In dieser Arbeit wurden die Kommentare und Kritikpunkte von dreien näher erläutert und analysiert.

Nouriel Roubini, Professor für Ökonomie an der New York University und einer der wenigen, der bereits vor Ausbruch der Krise davor warnte, hat zahlreiche Publikationen zur Reform der Regulatoren der US-Finanzmärkte verfasst. Roubini fordert im Einklang mit den Vertretern des Staates, Paulson und Geithner, mehr Transparenz für das Finanzsystem.

Diese Transparenz solle durch die Standardisierung von strukturierten Produkten und Änderungen in der Praxis der Securitisation, durch eine Prüfung der Rolle der Credit Rating Agencies und eine Aufhebung der Unterscheidung der Depositenbanken von den Investmentbanken sowie durch eine stärkere Kontrolle der Credit Rating Agencies erreicht werden. Zusätzlich kritisiert auch Roubini die zu große Fragmentierung der Regulatoren in den USA. Ein wichtiger Punkt, welchen Roubini anspricht, ist die Möglichkeit in der heutigen globalisierten Finanzwirtschaft so genannte „regulatorische Arbitrage“ zu betreiben. Hierbei werden die Regeln, welche einem Finanzinstitut nicht genehm sind, durch das Verlegen des Firmensitzes in andere Länder umgangen. Aus diesem Grund fordert Roubini, dass ein globaler Regulator geschaffen werden müsse, gesteht jedoch ein, dass die Erfüllung dieser Forderung in weiter Ferne liegt. Das einzige globale Regelwerk, Basel 2, welches von der BIS (Bank of International Settlements) überwacht wird, ist laut Roubini nicht fähig, Krisen wirksam vorzubeugen und fördert zudem prozyklisches Verhalten.

Vikram Pandit, CEO der Citigroup, fordert die Umsetzung von drei Grundprinzipien: Transparenz, ein abgestecktes Spielfeld und eine systemische Übersicht. Ziel der Umsetzung dieser drei Prinzipien ist am Ende ebenfalls die Schaffung eines globalen Regulators. Pandit stimmt mit Paulson, Geithner und Roubini in den Forderungen nach Transparenz und der Aufhebung der Unterscheidung von Banktypen überein. Strukturierte Produkte bedürfen laut Pandit ebenfalls der Standardisierung und Überwachung, und diejenigen Banken, welche eine Größe erreicht haben, mit der sie dem gesamten Finanzsystem gefährlich werden können, bedürfen der stärkeren Überwachung, egal ob es sich um Depositenbanken, Investmentbanken oder andere Formen von Finanzkonzernen handelt.

Der dritte Experte, der in dieser Arbeit zu Wort kommt, ist **John M. Mason**, Professor an der Penn State University und vormalig an der Wharton School, der University of Pennsylvania, geht in die Richtung Roubinis und Pandits, fürchtet jedoch in seiner Kritik, dass eine zu starke Reform der Regulatoren dazu führen könnte, dass die USA in dieser Phase der Globalisierung der Finanzmärkte einen Nachteil gegenüber aufstrebenden Entwicklungsstaaten (z.B.: Indien und China) erfahren könnten.

Zudem meint Mason, dass eben vor dem Hintergrund der sich stark globalisierenden Finanzmärkte ein Alleingang der USA bei der Reform der Regulatoren wenig Sinn machen würde. Doch auch Mason sieht die Forderung nach einem globalen Regulator als utopisch und nicht durchführbar an. Zu den Vorschlägen Paulsons merkt Mason interessanterweise an, dass dieser vom neuen Präsidenten der USA wahrscheinlich nicht wieder zum Secretary of the US Treasury ernannt werde, und seine Vorschläge somit wohl im Endeffekt nicht umgesetzt werden würden, sondern nur die Ausgangslage für eine Diskussion seien.

Wie wir gesehen haben, besteht unter den Vertretern der Regierung und den Experten der Wirtschaft und Wissenschaft ein Konsens dahingehend, dass das System mehr Transparenz benötigt, die durch die Schaffung einer zentralen Abwicklungsstelle für strukturierte Produkte und deren Standardisierung erreicht werden kann; dass das jetzige System der Regulatoren für die US-Kapitalmärkte zu zersplittert ist und einer Konsolidierung und Neuausrichtung bedarf; dass die Unterscheidung von Depositenbanken und Investmentbanken aufgehoben werden muss und dass jedes Finanzinstitut, das eine kritische Größe erreicht hat, der Regulation und Supervision eines Regulators unterworfen werden muss. Eine Forderung, welche von den Vertretern der Regierung nicht angedacht wird, aber von Roubini und Mason vorgeschlagen wird, ist die Schaffung eines globalen Regulators. Jedoch gestehen beide ein, dass diese Überlegung wohl nicht sehr bald umgesetzt werden kann.

Grundessenz der Diskussionen über die Reform des Finanzsystems und des Regulationsgebildes ist die Forderung nach mehr Transparenz, welche wie bereits beschrieben über verschiedenste Wege erreicht werden soll.

Was bedeutet dies alles für die politische Ausrichtung der USA? Wird es wirklich eine Rückkehr zur keynesianischen Theorie geben, und wird der Staat wieder der mit Abstand wichtigste Akteur der Wirtschaft werden?

Die starken staatlichen Interventionen in der Finanzwirtschaft (Schaffung neuer Lending Facilities durch die Fed, Notkredite an mehrere systemisch wichtige Finanzinstitute und der TARP), in den Geldmärkten (starke Senkung der Zinsen und außerordentliche Liquiditätsinjektionen) und auch in der Realwirtschaft (Hope Now Initiative und Stimulus Package) deuten in diese Richtung. Die Wahl des Demokraten Barack Obama zum 44. Präsidenten der USA ist ebenfalls ein Vorzeichen für die Rückkehr der Macht des Staates. Durch die Kräfteverhältnisse im Kongress, in welchem die Demokraten ebenfalls die Zügel in der Hand halten, hat Obama jetzt die Möglichkeit, sein Programm in aller Schnelle zu implementieren. Auch die durch den demokratischen Kongress blockierten Neubesetzungen der Fed Gouverneure weisen in Richtung „vermehrter Staatsinterventionismus“.

Werden jedoch die Entwicklungen der monetären Politik seit 2001 bzw. seit Antritt Alan Greenspans als Chairman der Fed, 1987, betrachtet, so erscheint es, als hätte sich die Fed weit von der monetaristischen Theorie entfernt. Der Monetarismus fordert, dass die Geldmenge ähnlich dem Wirtschaftswachstum wachsen sollte. Seit 1987 war dies aber nicht der Fall und die Geldmenge ist weitaus schneller als das Wirtschaftswachstum gewachsen. Des Weiteren war auch das Zinsniveau zeitweise sogar unter der Inflationsrate, wie es auch aktuell, im Oktober 2008, der Fall ist, und auch dies ist langfristig nicht im Sinne des Monetarismus. Auf der anderen Seite ist eines der Hauptziele des Monetarismus, die Inflation niedrig zu halten, was, wenn man sich die niedrige Inflation der letzten Jahre ansieht, als erfüllt erscheint. Jedoch hatten die billigen Importe aus Asien, allen voran aus China, einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf die Inflation. Somit ist es unmöglich zu sagen, ob die letzten Jahre strikt monetaristisch motivierte Politik betrieben wurde, und eher anzunehmen, dass die Reinform nie praktiziert wurde. Es wurde wohl schon immer ein Mittelweg gesucht, und in speziellen Fällen keynesianisch agiert.

Dass es jedoch eine solche Phase des uneingeschränkten Einflusses des Staates, wie es die keynesianische Theorie vorsieht, geben wird, ist heute unwahrscheinlich, da die Krise noch nicht dasselbe Ausmaß erreicht hat wie während der großen Depression der dreißiger Jahre. Die Gründe, die die Krise damals so schwer haben werden lassen, wurden gegen Ende des ersten Abschnittes dieser Arbeit diskutiert.

Heutige politische und wirtschaftliche Entscheidungsträger der USA, allen voran der Fed Chairman Ben Bernanke, haben ein enormes Wissen über die Entstehung und Bekämpfung der großen Depression und werden versuchen nicht dieselben Fehler noch einmal zu machen. In dieser Krise wird schnell und gründlich gehandelt werden, um das Vertrauen in das Bankensystem nicht weiter zu erschüttern und die negativen Folgen der Subprimekrise abzumildern.

Im Gegensatz zur Weltwirtschaftskrise des letzten Jahrhunderts wurde die Geldmenge nicht reduziert, sondern ein hohes Maß an Liquidität in den Markt gepumpt, was sowohl als keynesianische als auch als monetaristische Maßnahme angesehen werden kann. Damit sollen genau jene Folgen vermieden werden, welche die Weltwirtschaftskrise so schlimm werden ließen. Die Gefahr ist hierbei aber, dass wir uns auf eine Liquidity Trap zu bewegen, in welcher Deflation herrscht und die Menschen ihr Geld in Erwartung billigerer Preise nicht mehr investieren.

Der Eingriff in die Wirtschaft mit dem Konjunkturpaket, welches Keynes als Deficit Spending bezeichnen würde, ist aber eine klare keynesianische Aktion. Auch die Hope Now Alliance kann als keynesianisch bezeichnet werden. Sollte die US-Wirtschaft wirklich in eine Liquidity Trap geraten, so wie es momentan den Anschein hat, wird monetäre Politik wirkungslos werden, und auch die Möglichkeiten der Fiskalpolitik werden beschränkt werden. Wird nun schnell gehandelt und mit einem starken fiskalen Stimulus in die Gesamtnachfrage eingegriffen, der Wirtschaft eine dringend benötigte Starthilfe gewährt, kann die drohende Sackgasse vermieden werden.

Werden diese Überlegungen miteinbezogen, kann im Hinblick auf die kommende stärkere Rolle des Staates in der Wirtschaft von einem **postmodernen Keynesianismus** gesprochen werden, welcher sowohl Elemente des Keynesianismus beinhaltet als auch Elemente des Monetarismus. Zwar waren die letzten Jahre tatsächlich von Deregulation und einem gewissen Laissez-faire geprägt, jedoch kann nicht behauptet werden, dass es an Regulation mangelte.

Vielleicht gab es zu viel von der falschen Regulation, doch steht fest, dass das US-Finanzsystem sehr stark reguliert war und ist. Beispielsweise waren und sind Fannie Mae und Freddie Mac sowie der Markt, auf dem die beiden agieren, Bereiche, welche in den USA der stärksten Regulation und Kontrolle unterliegen. Dass die Regulierung versagt hat, ist nicht zu übersehen, aber dass deshalb mehr Regulation gefordert wird, nicht nachzuvollziehen. Die erste Reaktion auf den Schock der letzten Wochen war, wie in den Medien rund um die Welt gesehen werden konnte, die Forderung nach strikteren Regeln, mehr Regulation, einem Unterbinden von Spekulation und einem Begrenzen der Gehälter der Bankindustrie.

Diese erste Reaktion muss nicht unbedingt die Richtung sein, in welche sich die Politik entwickeln wird. Wenn sich der Schrecken der Ereignisse des Herbstes 2008 gelegt hat, kann begonnen werden über die wirklichen Ursachen nachzudenken, welche dieser Krise zugrunde liegen. Dass hierbei hohe Managergehälter thematisiert werden, ist wahrscheinlich, sie zählen aber nicht hauptsächlich zu den Auslösern. Noch liest man in wenigen Zeitungen, dass es eine verfehlte monetäre Politik sein könnte, welche dieses enorme Problem in den Kreditmärkten geschaffen hat, oder dass die Kapitalanforderungen der Regulatoren, bzw. Basel 2 der BIS, die Finanzmarktzyklen geradezu antreiben.

Eine große Schwäche der Regulatoren seit deren Bestehen ist, dass diese immer einen Schritt hinter der Wirtschaft sind, und wenn eine Finanzinnovation, wie die der strukturierten Produkte, aufkommt, dementsprechend erst mit Verzögerung darauf reagieren. Der Ruf nach einer Konsolidierung des Systems der US-Regulatoren ist vor diesem Hintergrund verständlich, da ein Regulator mit mehr Autorität zumindest schneller handeln könnte als viele kleine Regulatoren.

Für die Zukunft sollte versucht werden, Regeln und Regularien zu entwickeln, welche zum Ziel haben kein prozyklisches Verhalten zu fördern, die natürlichen Schwankungen der Konjunktur also nicht zusätzlich zu vergrößern. Diese Aufgabe zu bewältigen, wird sehr schwer werden und, falls in diese Richtung gedacht wird, einige Jahre in Anspruch nehmen.

Dazu müssten auch die Fed und die anderen Zentralbanken der Welt aufhören asymmetrische monetäre Politik zu betreiben, was bedeutet, dass in guten Zeiten (Boom) die Zinsen rechtzeitig erhöht werden, der Boom damit abgeschwächt und eine Blasenbildung verhindert wird, in schlechten Zeiten jedoch sofort alles unternommen wird, um eine Korrektur oder Rezession zu verhindern, also die Zinsen aggressiv und unmittelbar gesenkt werden.

Ich denke, dass wir bestimmt zu einer Phase erhöhten Einflusses des Staates in der Wirtschaft zurückkehren werden, dass in dieser Phase jedoch monetaristisches Gedankengut mit keynesianischem gemischt werden wird und nicht von einem reinen Keynesianismus gesprochen werden kann. Nach den Lehren aus der Weltwirtschaftskrise und der Entwicklung, die der Keynesianismus danach durchlief, wird sich auch die keynesianische Idee weiterentwickeln, neue Wege gehen und versuchen durch Integration monetaristischer Grundsätze Fehler der Vergangenheit zu vermeiden. „*Pragmatism trumps Philosophy*“ könnte als der neue Leitspruch gelten, und der Staat wird sich jene Bausteine der zur Verfügung stehenden Theorien nehmen, die ihm für die Bewältigung einer Krise sinnvoll erscheinen.

Literaturverzeichnis

Monografien und Sammelbände

Alemann, U. von; Forndran, E. (2005): Methodik der Politikwissenschaft. Eine Einführung in Arbeitstechnik und Forschungspraxis; 7. Auflage, W. Kohlhammer GmbH, Stuttgart

ATTAC (Hrsg.) (2008): Crash statt Cash. Warum wir die globalen Finanzmärkte bändigen müssen; OeGB Verlag, Wien

Bevc, T. (2007): Politische Theorie; Schriftenreihe der Bundeszentrale für Politische Bildung, Band 668, Bonn

Bloss, M. et al. (2008): Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise, München

Blum, S., Schubert K. (2008): Politikfeldanalyse, München

Bombach, G. et al. Hrsg. (1976): Der Keynesianismus, Bd. 1: Theorie und Praxis keynesianischer Wirtschaftspolitik: Entwicklung und Stand der Diskussion, Berlin

Butterwegge, C., Lösch B., Ptak R., Hrsg. (2007): Kritik des Neoliberalismus, Wiesbaden

Chomsky, N. (2001): Profit over People, Neoliberalismus und globale Weltordnung; Hamburg

Eder, S. (2008): Die Rolle von Ratingagenturen bei der Strukturierung von Collateralized Debt Obligations (CDOs), Hamburg

Friedman, M., Friedman R. (1983): Chancen, die ich meine; Ungekürzte Ausgabe (Ullstein 34152). Ullstein GmbH, Frankfurt/M – Berlin

Friedman, M. (1970): Die optimale Geldmenge und andere Essays; München

Friedman, M. (2004): Kapitalismus und Freiheit; Ungekürzte Taschenbuchausgabe (= Serie Piper 3962), Piper Verlag GmbH, München, Zürich

Glebe, D. (2008): Börse verstehen: Die globale Finanzkrise: Alle Informationen zur Wirtschaftskrise 2007 – 2009, Wuppertal

Goodman, L.S. et al (2008): Subprime Mortgage Credit Derivates, Erscheinungsort wird nachgereicht..

Greenspan, A (2008): The Age of Turbulence. Adventures in a New World. With a New Chapter On The Current Credit Crisis; Penguin Press, New York

- Groll, F. (2009): Von der Finanzkrise zur solidarischen Gesellschaft, Wiesbaden
- Halfpap, P. (2008): Kapitalmarktaufsicht in Europa und den USA: Ein institutioneller Vergleich, Frankfurt/M.
- Hayek, F. A. (2007): Der Weg zur Knechtschaft; Olzog Verlag GmbH, München
- Hayek, F. A. (1983): Die Verfassung der Freiheit; Tübingen
- Hayek, F. A. (1979): Liberalismus; Walter Eucken Institut, Tübingen
- Heine, M., Herr H. (2003): Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro-und Makroökonomie, München
- Huffschmid, J., Köppen M., Rhode W., Hrsg. (2007): Finanzinvestoren. Retter oder Raubritter, Hamburg
- Investkredit Bank AG (2006): Invest Glossar – 1597 Begriffe aus der Finanzwelt, Wien
- Kaiser, D.G. (2006): Finanzintermediation durch Banken und Versicherungen, Wiesbaden
- Kaiser, D.G. (2004): Hedgefonds. Entmystifizierung einer Anlageklasse. Strukturen – Chancen – Risiken, Wiesbaden
- Keynes, J.M. (2006): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes; 10. verbesserte Auflage. Duncker & Humblot GmbH, Berlin
- Keynes, J.M. (2004): The End of Laissez-Faire – The Economic Consequences of the Peace; Prometheus Books, Amherst, New York
- Klement, J. (2007): Kreditrisikohandel, Basel II und interne Märkte in Banken, Wiesbaden
- Klug, F., Fellmann I. Hrsg. (2006): Schwarzbuch Neoliberalismus und Globalisierung, Linz
- Köhler, W. (2008): Wall Street Panik – Banken ausser Kontrolle: Wie Kredithaie die Welt-Konjunktur ins Wanken bringen, Murnau
- Küblböck, K., Staritz C. Hrsg. (2008): Asienkrise: Lektionen gelernt? Finanzmärkte und Entwicklung, Hamburg
- Lütz, S. (2002): Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: Regulative Politik In Deutschland, Grossbritannien und den USA (MPIGL), Frankfurt
- Mises, L. v. (1959): Liberalismus; in: Handwörterbuch der Sozialwissenschaften. Stuttgart u.a., Bd. 6, S.596-604

Österreichische Nationalbank Hrsg. (2004): Neue quantitative Modelle der Bankenaufsicht, Wien

Plickert, P. (2008): Wandlungen des Neoliberalismus. Eine Studie zur Entwicklung und Ausstrahlung der "Mont Pelerin Society", Stuttgart

Pollert, A. et al (2004): Das Lexikon der Wirtschaft – Grundlegendes Wissen von A bis Z; Schriftenreihen der Bundeszentrale für Politische Bildung, Band 414, Bonn

Schäfer, U. (2008): Der Crash des Kapitalismus: Warum die entfesselte Marktwirtschaft scheiterte und was jetzt zu tun ist, Frankfurt

Schlemmer, M. (2008): Die Hypothekenkrise in den USA und ihre Auswirkungen, Hamburg

Schön, S. et al., Hrsg. (2007): Handbuch Konstellationsanalyse; oekom verlag, Gesellschaft für ökologische Kommunikation mbH, München

Schumpeter, J. (1926): Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, München

Shiller, R.J. (2008): The Subprime Solution. How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about it, Princeton University Press

Soros, G. (2008): Das Ende der Finanzmärkte – und deren Zukunft; Die heutige Finanzkrise und was sie bedeutet, München

Stiftung Entwicklung und Frieden, Institut für Entwicklung und Frieden (2006): Globale Trends 2007; Schriftenreihe der Bundeszentrale für Politische Bildung, Band 598, Bonn

Trautwein, D. (2008): Kritische Analyse der internationalen Finanzmarktkrise 2007/08, Hamburg

Willke, G. (2003): Neoliberalismus; Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main

Willke, G. (2006): Kapitalismus; Campus Verlag GmbH, Frankfurt/Main

Windolf, P. Hrsg. (2005): Finanzmarktkapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktions-Regimes, Wiesbaden

Zinn, K.G. (2008): Die Keynesische Alternative: Beiträge zur Keynesischen Stagnations-Theorie, zur Geschichtsvergessenheit der Ökonomik und zur Frage einer linken Wirtschaftsethik, Hamburg

Beiträge in Sammelbänden und Zeitschriften

Bloomberg Markets – The risk nightmare – the 62 Trillion \$ CDO market –
Volume 17, Number 7, July 2008, Page 52

Balzli, B., Hornig F., Pauly C. (2007): Amerikanischer Albtraum, in: Der Spiegel (34),
S.62 - 64.

Galbraith, J. K. (2008): Das Scheitern des Monetarismus – Von den Theorien Milton
Friedmans zur Weltwirtschaftskrise; Blätter für deutsche und internationale Politik
9/2008; S. 69- 80

Galbraith, J. K. (2008): Die Weltwirtschaftskrise – und was der neue US-Präsident
tun sollte; Blätter für deutsche und internationale Politik 11/2008; S. 41- 57

Giddens, A. (1996): Risiko, Vertrauen und Reflexivität, in :U. Beck, A. Giddens, S.
Lash (Hrsg.): Reflexive Modernisierung. Eine Kontoverse, Frankfurt, S. 316-337

Heda, C., Rinze J. (2004): Non-Performing Loan und Verbriefungs-Transaktionen, in:
Zeitschrift für Wirtschafts-und Bankrecht, (32), S.1557 - 1566

Huffschmid, J. (2008): Demokratische Wirtschaftspolitik gegen die neoliberale
Zerstörung des Sozialstaats, in: Österr. Studienzentrum für Frieden und
Konfliktlösung (Hrsg.): Europäische Friedenspolitik, Wien/Berlin, S.271-323

Pollert, A. et al (2004): Das Lexikon der Wirtschaft – Grundlegendes Wissen von A
bis Z; Schriftenreihe der Bundeszentrale für Politische Bildung, Band 414, Bonn

Schuberth, H. (2009): Paradigmenwechsel in der Beurteilung von Finanzmärkten, in:
ISW (Hrsg.): Wirtschaftspolitische Zeitschrift, (31), 4/08, Linz, S. 15 – 27

Schulmeister, S. (2006): Das neoliberale Weltbild – wissenschaftliche Konstruktion
von „Sachzwängen“ zur Förderung und Legitimation sozialer Ungleichheit, in: Klug/
Illmann (Hrsg.): Schwarzbuch Neoliberalismus und Globalisierung, Linz . S. 153 –
175

The Economist – Buttonwood – The subprime mess – 13th October 2007, Page 87

The Economist – Northern Rock – The English patient – 10th November 2007,
Page 46

The Economist – Citigroup – Cracks in the edifice – 10th November 2007, Page 89

The Economist – Credit markets – CDOh no! – 10th November 2007, Page 90

The Economist – Mortgage lenders – Bricks and slaughter – 10th November 2007,
Page 92

The Economist – Northern Rock – Pulling the plug – 24th November 2007, Page 15

The Economist – America's mortgage giants – Not-so-dynamic duo – 24th November 2007, Page 78

The Economist – Bank capital – Tightening the safety belt – 24th November 2007, Page 78

The Economist – Credit derivatives – Gross exaggeration – 2nd February 2008, Page 76

The Economist – The politics of nationalisation – A bank by any other name – 23rd February 2008, Page 39

The Economist – Northern Rock – In the state's tender hands – 23rd February 2008, Page 40

The Economist – Bond insurers and the markets – Splitting headaches – 23rd February 2008, Page 77

The Economist – Banks and accounting – More holes than thou – 23rd February 2008, Page 80

The Economist – Monetary policy – Oceans apart – 1st March 2008, Page 72

The Economist – Foreclosures in America – Searching for Plan B – 1st March 2008, Page 71

The Economist – Credit crisis – Fixing finance – 5th April 2008, Page 13

The Economist – Paulson's plan – Will it fly? – 5th April 2008, Page 75

The Economist – Mortgage Bail-outs – Help for homeowners – 5th April 2008, Page 75

The Economist – Briefing: The American economy – The long hangover – 12th April 2008, Page 75

The Economist – Derivatives – Taming the beast – 19th April 2008, Page 18

The Economist – Derivatives – Clearing the fog – 19th April 2008, Page 78

The Economist – Banks – Barbarians at the vault – 17th May 2008, Page 15

The Economist – Paradise lost – A special report on international banking – 17th May 2008, Page 70

The Economist – Global housing markets – Structural cracks – 24th May 2008, Page 87

The Economist – America's mortgage giants – Haggling on the hill – 24th May 2008,

- The Economist – Buttonwood – Credit troubles – 12th July 2008, Page 78
- The Economist – American housing – The wrecking-ball response – 12th July 2008, Page 81
- The Economist – Fannie Mae and Freddie Mac – End of Illusions – 19th July 2008, Page 71
- The Economist – A brief history of GSEs – Toxic fudge – 19th July 2008, Page 72
- The Economist – Financial regulation – Grasping at shorts – 19th July 2008, Page 73
- The Economist – The credit crunch – The year of living dangerously – 9th August 2008, Page 10
- The Economist – The credit crunch one year on – Mission creep at the Fed – 9th August 2008, Page 63
- The Economist – Alan Greenspan on financial turbulence – Hire the A-Team – 9th August 2008, Page 64
- The Economist – Derivatives – Damoclean days – 9th August 2008, Page 67
- The Economist – America's national debt – Another inconvenient truth – 16th August 2008, Page 61
- The Economist – Auction-rate securities – Kicked in the ARS – 16th August 2008, Page 62
- The Economist – Short-selling – Phantom menace – 16th August 2008, Page 63
- The Economist – American housing 1 – Home economics – 16th August 2008, Page 63
- The Economist – American housing 2 – Ticking time bomb – 16th August 2008, Page 64
- The Economist – The financial crisis – What next? – 20th September 2008, Page 13
- The Economist – Domino theory – Wall Street's bad dream – 20th September 2008, Page 73
- The Economist – Saving Wall Street – The last resort – 20th September 2008, Page 74
- The Economist – AIG's rescue – size matters – 20th September 2008, Page 78
- The Economist – Derivatives – A nuclear winter? – 20th September 2008, Page 79

- The Economist – Accounting – All's fair – 20th September 2008, Page 80
- The Economist – America's bail-out plan – I want your money – 27th September 2008, Page 15
- The Economist – Briefing: America's bail-out plan – The doctor's bill – 27th September 2008, Page 77
- The Economist – Deleveraging – A fate worse than debt – 27th September 2008, Page 88
- The Economist – The credit crunch – Saving the system – 11th October 2008, Page 13
- The Economist – Managing the credit crunch – The European Union's week from hell – 11th October 2008, Page 39
- The Economist – Face Value: Sheila Bair, guarantor of America's deposits – 11th October 2008, Page 80
- The Economist – Global Finance – Moment of truth – 11th October 2008, Page 83
- The Economist – Who's to blame? – Phantomine villains – 11th October 2008, Page 84
- The Economist – America's bail-out – TARP priority – 11th October 2008, Page 86
- Wolf, M. (2008): The Lessons to Be Learnt from Today's Financial Crisis. In: Financial Times, 02.07.2008

Internetquellen

Alle Internetquellen wurden zwischen April '08 und November '08 abgerufen.

- [1] http://evakreisky.at/onlinetexte/nachlese_hermeneutik.php
- [2] <http://www.federalreserveeducation.org/fed101/history/> – Zitat zum Handelsstart 20. Oktober 1987
- [3] <http://www.federalreserveeducation.org>
- [4] http://www.richmondfed.org/publications/educator_resources/federal_reserve_today/images/pyramid.jpg – Struktur der Fed-Pyramide
- [5] <http://banking.senate.gov/conf/> – Gramm Leach Bliley Act
- [6] <http://www.investopedia.com/terms/s/spv.asp> – Special Purpose Vehicle
- [7] <http://banking.about.com/od/mortgages/g/mortgage.htm> – Definition Hypothek

- [8] http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9552987 – Bond insurers are under attack
- [9] <http://www.rbcprivatebanking.com/what-are-structured-products.html> – What are structured products?
- [10] <http://accruedint.blogspot.com/2007/03/how-does-cdo-work.html> – How does a CDO work?
- [11] <http://moneyterms.co.uk/securitisation/> – Securitisation
- [12] <http://www.huduser.org/Publications/pdf/subprime.pdf> – Report on Subprime and the role of GSEs and risk-based pricing (2002) – U.S. Department of Housing and Urban Development
- [13] <http://www.investopedia.com/articles/03/102203.asp> – What is a corporate Credit Rating – Credit Rating Agencies
- [14] http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=10655009 – Credit Rating Agencies – Restructured products
- [15] http://online.wsj.com/article/SB121193290927324603.html?mod=hps_us_whats_news – Fear, rumors touched off fatal run on Bear Stearns
- [16] <http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html> – Historical rate changes of the target federal funds and discount rates since 1971
- [17] <http://www.intelligentguess.com/blog/2007/03/01/usa-comparism-of-gdp-growth-versus-fed-rate-since-1954/> – GDP growth vs. Fed Rate since 1954
- [18] <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm> – 78. Annual Report
- [19] <http://www.bis.org/publ/work256.htm> – Adrian, Tobias; Hyon, Song Shin (2008): Liquidity and financial cycles – Working Papers No 256 – July 2008
- [20] <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7073131.stm> – The downturn in facts and figures – Subprime crisis in pictures (verwendet für Konstellation 2003 und Konstellation 2007)
- [21] http://mysite.verizon.net/vodkajim/housingbubble/united_states_1890-2007.png
For an annualized graph depicting over a century of inflation-adjusted U.S. housing prices based on Yale University economics professor Robert Shiller's data
- [22] http://www2.standardandpoors.com/spf/pdf/index/SP_CS_Home_Price_Indices_Methodology_Web.pdf?vregion=us&vlang=en – Methodologie Case Shiller House Price Indices
- [23] <http://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/bernanke20060215a.htm>

Chairman Ben S. Bernanke – Semiannual Monetary Policy Report to the Congress

- [24] http://www.econbrowser.com/archives/2008/04/Hooper_securitization_apr_08.gif – Securitized Mortgage Lending has disappeared – picture
- [25] <http://ftalphaville.ft.com/blog/2008/05/27/13348/case-shiller-cliff-dive/> – Case Shiller Cliff Dive, May 2008
- [26] http://www.oecd.org/document/35/0,3343,en_2649_201185_40453027_1_1_1_1,00.html – Subprime-Verluste, Schätzungen OECD
- [27] <http://calculatedrisk.blogspot.com/2007/11/deutsche-bank-subprime-losses-may-reach.html> – Subprime-Verluste, Schätzungen Deutsche Bank
- [28] <http://ftalphaville.ft.com/blog/2008/04/08/12157/1-trillion-and-bust/> – IMF Subprime-Verluste, Schätzung April 2008
- [29] http://www.nzz.ch/nachrichten/startseite/hinter_den_kulissen_des_geldmarktes_1.731952.html – Hinter den Kulissen des Geldmarktes
- [30] <http://www.bbc.co.uk/go/pr/fr/-/2/hi/business/7289815.stm> – Central banks fight credit crisis – 11. März 2008
- [31] <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20080311a.htm> – Press Release – TSLF vom 11.3.08
- [32] <http://www.investopedia.com/terms/r/repurchaseagreement.asp> – Repo Agreement
- [33] <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7296678.stm> – Bear Stearns gets emergency funds – 14.03.08
- [34] http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/die_subprime-krise_als_folge_von_fehlanreizen_1.653793.html – Die Subprimekrise als Folge von Fehlanreizen
- [35] <http://www.ft.com/cms/s/1/a21207b4-7d06-11dd-8d59-000077b07658.html> – Fannie and Freddie
- [36] <http://www.ustreas.gov/press/releases/hp599.htm> – Announcement Henry Paulson 10th October on Hope Now Alliance
- [37] <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2007/12/20071206-9.html> – President Bush discusses Housing – 6th Dezember '07 – Bush on Hope Now and Regulatory Changes for Mortgage Industry
- [38] http://www.mortgagenewsdaily.com/1272007_ARM_Freeze.asp – Up in ARMs – The Mortgage Bailout – Enttäuschung über Hope Now und

Unmöglichkeit des Einfrierens der ARM-Zinsraten

- [39] http://www.usatoday.com/money/economy/housing/2008-06-16-foreclosure-help_N.htm – Hope Now tries to speed home foreclosure aid process – negative equity and the Hope Now plan
- [40] <http://www.ft.com/cms/s/0/feb7d8b6-d5e7-11dc-bbb2-0000779fd2ac.html> – Senate backs deal on fiscal stimulus package – 8th February 2008
- [41] <http://www.ft.com/cms/s/0/478ca0e8-d427-11dc-a8c6-0000779fd2ac.html> – Snub for US over stimulus package
- [42] <http://www.ft.com/cms/s/0/9b772660-3714-11dd-bc1c-0000779fd2ac.html> – View of the day: US consumer – Stimulus package gets washed away through asset price depreciation
- [43] <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aNHPA3k7pAAQ&refer=home> – Paulson Statement on Fannie Mae, Freddie Mac: Full Text
- [44] <http://www.ft.com/cms/s/0/43697fa6-f1cb-11dc-9b45-0000779fd2ac.html> – Fed leads Bear Stearns rescue
- [45] <http://www.ft.com/cms/s/1/bad708de-fa71-11dc-aa46-000077b07658.html> – The Feds role in Bear Stearns
- [46] <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/tslf.htm> – TSLF
- [47] <http://seekingalpha.com/article/79274-should-the-fed-lend-to-investment-banks> Should the Fed lend to investment banks?
- [48] <http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN1134061620080712> – Bernanke tells Freddie discount window open: sources
- [49] <http://www.ft.com/cms/s/2/83b44ed8-8492-11dd-b148-0000779fd18c.html> – FT Lex – AIG rescue
- [50] <http://www.ft.com/cms/s/0/4e9f639a-8906-11dd-a179-0000779fd18c.html> – Credit derivatives regulation moves step closer
- [51] <http://www.ft.com/cms/s/0/e60f5584-86ac-11dd-959e-0000779fd18c.html> – FT Lex – Counterparty risk
- [52] <http://www.ft.com/cms/s/1/be54200c-83cc-11dd-bf00-000077b07658.html> – Ailing AIG
- [53] <http://www.ft.com/cms/s/1/104ce498-960b-11dd-9dce-000077b07658.html> – FT Lex – The final bail-out
- [54] <http://www.cnbc.com/id/23880110> – TEXT: Henry Paulson's Speech
- [55] <http://www.centralpennbusiness.com/article.asp?aID=66754> – Paulson urges

stronger Fed role on Wall Street

- [56] <http://www.guardian.co.uk/business/feedarticle/7596972> – Auszug aus einer Rede Paulsons
- [57] <http://online.wsj.com/article/SB121302202578857369.html> – Geithner Pushes for Tougher Rules, Supervision to Prevent Future Crises – Geithner zur Ausweitung der Autorität der Fed und Derivaten
- [58] <http://seekingalpha.com/article/84179-what-is-a-covered-bond> – Covered bonds explanation
- [59] <http://www.reuters.com/article/gc03/idUSN0929822920080709> – FDIC to OK covered bond rules Tuesday – Paulson
- [60] http://www.nytimes.com/2008/07/11/business/11fannie.html?_r=1&oref=slogin – U.S. Weighs Takeover of Two Mortgage Giants
- [61] <http://www.ft.com/cms/s/1/7214253a-5bfd-11dd-9e99-000077b07658.html> – Short measures
- [62] <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf> – Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization
- [63] <http://online.wsj.com/article/SB121452512270309111.html> – Toward a Transparent Financial System – Vikram Pandit
- [64] <http://maseportfolio.blogspot.com/> – John M. Masen zu Grundlagen der Supervision und Ausweitung der Fed Autorität
- [65] <http://ftalphaville.ft.com/blog/2008/05/23/13299/friday-epic-last-of-the-romans/> – FSAB versagen
- [66] <http://online.wsj.com/article/SB121435053011401529.html> – Fed Vacancies Pose Challenge for Bernanke
- [67] <http://online.wsj.com/article/SB121363821436678049.html> – Lenders agree plan to stem foreclosures
- [68] <http://www.hopenow.com/> – The Hope Now Initiative
- [69] <http://www.whitehouse.gov/news/releases/2007/12/20071206-9.html> – President Bush discusses housing
- [70] <http://www.ft.com/cms/s/0/72321b38-ca5a-11dc-a960-000077b07658.html> – Deal on 150 Billion US-Dollar Stimulus Package – 25. Januar 2008
- [71] <http://www.ft.com/cms/s/1/d3605d5e-0c8b-11db-8235-0000779e2340.html> – Naked short selling

- [72] http://online.wsj.com/article_print/SB121200854143127269.html – Low on reserves – Artikel zu FOMC und Unterbesetzung der Governors
- [73] <http://www.infoplease.com/biography/var/benbernanke.html> – Ben Bernanke
- [74] <http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm> – 2nd short selling ban
- [75] http://www.cato.org/pub_display.php?pub_id=9379 – Blame the Fed
- [76] http://online.wsj.com/article/SB121859398601235661.html?mod=google_news_ws&apl=y&r=107685 – Stocks Under 'Short' Order Fell During Protection Period
- [77] <http://indiaequity.wordpress.com/2008/09/21/latest-quotes-by-henry-paulson/>

<http://mortgageblues.us/news/398> – Clinton repeal of Glass-Steagall faulty as seen today

<http://www.reuters.com/article/ousiv/idUSN1933365020070719> – Ben Bernanke Subprime-Schätzungen, Juli 2007

<http://www.securitization.net>

<http://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS> – Chart zu federal funds rate seit 1950

<http://www.ft.com/cms/s/0/a3c84ae2-5460-11dd-aa78-000077b07658.html> – Blowing in the wind – 18.07.08, Analyse der Krise

http://www.nzz.ch/hintergrund/dossiers/umwaelzungen_in_der_wirtschaft_2.45673 – Umbruch in der Finanzwelt

<http://www.ft.com/cms/s/1/07962886-ab51-11dd-b9e1-000077b07658.html> – Keynes woz 'ere

http://www.ft.com/cms/s/0/b661c5e2-901b-11dd-9890-0000779fd18c.dwp_uuid=1f4e12ca-53ec-11dd-aa78-000077b07658.html – SEC extends its ban on short selling

http://www.ft.com/cms/s/0/87318734-a06b-11dd-80a0-000077b07658.html?nclick_check=1 – Short selling ban stays until January (UK)

http://www.ft.com/cms/s/1/72a63f00-963c-11dd-9dce-000077b07658.dwp_uuid=1f4e12ca-53ec-11dd-aa78-000077b07658.html – Shorts are back

http://www.nzz.ch/nachrichten/wirtschaft/aktuell/auch_der_staat_hat_versagt_1.1233565.html – Auch der Staat hat versagt

Berichte, Vorträge, Research Reports

Deutsche Bundesbank Hrsg. (2008): Finanzstabilitätsbericht 2007, Frankfurt

Deutscher Bundestag/Wissenschaftliche Dienste Hrsg. (2008): Asset Backed Securities und die Subprime-Krise, Berlin

Glassner V., Galgoczi B. (2009): Plant-level response to the economic crisis in Europe, WP 2009/01, Brüssel

IMF Hrsg. (2008): World Economic Outlook. Financial Stress, Downturns, and Recoveries, Washington D.C.,

Institut für Strategie und Sicherheit der Landesverteidigungsakademie Wien (2009): ISS Aktuell – Von der Finanzkrise zur globalen Wirtschaftskrise, Wien

Hayek, Friedrich A. (1958): Die freie Marktwirtschaft und ihre moralischen Grundlagen; Festvortrag gehalten auf Einladung der Citibank (Austria) anlässlich der Gründung des Carl Menger Instituts. Carl Menger Institut, Wien

Hilpert, H.G., Mildner S. (2009): Globale Ordnungspolitik am Scheideweg, SWP-Studie, Berlin

Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien Hrsg. (2007): Die wirtschaftliche Lage der österreichischen Kreditinstitute, Wien

Merrill Lynch – New chapter in crisis management – 14.07.08

Schreyer, M. (2007): Finanzmarktstabilität: Lehren aus der Hypotheken- und Kreditkrise; Direkt - Analysen und Konzepte zur Wirtschafts- und Sozialpolitik Dezember 2007, Friedrich Ebert Stiftung

Wahlers, G. Hrsg. (2008): Die Finanzmarktkrise. Internationale Perspektiven, KAS, Sankt Augustin/Berlin

Weber, A. (2008): Die Subprime-Krise. Ursachen und Folgen für das Kreditwesen (Deutsche Bundesbank, Rede), Frankfurt

Witterauf, P. (2008): Die internationale Finanzkrise – Ursachen, Auswirkungen und Konsequenzen (HSS-Argumentation kompakt), München

[18] <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2008e.htm> – 78. Annual Report

[19] <http://www.bis.org/publ/work256.htm> – Adrian, Tobias; Hyon, Song Shin (2008): Liquidity and financial cycles – Working Papers No 256 – July 2008

[62] <http://media.rgemonitor.com/papers/0/Nouriel-RegulationSupervisionMarch08.pdf> – Ten Fundamental Issues in Reforming Financial Regulation and Supervision in a World of Financial Innovation and Globalization

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Der keynesianische Zirkel	13
Abbildung 2: Die Struktur der Fed	33
Abbildung 3: Konstellation im Jahre 2001	45
Abbildung 4: USA – GDP growth % p.a. versus Fed Rate	46
Abbildung 5: Konstellation im Jahre 2003	48
Abbildung 6: Rise of Mortgage Bond Market	50
Abbildung 7: Konstellation im Jahre 2007	51
Abbildung 8: U.S. House Prices, 1890–2007	53
Abbildung 9: Mortgage Bond Market	55
Abbildung 10: Growth of Subprime Lending	55
Abbildung 11: Securitized Mortgage Lending has disappeared	56
Abbildung 12: S&P/Case-Shiller Home Price Indices	57
Abbildung 13: US-Foreclosures (Repossessionen)	58
Abbildung 14: Konstellation im Jahre 2008	62

Abkürzungsverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
AIG	American Insurance Group
AIGFP	American Insurance Group Financial Products
ARM	Adjustable Rate Mortgage
BIS	Bank of International Settlements
BoC	Bank of Canada
BoE	Bank of England
CDOs	Collateralized Debt Obligations
CDS	Credit Default Swap
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
EZB	Europäische Zentralbank
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
Fed	Federal Reserve
FHA	Federal Housing Administration
FOMC	Federal Open Market Committee
GDP	Gross Domestic Product
GSEs	Government Sponsored Entities
IBCA	International Bank Credit Analyst
IMF	International Monetary Fund
LTCM	Long Term Capital Management
MBS	Mortgage Backed Securities
OCC	Office of the Comptroller of the Currency
Repo	Repurchase Agreement
S&P	Standard & Poor's
SEC	Securities and Exchange Commission
SIV	Structured Investment Vehicle
SNB	Schweizerische Nationalbank
SPV	Special Purpose Vehicle
TAF	Term Auction Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
TSLF	Term Securities Lending Facility

Abstract

Die Diplomarbeit: Die US-Subprimekrise - Zur Analyse ihrer Ursachen, ihres Verlaufs und der geplanten Reformen von 2001 bis 2008, beschäftigt sich mit der amerikanischen Immobilienkrise, deren Ursachen und Folgen. Zunächst werden in einem ersten Abschnitt die theoretischen Grundlagen, der Keynesianismus und der Monetarismus, erläutert. Mittels einer Konstellationsanalyse werden im zweiten und dritten Abschnitt die Akteure, der Verlauf und die Ursachen der Krise beschrieben. Im vierten Abschnitt werden Lösungsansätze und im fünften die Ansichten von Experten dargestellt. Die Arbeit setzt sich nicht mit den Folgen für die Realwirtschaft auseinander, sondern beleuchtet die Vorgänge in der Finanzwirtschaft. Die Arbeit wurde im Oktober 2008 abgeschlossen, und kann somit keine Rücksicht auf spätere Entwicklungen nehmen.

Curriculum Vitae

Address Kornhausstrasse 29 ZH – 8037 Zurich	Email stephanzumtobel@gmail.com Date of Birth 30.01.1981 Nationality Austrian
---	--

Education

- Oct '03 – today **University of Vienna, Vienna, Austria**
Study of Political Science
- Oct '01 – Jan '03 **University of Zurich, Zurich, Switzerland**
Study of Economics
- Sep '91 – June '00 **High School BG Dornbirn Stadt, Dornbirn, Austria**
'Matura' degree type B with Latin

Extracurricular Work Experience

- May '07 – Oct '08 **Lehman Brother International, Zurich, Switzerland**
 ▪ ICG Sales trading position for Austrian and German institutional clients
 4th largest US Investment Bank (www.lehman.com)
- Aug – Sep '06 **Rahn & Bodmer, Zurich, Switzerland**
 Internship
 ▪ R&B exchange: trading/ equities
 ▪ Investment services: research – strategy meetings – company presentations
 ▪ Analysis and documentation of the oil-industry-value-chain and coal liquidification
 Swiss Private Bank (www.rahnbodmer.ch)
- July – Aug '05 **FM Zumtobel Holding & Consulting GmbH, Dornbirn, Austria**
 Internship
 ▪ Client relationships & Licence negotiations
 ▪ Attendance at VC meetings
 ▪ Identec, Sanoway, Sunrivers
 Austrian Holding Company with international investments (www.fmzumbobel.com)