

I. Einleitung: Das Ende einer unhaltbaren Situation

Die schwelenden Anspannungen an den Finanzmärkten führten am 9. August 2007 zu erheblichen Turbulenzen. Bemüht, die Ordnung am Interbankmarkt wiederherzustellen, sahen sich eine Reihe von Zentralbanken an diesem Tag zu außerordentlichen Maßnahmen gezwungen. Die Turbulenzen brachen aus, als einige wenige Fonds mit Anlagen in strukturierten Finanzprodukten, die mit jüngeren US-„Subprime“-Hypotheken unterlegt waren, die Rücknahme von Anteilen aussetzten. Wann und wo diese Turbulenzen enden werden, kann niemand mit Sicherheit voraussagen. Ihre Dauer, ihre Reichweite und die wachsenden Anzeichen realwirtschaftlicher Auswirkungen sind für die meisten privaten wie öffentlichen Beobachter eine große Überraschung.

Es ist nun aber unerlässlich, der Sache auf den Grund zu gehen. Wie konnten Probleme mit Subprime-Hypotheken, einem so kleinen Segment der globalen Finanzmärkte, derartige Verwerfungen hervorrufen? Nur wenn diese Frage beantwortet ist, lässt sich beurteilen, wie gravierend die wirtschaftlichen Folgen sein könnten und wie die öffentlichen Entscheidungsträger reagieren sollten. Zunächst müssen auf jeden Fall die aktuellen Schwierigkeiten überwunden werden. Ebenso wichtig ist jedoch die Durchführung weiterer Reformen, um die Wahrscheinlichkeit zu verringern, dass sich solche potenziell kostspieligen Ereignisse wiederholen. So groß die gegenwärtigen Herausforderungen auch sein mögen, sie bieten zugleich eine Chance für einen institutionellen Wandel, die es nicht zu versäumen gilt.

Bisher konzentrieren sich die meisten Analysen auf die Marktsegmente, in denen die Turbulenzen ihren Anfang nahmen, und auf die besondere Bedeutung neuer Entwicklungen im Finanzsektor. Einige stellen die Frage, was an der aktuellen Situation neu ist, und weisen vor allem auf Schwächen in der Art und Weise hin, wie die Verbriefung und die Veräußerung von Bankkrediten (das sog. Originate-to-distribute-Modell) auch im Hypothekensektor Anwendung fanden. Sie heben auch hervor, dass hochinnovative strukturierte Produkte eine größere Rolle spielten, dass die Ratingagenturen die Verwendung dieser Produkte förderten und dass Banken, die ihren aufsichtsrechtlichen Eigenkapitaleinsatz reduzieren wollten, auf außerbilanzielle Instrumente auswichen. All dies ist wichtig und weist den Weg für hilfreiche Gegenmaßnahmen.

Dieser Ansatz kann allerdings lediglich die Ergänzung einer grundlegenden Analyse sein, die neben den jüngsten Turbulenzen im Finanzsektor zugleich auch die steigenden Inflationsraten und den Einbruch an vielen Märkten für Wohneigentum erklären hilft. So stellen andere die Frage, was an der aktuellen Situation nicht neu ist, und stoßen hierbei auf Parallelen zu vielen vorangegangenen Phasen von Finanz- und Wirtschaftsturbulenzen. Historiker

würden an die ausgedehnte Rezession ab 1873, den weltweiten Abschwung ab Ende der 1920er Jahre sowie die Japan- und Asien-Krisen Anfang bzw. Ende der 1990er Jahre erinnern. Jedes Mal fiel dabei eine lange Phase starken Kreditwachstums mit einer zunehmenden Euphorie sowohl in der Realwirtschaft als auch an den Finanzmärkten zusammen, gefolgt von einer unerwarteten Krise und einem anhaltenden Abschwung. Fast immer wurde irgendeine neue Entwicklung in der Realwirtschaft oder im Finanzsektor als Rechtfertigung für das rasche Kreditwachstum herangezogen, da sie angeblich eine „neue Ära“ einläutete, und bekam dann natürlich die Hauptverantwortung für den Abschwung zugeschrieben. Vor diesem Hintergrund betrachtet, ist sogar das, was an der aktuellen Situation neu erschien, im Grunde altbekannt.

Was ist passiert? Eine Beschreibung

In den letzten beiden Jahrzehnten scheint sich in der Weltwirtschaft vieles positiv entwickelt zu haben. Die Inflation wurde fast überall auf einem sehr niedrigen Niveau gehalten und wies bis vor Kurzem eine bemerkenswert geringe Volatilität auf. Zugleich war das Wirtschaftswachstum in der Regel kräftig, und in den letzten vier Jahren waren die Wachstumsraten höher als je zuvor. Außerdem waren die Konjunkturabschwünge in den fortgeschrittenen Industrieländern seit Anfang der 1980er Jahre so flach, dass von einer „Great Moderation“ die Rede war. Die Widerstandsfähigkeit dieser Länder gegenüber wiederkehrenden Schockeeinflüssen an den Finanzmärkten wurde ebenfalls als Anzeichen besser funktionierender Volkswirtschaften gepriesen. Als wesentlicher stabilisierender Faktor in fast allen Industrieländern galt insbesondere, dass glaubwürdige Zentralbanken für eine dauerhaft niedrige Inflationsrate sorgen konnten.

Doch gerade die Schocks im Finanzsektor werfen zwei Fragen auf, die eher Anlass zur Sorge geben. Die erste ist, warum offenbar sowohl die Häufigkeit als auch das Ausmaß solcher Stressphasen an den Finanzmärkten zugenommen haben. Die zweite Frage – motiviert vor allem durch die Ereignisse im Umfeld des in Schwierigkeiten geratenen Hedge-Fonds LTCM 1998 – ist, ob sich das Zentrum des weltweiten Finanzsystems letztlich als ebenso anfällig erweisen könnte wie seine Peripherie. Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben gezeigt, dass diese Sorgen nicht unbegründet sind.

Die Turbulenzen begannen am Markt für US-Subprime-Hypotheken und an den Märkten für strukturierte Produkte, die auf diesen Hypotheken beruhten. Anfang 2005 hatte ein Anstieg der Ausfallquoten am Subprime-Markt eingesetzt, fast zeitgleich mit einem deutlichen Rückgang der Preise für Wohnimmobilien, aber bis Anfang 2007 blieben nennenswerte Reaktionen der Märkte aus. Danach weiteten sich die Renditenaufschläge auf diese Produkte aus, und die Ratingherabstufungen nahmen zu. Im August beschleunigte sich der Prozess drastisch, ausgelöst, wie erwähnt, durch die Entscheidung einiger weniger Investmentfonds, ihre Anteilsrücknahmen auszusetzen, da sie nicht in der Lage seien, ihre komplexen Aktiva zu bewerten. Ausgehend von diesem kleinen Herd griffen die Störungen dann auf praktisch alle Bereiche des Finanzsystems über.

Weil die Bedenken über die Bewertung komplexer Produkte sowie über das Liquiditäts- und das Kontrahentenrisiko wuchsen, wurden Anfang August bereits eine Vielzahl anderer Märkte in Mitleidenschaft gezogen. Der Markt für strukturierte Hypothekenprodukte brach förmlich zusammen, vom Markt für forderungsunterlegte Geldmarktpapiere (Asset-backed Commercial Paper) zogen sich die Anleger massiv zurück, und am Interbankmarkt für Termingeld versiegte plötzlich die Liquidität in den wichtigsten Währungen. Letzteres äußerte sich in einer außergewöhnlich breiten Spanne zwischen den erwarteten Leitzinssätzen (über den 1- bis 3-Monats-Horizont) und den Sätzen, zu denen die größten Banken einander Kredit zu gewähren bereit waren. Zwar war es beinahe unvermeidlich, dass die Schwierigkeiten am Subprime-Markt letztlich auch gewisse Auswirkungen auf die Finanzinstitute im Zentrum dieses Marktes haben würden, aber kaum jemand hatte damit gerechnet, dass dies mit einer solchen Wucht und Geschwindigkeit geschehen würde.

Außerdem begannen sich diese Störungen an den kurzfristigen Geldmärkten rasch auch andernorts bemerkbar zu machen, verstärkt durch einen wachsenden Pessimismus über die gesamtwirtschaftlichen Aussichten und eine allgemeine Zunahme der Risikoaversion. Die Renditen der wichtigsten Staatsanleihen fortgeschrittener Industrieländer sanken zunächst drastisch. Gleichzeitig weiteten sich die Spreads auf hochriskante Unternehmensanleihen aus, und der Markt für Unternehmensübernahmen brach praktisch zusammen. Die Aktienmärkte reagierten nicht sofort, verzeichneten schließlich jedoch deutliche Kursverluste, insbesondere bei den Werten von Finanzinstituten. In etlichen Ländern, vor allem aber in den USA, gerieten die Preise für Wohnimmobilien immer mehr unter Abwärtsdruck, und der Markt für gewerbliche Immobilien begann ebenfalls nachzugeben. Am Ende stiegen an den meisten Finanzmärkten sowohl die Volatilität als auch die Kosten für die Absicherung gegen diese Volatilität steil an.

Angesichts der zentralen Rolle, die Banken mit Sitz in den USA und Europa am US-Subprime-Markt spielen, überraschte es nicht, dass diese Banken angefangen hatten, Verluste bekannt zu geben. Überraschend – und beunruhigend – war indessen, wie oft angekündigte Verluste nach oben korrigiert wurden und wie sehr sich das Verhältnis der offengelegten Verluste zu den bekannten Engagements von Bank zu Bank unterschied. Zu Beginn war man noch zuversichtlich, dass die Banken über genügend Eigenkapital verfügten, um diese Verluste aufzufangen. So wurde zunächst nicht befürchtet, dass es zu nennenswerten Auswirkungen auf die Kreditbedingungen oder gar zu einer Kreditklemme kommen würde.

Noch im dritten Quartal 2007 geriet diese Zuversicht allerdings ins Wanken. Es wurde immer deutlicher, dass das Bilanzvolumen der Banken und der damit verbundene Eigenkapitalbedarf zwangsläufig wachsen würden, da Kontrakte zum Tragen kamen, die zuvor zur Liquiditätssicherung abgeschlossen worden waren. Nicht zuletzt mussten eine Reihe strukturierter Investmentvehikel (SIV), mit deren Hilfe die Banken Aktiva aus ihrer Bilanz heraushalten wollten, wieder absorbiert werden, als die Finanzierungsquellen der SIV versiegten. Um die Jahreswende wurde das Vertrauen weiter erschüttert – wenngleich es später vorübergehend wiederhergestellt wurde –,

als einige weltweit tätige Banken sowohl zusätzlichen Eigenkapitalbedarf als auch die erfolgreiche Kapitalbeschaffung über staatliche Vermögensfonds bekannt gaben. Erneut schwer beeinträchtigt wurde das Vertrauen im März 2008, als Bear Stearns, eine bedeutende US-Investmentbank, mit erschreckender Geschwindigkeit in große finanzielle Schwierigkeiten geriet. Doch der Vertrauensverlust wurde mehr als wettgemacht, als die Federal Reserve die Bank bei der Fusion mit der noch bedeutenderen, aber auf sichereren Füßen stehenden JPMorgan Chase unterstützte. Bedenken sind vor Kurzem auch hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung einer Reihe mittelgroßer Banken aufgekommen, und zwar vor allem in Ländern, in denen diese Banken stark im Wohnimmobilien- und Bausektor engagiert sind.

Andere Finanzinstitute wurden ebenfalls in den Strudel hineingezogen. Zu Beginn der Turbulenzen wurde aus den Geldmarktfonds Kapital vermehrt abgezogen, doch später – als die Anleger nach Sicherheit strebten – erhöhten sich die Zuflüsse sprunghaft. Entsprechend wurden die Fonds selbst zunehmend konservativer und zögerten, den Banken Termingelder zur Verfügung zu stellen. Die Hedge-Fonds, die von den Prime Brokern abhängig sind, sahen sich bei sinkenden Vermögenspreisen mit Nachschussforderungen konfrontiert, die mit der Zeit immer dringlicher wurden. Viele Hedge-Fonds mussten Vermögenswerte abstoßen, was weiter auf die Preise drückte, und einige brachen sogar zusammen. Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds waren zwar in gewissem Maße abgesichert, da für sie andere Rechnungslegungsstandards gelten, aber einige von ihnen gaben dennoch erhebliche Verluste aus Subprime-Hypotheken und damit verbundenen strukturierten Produkten bekannt. Noch beunruhigender war vielleicht, dass etliche „Monoline“-Versicherungsgesellschaften – die nur eine einzige Risikoart versichern und die traditionell ihre hohen Ratings nutzen, um Schuldner wie US-Bundesstaaten und lokalen Gebietskörperschaften Anlagegarantien zu geben – aufgrund erteilter Garantien für strukturierte Produkte von den Ratingagenturen entweder herabgestuft oder mit einer möglichen Herabstufung konfrontiert wurden. So breiteten sich die Bedenken wegen des Kontrahentenrisikos noch weiter aus.

In den USA wurde zunächst davon ausgegangen, dass die Störungen im Subprime-Segment eingedämmt werden könnten und dass die Konsumausgaben und die allgemeine Konjunkturlage nicht nennenswert in Mitleidenschaft gezogen würden. Es kam anders: Der Wohnimmobiliensektor litt beträchtlich unter den drastisch fallenden Preisen für Wohneigentum und einer massiven Zunahme der zum Verkauf stehenden Wohnimmobilien. Da das gemessene Vermögen der privaten Haushalte schrumpfte und immer mehr Erwerbstätige ihren Arbeitsplatz verloren, schwächten sich außerdem die Konsumausgaben ab, und die Wirtschaft drohte in eine Rezession abzugleiten. Ebenfalls im Zusammenhang mit den Turbulenzen im Finanzsektor häuften sich gegen Jahresende zudem die Anzeichen für eine Straffung der Kreditbedingungen, was sowohl die Konsumausgaben als auch die Unternehmensinvestitionen beeinträchtigen konnte. In anderen fortgeschrittenen Industrieländern, die zum Teil – wenngleich keineswegs gänzlich – von den Störungen an den Finanzmärkten abgesichert waren, blieb das Wachstum eher kräftig.

So wurden die Consensus-Prognosen für Europa und Japan 2008 weniger stark nach unten revidiert als für die USA. In manchen europäischen Ländern gab es Hinweise darauf, dass relativ schwache Konsumausgaben die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpften. Das Exportwachstum sowohl Europas als auch Japans blieb jedoch dynamisch, in beiden Fällen angetrieben durch die Nachfrage aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Eine wichtige Rolle spielten dabei China und andere asiatische Volkswirtschaften sowie viele Länder in Lateinamerika, im Nahen Osten und in anderen Regionen, die von höheren Rohstoffpreisen und verbesserten Terms of Trade profitierten.

Diese Entwicklungen, wie auch das anhaltend robuste Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften, rückten die Tragfähigkeit der dortigen Inlandsnachfrage stärker in den Mittelpunkt. Gegen Ende 2007 hieß es nicht nur, dass sich diese Volkswirtschaften von den USA abkoppeln könnten, sondern sogar, dass sie dank ihrer immer besseren Fundamentaldaten (und aufgrund der Tatsache, dass sie am Subprime-Markt nicht engagiert waren) zu einem sicheren Hafen geworden seien, der von den Turbulenzen an anderen Finanzmärkten verschont bleiben dürfte. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften bewirkte dieser Optimismus zunächst umfangreiche Kapitalzuflüsse und stützte die Vermögenspreise, selbst als Letztere in anderen Regionen drastisch sanken.

Mit wachsender Besorgnis über das mögliche Ausmaß des US-Abschwungs begann jedoch die Stimmung umzuschlagen. Bei genauerer Betrachtung kamen nämlich Zweifel an der längerfristigen Stabilität der aufstrebenden Volkswirtschaften auf. In China ließen die außerordentlich dynamischen Anlageinvestitionen – zuletzt insbesondere in der Schwerindustrie – Fehlallokationen sowie weitreichendere Auswirkungen auf die weltweiten Rohstoffpreise und die Umwelt befürchten. Im Nahen Osten war die Möglichkeit, dass verschiedene Länder ähnliche Entwicklungsstrategien verfolgen, die letztlich zu einem Überangebot führen, zunehmend Anlass zur Sorge. In Mittel- und Osteuropa schließlich erschienen die hohen und weiter steigenden Leistungsbilanzdefizite vieler Länder immer weniger tragbar. Aufgrund derartiger Bedenken und wegen der Entwicklungen im Finanzsektor in anderen Regionen haben sich die Kapitalzuflüsse in jüngerer Zeit abgeschwächt, und Mitte Mai 2008 waren die Aktienkurse in einigen wichtigen Ländern gegenüber ihren vorangegangenen Höchstständen gesunken.

Darüber hinaus haben die steigenden Inflationsraten den Optimismus hinsichtlich eines anhaltenden Wachstums gedämpft – nicht nur in den aufstrebenden Volkswirtschaften, sondern auch in den fortgeschrittenen Industrieländern. Der Inflationsdruck ging ursprünglich von den Nahrungsmittel- und Energiepreisen aus; inzwischen allerdings ist er auf breiterer Front festzustellen. Die Lücke zwischen globalem Angebot und globaler Nachfrage ist zwar schwer zu messen, scheint sich aber bis Ende 2007 erheblich verringert zu haben. Die Preise, die eine Reihe fortgeschrittener Industrieländer für Importe aus China zahlen und die über ein Jahrzehnt lang zurückgegangen waren, steigen in letzter Zeit sogar deutlich an, und es gibt gute Gründe zu der Annahme, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird. In Ländern, deren

Währungen jüngst an Wert verloren haben, z.B. in den USA und im Vereinigten Königreich, dürfte sich der zugrundeliegende Inflationsdruck mit großer Wahrscheinlichkeit verstärken.

Diese Kombination steigenden Inflationsdrucks und nachfragedämpfender Störungen im Finanzsektor lässt eine ganze Bandbreite von Interpretationen zu. Wird die Wachstumsabschwächung als gerade ausreichend betrachtet, um die globale Inflation – wenn auch mit zeitlicher Verzögerung – einzudämmen, so könnte dies positiv sein. Allerdings erweist sich die letztlich eintretende weltweite Nachfrageabschwächung womöglich als viel größer und anhaltender, als nötig wäre, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Mit der Zeit könnte es dann sogar zu einer Deflation kommen, was natürlich weniger begrüßenswert wäre. Angesichts der potenziellen Wechselwirkungen zwischen einer sich abschwächenden Realwirtschaft, einer hohen Verschuldung der privaten Haushalte und einem erheblich belasteten Finanzsystem lässt sich dieses Ergebnis bei aller Unwahrscheinlichkeit leider nicht ganz ausschließen.

Was ist passiert? Ein Erklärungsversuch

Viele Wissenschaftler haben sich Gedanken über die eigentlichen Ursachen der wiederkehrenden Anspannungen gemacht, die die Finanzlandschaft seit Jahrhunderten heimsuchen. Für die gegenwärtige Situation dürfte das Werk von Hyman Minsky aus den 1970er Jahren besonders relevant sein. Minsky warnte, auf eine über Jahre anhaltende Aufweichung der Kreditvergabe-standards werde letztlich nach der plötzlichen Erkenntnis der Lage die Umkehr folgen (inzwischen als „Minsky-Moment“ bezeichnet), und dann werde die Liquidität am Markt versiegen. Für Minsky war die Liquiditätskrise jedoch nur ein Symptom des eigentlichen Kreditproblems und eine Konsequenz der Tatsache, dass die Marktliquidität stets entscheidend von der anhaltenden Verfügbarkeit von Refinanzierungsliquidität abhängig ist. Irving Fisher gelangte in seiner berühmten Forschungsarbeit über die Ursachen der Weltwirtschaftskrise zu einer ähnlichen Einschätzung immer lockererer Kreditvergabestandards. Schließlich warnten in der Zeit vor dem Zweiten Weltkrieg weitere Wissenschaftler vor der Gefahr, dass unzureichend geprüfte Kredite zu Vermögenspreisblasen, einer langfristig nicht tragfähigen Ausgabenentwicklung und einem unvermeidbaren Wirtschaftsabschwung führen könnten.

Tatsächlich gab es in der Wirtschaft und im Finanzsektor in den letzten Jahren einige außergewöhnliche Trends, die nicht zu übersehen waren. Das Geldmengen- und Kreditwachstum war sehr hoch, während Risiken insgesamt zu niedrig bewertet schienen. Diese weltweit hohen Geldmengen- und Kreditwachstumsraten in den letzten Jahren spiegeln die Wechselwirkungen der Geldpolitik, des Wechselkursregimes einiger Länder sowie bedeutsamer Veränderungen im Finanzsystem selbst wider.

Zunächst ist vielleicht festzuhalten, dass die Leitzinsen in den fortgeschrittenen Industrieländern für die Nachkriegszeit zuletzt ungewöhnlich niedrig waren, da kein nennenswerter Inflationsdruck vorhanden war. Dahinter stand die Glaubwürdigkeit, die die Zentralbanken über viele Jahre aufgebaut haben. Eine Rolle spielten aber auch positive Angebots-

schocks, die vor allem mit der Globalisierung zusammenhingen, sowie die schwache Investitionsnachfrage in einer Reihe von Ländern (unter ihnen Deutschland und Japan) nach vorangegangenen Phasen einer übermäßig starken Expansion.

Bei diesem geldpolitischen Kurs wäre vielleicht zu erwarten gewesen, dass die Währungen der fortgeschrittenen Industrieländer, insbesondere der US-Dollar, gegenüber den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften allgemein nachgeben würden. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurde dem Aufwärtsdruck auf die Währung jedoch über längere Zeit mit einer entsprechenden Lockerung der Geldpolitik und massiven Devisenmarktinterventionen begegnet. Die Lockerung der Geldpolitik hat wahrscheinlich zu den höheren Vermögenspreisen und dem Ausgabenzuwachs in den aufstrebenden Volkswirtschaften beigetragen. Die Devisenmarktinterventionen dürften – über die Anlage der Währungsreserven – für noch günstigere finanzielle Rahmenbedingungen in den fortgeschrittenen Industrieländern gesorgt haben. So wurden die geldpolitischen Impulse für das Kreditwachstum zunehmend weltweit wirksam.

Natürlich haben auch Veränderungen des Finanzsystems im Laufe der Jahre eine wesentliche Rolle gespielt. Das gilt insbesondere für die verschiedenen Innovationen im Zusammenhang mit der Ausdehnung des Originate-to-distribute-Modells. Von jüngeren Innovationen wie z.B. strukturierten Finanzprodukten wurde ursprünglich eine begrüßenswerte Risikostreuung erwartet. Stattdessen wurden sie auf eine Weise eingeführt, die die Qualität der Kreditbewertung an vielen Märkten erheblich verringerte und zu deutlich mehr Intransparenz und letztlich enormer Unsicherheit über die Höhe und Verteilung von Verlusten führte. Durch innovative Neubündelung und Umverteilung wurden die Risiken nämlich so umgewandelt, dass die Risikoereignisse kostspieliger wurden, aber zumindest eine Zeitlang eine geringere Eintrittswahrscheinlichkeit aufwiesen. In der Praxis bedeutete dies, dass die mit Neukrediten verbundenen Risiken effektiv zu verschwinden schienen, was zugleich die Ratings in die Höhe schnellen ließ, bis die Risiken plötzlich wieder auftraten, wenn irgendwo völlig unerwartet ein Verlust realisiert wurde.

Tatsache ist auch, dass die Preise vieler Finanzvermögenswerte vor den jüngsten Turbulenzen über lange Zeit ungewöhnlich hoch waren. Die Rendite langfristiger US-Schatzpapiere (umgekehrt zu ihrem Preis) war so lange so niedrig, dass der frühere Vorsitzende der Federal Reserve von einem „Zinsrätsel“ sprach. Zudem fielen die Risikospreads auf andere Staatstitel, hochverzinsliche Unternehmensanleihen und sonstige risikoreiche Vermögenswerte ebenfalls auf einen außerordentlich tiefen Stand. Die Aktien in den fortgeschrittenen Industrieländern waren weiterhin hoch (wenn nicht sogar eindeutig zu hoch) bewertet, und in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen die Kurse spektakulär an. Die Preise für Wohnimmobilien erreichten in praktisch allen Ländern Rekordhöhen; lediglich in Deutschland, Japan und der Schweiz waren noch die Übersteigerungen der 1980er und frühen 1990er Jahre zu überwinden. Selbst die Preise von hochwertigen Weinen, Antiquitäten und Briefmarken schnellten in die Höhe. Ebenso waren die Kosten für die Absicherung gegen Marktpreisbewegungen (mithilfe der impliziten Volatilität

näherungsweise gemessen) jahrelang ungewöhnlich niedrig. Zwar lassen sich für jeden einzelnen dieser Trends Fundamentaldaten zur Begründung heranziehen. Sucht man jedoch nach einer einfachen Erklärung, fällt auf, dass sich alle Trends auch vor dem Hintergrund reichlich und zu niedrigen Kosten verfügbarer Kredite herausgebildet haben.

Außerdem hat sich die Ausgabenentwicklung in etlichen Ländern erheblich von ihren einstigen längerfristigen Trends entfernt. In den USA sowie einer Reihe anderer wichtiger Volkswirtschaften fiel die Sparquote der privaten Haushalte auf neue historische Tiefstände, was oft mit einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit einherging. In China dagegen sind die Anlageinvestitionen massiv gestiegen, was ebenso ungewöhnlich ist. Wie bei den hohen Vermögenspreisen lässt sich auch bei diesen Entwicklungen ein Zusammenhang mit einer reichlichen Verfügbarkeit billiger Kredite herstellen.

Insgesamt liegt der Schluss nahe, dass die Schwierigkeiten am Subprime-Markt nicht Ursache, sondern lediglich Auslöser sämtlicher nachfolgenden Störungen waren und dass künftig vielleicht noch weit größere Probleme zu erwarten sind, als viele derzeit vermuten. Ferner steht die dominante Rolle der raschen Geldmengen- und Kreditexpansion bei dieser Deutung des Geschehens auch mit dem jüngsten Anstieg der weltweiten Inflation und potenziell mit höheren Inflationserwartungen im Einklang.

Natürlich wird es in einem so komplexen Umfeld für die öffentlichen Entscheidungsträger schwierig sein, Preisstabilität, spürbares realwirtschaftliches Wachstum und Finanzstabilität zugleich zu wahren. Ebenso natürlich ist es, wenn sie zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen über die notwendigen Maßnahmen und Instrumente gelangen. Dies wiederum könnte auch Auswirkungen auf die Wechselkursentwicklung haben, was eine weitere Komplikation mit sich bringt.

Was ist passiert? Bisherige Maßnahmen

Die Zentralbanken, in deren Verantwortungsbereich die wichtigsten Finanzplätze liegen, reagierten unmittelbar nach dem Auftreten der Turbulenzen auf die Engpässe an den Geldmärkten, indem sie häufigere und bisweilen umfangreichere Geldmarktgeschäfte tätigten als sonst. Aufgrund der jeweiligen operativen Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern stellten sich die Bemühungen der Zentralbanken gelegentlich unterschiedlich dar, aber bei allen stand an oberster Stelle, die Tagesgeldsätze effektiv mit den geldpolitischen Zielen im Einklang zu halten. Mit der Zeit erweiterten etliche Zentralbanken ihr übliches Instrumentarium und waren z.B. bereit, von einer größeren Gruppe von Instituten eine breitere Palette von Sicherheiten zu akzeptieren, längerfristige Geschäfte zu tätigen und ihre Bemühungen international zu koordinieren. Die Federal Reserve sah die Notwendigkeit zu besonderer Flexibilität. Sie führte erfolgreich ein neues Refinanzierungsinstrument für Geschäftsbanken ein, um das mit der traditionellen Verwendung des Diskontfensters verbundene Stigma zu umgehen. Nachdem sie die Übernahme von Bear Stearns unterstützt hatte, erklärte sie sich

außerdem bereit, im Rahmen ihres normalen Geschäfts Kredite an Primary Dealer zu vergeben, obwohl diese Institute keine Geschäftsbanken sind und nicht einmal der Aufsicht durch das Federal Reserve System unterliegen.

Zu Beginn der Turbulenzen glaubten viele, dass solche Liquiditätsspritzen ausreichen würden, weil davon ausgegangen wurde, dass es sich im Wesentlichen um eine Liquiditätskrise handelte. Im Laufe der Zeit und als sich die Anzeichen mehrten, dass sich die Konjunktur abschwächte und das Kontrahentenrisiko stieg, zeigte sich allerdings zunehmend, dass solche Maßnahmen zwar notwendig, aber wohl nicht ausreichend waren. Sie mochten helfen, willkommene Zeit zu gewinnen, mussten jedoch durch weitere Maßnahmen – sowohl konjunkturpolitischer als auch struktureller Art – ergänzt werden.

Zuerst rückte die Geldpolitik in den Blickpunkt, was angesichts ihrer Flexibilität nicht überrascht. Sie ist inzwischen beinahe überall expansiver, als vor sechs Monaten erwartet worden war. Wegen der komplexen Gegebenheiten sahen die geldpolitischen Reaktionen indessen sehr unterschiedlich aus.

In einer Reihe von Ländern, insbesondere in Australien, Norwegen und Schweden, wurden die Leitzinssätze angehoben. Dort herrschte offenbar die Einschätzung, dass – in jeweils unterschiedlichem Ausmaß – die Distanz des inländischen Finanzsystems zur Krise, die gemessenen Inflationsraten und der Inflationsdruck eine solche Straffung rechtfertigten. In etlichen anderen Fällen, insbesondere im Euro-Raum, blieben die Leitzinsen unverändert, obwohl es zuvor Hinweise auf eine mögliche Anhebung gegeben hatte. Maßgeblich war hier wohl die Auffassung, dass der hohe Preisauftrieb, die konjunkturelle Dynamik und die Besorgnis hinsichtlich eines Lohnauftriebs ein Gegengewicht zu den Bedrohungen für Wachstum und Disinflation darstellten, die von einem etwaigen Abbau vorangegangener Übersteigerungen ausgehen würden. In manchen Ländern schließlich wurden die Leitzinsen gesenkt, im Falle der USA sogar drastisch. Dort wurde die Gefahr einer Rezession am höchsten eingeschätzt, und es herrschte die Überzeugung, dass die Inflationserwartungen vorerst wahrscheinlich nicht auf ein anhaltend höheres Niveau ansteigen würden.

Allgemein wurde auch die Frage erörtert, ob die Fiskalpolitik eingesetzt werden könnte, um das weltweite Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten. Die wenigen Länder, die dank ihrer vorangegangenen Haushaltsdisziplin hier über größeren Spielraum verfügten, wiesen allerdings zugleich die höchsten Wachstumsraten auf. So wurden lediglich die USA und Spanien tatsächlich rasch tätig. Es wurden jedoch auch einige andere Maßnahmen ergriffen, die letztlich Auswirkungen auf die Steuerzahler haben könnten. Insbesondere versuchten einige staatsnahe Körperschaften in den USA dem Preisverfall entgegenzuwirken, indem sie in großem Umfang mit Hypothekenkrediten unterlegte Wertpapiere kauften und für andere derartige Instrumente Garantien abgaben. In Deutschland erhielten eine Reihe von Instituten, die von der US-Subprime-Krise betroffen waren, direkte staatliche Hilfe. Im Vereinigten Königreich musste Northern Rock, die fünftgrößte Bank des Landes, schließlich verstaatlicht werden, was die potenziellen öffentlichen Verbindlichkeiten natürlich noch erhöhte.

Auch die Aufsichtsinstanzen reagierten energisch auf die Turbulenzen. In etlichen Ländern hielten sie ihre Banken dazu an, sich um eine Rekapitalisierung durch den privaten Sektor zu bemühen. Einige Analysen aus dem öffentlichen wie auch dem privaten Sektor empfahlen außerdem mehr Transparenz bei den Bewertungsmethoden und eine damit einhergehende Offenlegung von Verlusten. Zudem wurden zahlreiche Empfehlungen ausgesprochen, wie die Kreditvergabekriterien und die Verwendung strukturierter Produkte künftig verbessert werden könnten. Bei deren Umsetzung werden jedoch viele Hürden zu überwinden sein. Nicht zuletzt gilt es zu vermeiden, bei der Verfolgung lobenswerter mittelfristiger Ziele kurzfristige Markttensionen zu verschärfen.