

Steffen Hentrich

Ist die Finanzkrise eine Folge neoliberaler Politik?

„Ein Arzt fand eine Heilmethode, für die es keine Krankheit gab. Er zog sich die Heilmethode zu und starb daran.“ David D. Friedman, in „Der ökonomische Code“

Viele Politiker, Journalisten und ein großer Teil der Öffentlichkeit interpretieren die Finanzkrise als eine Kette von Marktversagen und betrachten den dadurch entstandenen wirtschaftlichen Abschwung der vergangenen zwei Jahre als Krise des Kapitalismus. Die Freiheit der Märkte und der sich auf ihnen entfaltende Egoismus der Individuen hat nach dieser Lesart die Wirtschaft an den Rand der Katastrophe geführt. Folglich seien die Empfehlungen nach Deregulierung der Finanzmärkte und mit ihr die Gesamtheit der „neoliberalen Rezepte“ einer freiheitlichen Wirtschaftsordnung diskreditiert. Wer in den vergangenen Monaten den Kapitalismus nicht gleich in Frage stellte, forderte zumindest eine radikale Regulierung der Finanzmärkte.

Doch war die Finanzkrise wirklich das Ergebnis der Krise des Kapitalismus und der marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung? Hat die Deregulierung der Finanzmärkte die Wirtschaft destabilisiert und ist der Neoliberalismus nur ein Deckmantel für Spekulanten und Geldhaie, möglichst unbehelligt ihren Vorstellungen eines Kasino-Kapitalismus zu frönen? Noch ist die Zeit nicht reif, ein abschließendes Urteil über die Ursachen und Wirkungen der Finanzkrise zu fällen. Eines lässt sich jedoch schon jetzt sagen: In dieser Krise hat der Staat den Markt versagen lassen. Verteilungspolitische, steuerpolitische und geldpolitische Maßnahmen haben gemeinsam mit einem komplizierten Geflecht von Finanzmarktregulierungen die glatte Fahrbahn geschaffen, auf der eigennutzorientierte Unternehmen ins Schleudern gerieten.

Anatomie einer Krise

Der Zusammenbruch der Immobilienpreise im Jahr 2007 zog eine Kette von Ereignissen in der weltweiten Finanzwirtschaft nach sich, die sich im letzten Jahr fast zu einem Zusammenbruch des globalen Finanzsystems zuspitzte und eine der tiefsten Wirtschaftskrisen der vergangenen Jahrzehnte auslöste. Dabei sind Schwankungen der Immobilienpreise im historischen Rückblick nichts Ungewöhnliches. Bereits in den Jahren 1979 und 1989 erlebten die Vereinigten Staaten landesweite Immobilienpreisblasen, doch die Boomphase im vergangenen Jahrzehnt war von ihrem Umfang her historisch unübertroffen. Auch einige europäische Länder, wie Spanien, Irland und Großbritannien erlebten einen deutlichen Anstieg der Immobilienpreise. Der Wert amerikanischer Wohnimmobilien hatte sich in den Jahren 1999 bis 2006 fast verdoppelt, stürzte dann aber rasch wieder ab und liegt heute wieder auf dem Niveau des Jahres 2003. Lange Jahre waren Eigenheimkäufer, Makler, Investoren und Banken völlig euphorisiert von den Gewinnaussichten stetig steigender Preise. Die Aufnahme von Schulden für den Erwerb von Immobilien war angesichts der steigenden Preise ein lohnendes Geschäft.

argumente

Die amerikanische Wohneigentumspolitik und ihre Folgen

Seit Jahren schon hatten die Clinton-Administration und später auch die US-Regierung unter Präsident Bush im Rahmen einer Politik zur Förderung des Wohneigentums für einkommensschwache Haushalte und ethnische Minderheiten zunehmend Druck auf Kreditinstitute ausgeübt, die Vergabebedingungen für Hypothekenkredite zu lockern. Diese politischen Bestrebungen, bereits mit dem Community Reinvestment Act von 1977 zum Staatsziel erkorren, wurden besonders ab Mitte der neunziger Jahre mit Nachdruck verfolgt. Auch die beiden mit erheblichen staatlichen Privilegien ausgestatteten Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddy Mac hatten beim Aufkauf der Hypothekenkredite von den Immobilienbanken auf eine Mindestquote von Immobilienkrediten an „unterversorgte“ Haushalte zu achten. Infolge dessen konnten die Banken ihre Kreditvergabebedingungen lockern und die Hypotheken an die halbstaatlichen Immobilienfinanzierer weiterverkaufen. Die dadurch rasch steigende Nachfrage nach Immobilien konnte trotz der boomenden Bauwirtschaft nicht schnell genug bedient werden, sodass die Immobilienpreise immer weiter in die Höhe schossen.

Der Druck der Wohneigentumspolitik, aber auch die Aussicht auf steigende Immobilienpreise machte die Lockerung der Kreditvergabestandards in sog. Subprime-Krediten bzw. Alt-A-Krediten für Käufer mit höherem Zahlungsausfallrisiko zunehmend attraktiv, so dass immer großzügigere Immobilienkredite an immer weniger kreditwürdige Haushalte vergeben wurden. Weil die Banken selbst im Fall einer Zahlungsunfähigkeit vom steigenden Immobilienwert profitierten, bekamen viele Käufer ihren Immobilienerwerb zu hundert Prozent fremdfinanziert. Aber auch die Käufer selbst waren sich sicher, dass der Immobilienerwerb auf Kredit nur Vorteile bringen konnte. Stiegen die Immobilienpreise, wäre eine Kredittilgung aus dem Wiederverkauf des Hauses inklusive eines saftigen Gewinns möglich. Bei sinkenden Preisen war es dagegen ganz einfach die Nichtbedienung des Kredites mit der Rückgabe des Schlüssels an den Immobilienverkäufer zu erklären. Zahlten die Immobilienkäufer, profitierten die Banken sowie Fannie Mae und Freddy Mac von den höheren Zinsen dieser riskanten Kredite, zahlten sie nicht, machte die Aussicht auf die staatliche Verlustübernahme der Kreditausfälle das höhere Risiko attraktiv. So stieg der Anteil der Subprime-Krediten an der Fremdfinanzierung von Wohnimmobilien in den USA zwischen 2001 und 2006 von rund 7 Prozent auf fast 19 Prozent, der Anteil von Alt-A-Krediten erhöhte sich im selben Zeitraum von 2,5 Prozent auf fast 14 Prozent.

Die Sache mit dem Verbriefungstrick

Diese extrem risikobehafteten Hypothekenforderungen (Subprime Loans, Alt-A-Loans) wurden in sogenannten Mortgage Backed Securities (MBS) gebündelt und zusammen mit anderen, weniger risikobehafteten Forderungen in Anleihenform am Kapitalmarkt als forderungsbesicherte Wertpapiere (Collateralized Debt Obligations, CDO) verkauft. Das ermöglichte den Banken eine Risikostreuung und befreite sie zudem von gesetzlich vorgegebenen Eigenkapitalerfordernissen, die eine Kreditvergabe einschränkten. Nach einem komplizierten und für viele Marktteilnehmer nicht mehr überschaubaren Strukturierungsprozess wurden diese Wertpapiere in Tranchen unterschiedlicher Bonität am Markt angeboten und je nach Risikoklasse zu unterschiedlichen Preisen verkauft. Aus dem Schuldendienst sollten dann zunächst die besten Tranchen, sog. AAA-Tranchen, bedient werden, gefolgt von den zweitbesten Tranchen und nach der Erfüllung von Ansprüchen weiterer Tranchen schließlich die schlechteste Tranche.

Mit Hilfe dieser Strukturierung konnten aus den MBS-Papieren schlechter Bonität Wertpapiere generiert werden, deren Käufern man zugestand, aus den Darlehensrückflüssen zuerst bedient zu werden. Selbst wenn die Darlehen in ihrer Gesamtheit unsichere Ansprüche gegen die Haus-

besitzer verkörperten, glaubte man wenigstens einem Teil der Käufer sichere Renditen gewähren zu können, auch wenn sich dadurch das Ausfallrisiko für die anderen Käufer verschlechterte. Diese Risikounterschiede wurden durch unterschiedliche Zinsen für die einzelnen Tranchen ausgeglichen. Im Zeitverlauf entstanden ganze Verbriefungskaskaden aus strukturierten Papieren, deren finanzmathematische Bewertung das systemische Risiko eines möglichen, wenn auch zunächst unwahrscheinlich erscheinenden Zusammenbruchs des gesamten Immobilienmarktes unterschätzte. Die Risikozertifizierung dieser Papiere oblag in den USA einem Oligopol staatlich anerkannter Rating-Agenturen. Moody's, Standard & Poor's und Fitch-Rating teilten sich auf der Basis amerikanischer bankengesetzlicher Regelungen der dreißiger Jahre und einer späteren Entscheidung der Securities and Exchange Commission (S.E.C), nur diese drei Unternehmen als „staatlich anerkannte Rating-Agenturen“ zuzulassen, den Markt für die Risikobewertung von Wertpapieren.

Die als risikoarm geltenden AAA-Papiere wurden weltweit von Banken aufgekauft. Mit Hilfe dieser Verbriefungsprodukte ließen sich die Eigenkapitalerfordernisse der internationalen Bankenregulierung leichter erfüllen und damit das Kreditschöpfungspotential der Banken erheblich vergrößern. Nach den Regeln des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel I/II) müssen Banken zwar formell aufsichtsrechtliche Eigenmittel von mindestens acht Prozent der Bilanzsumme vorweisen, können diese aber faktisch durch die Anwendung unterschiedlicher Risikogewichte je nach Risikoklasse der von den Banken gehaltenen Wertpapiere reduzieren: Für Staatsanleihen gilt ein Risikogewicht von null Prozent, für kommerzielle Anleihen von 100 Prozent und für Hypothekenkredite liegt die Risikogewichtung bei 50 Prozent. Für den Kauf von Wertpapieren der halbstaatlichen Immobilienfinanzierer durch amerikanische Banken reduzierte sich dieser Wert sogar auf 20 Prozent. Dasselbe gilt für andere anspruchsgesicherte Wertpapiere mit einem AAA- und AA-Rating der anerkannten Rating-Agenturen. Während also eine Unternehmensanleihe mit einem Eigenkapital von 8 Prozent unterlegt sein muss, genügte für eine Hypothek lediglich 4 Prozent und für das Halten der hypothekengedeckten Wertpapiere der halbstaatlichen Institute sowie mit hohem Rating lediglich 1,6 Prozent. Dadurch konnte beispielsweise eine amerikanische Bank allein durch den Verkauf einer Hypothek an Fanny Mae oder Freddy Mac und den Rückkauf in Form eines MBS-Papiers die Eigenkapitalunterlegung von 4 auf 1,6 Prozent reduzieren. Folglich waren die Banken durch den Erwerb von MBS-Papieren und zertifizierten CDOs mit scheinbar geringem Ausfallrisiko in der Lage, ihre Eigenkapitalerfordernisse zu minimieren und damit ihren Kreditschöpfungsspielraum erheblich ausdehnen. Einige Banken nutzten diesen Effekt zusätzlich mittels sogenannter Zweckgesellschaften aus. Diese wurden auch von deutschen Banken zumeist im Ausland betrieben. Die Wertpapierkäufe dieser Zweckgesellschaften wurden bei den Mutterbanken nicht bilanzwirksam, erforderten keine Eigenkapitaldeckung der Muttergesellschaft und vergrößerten dort den Kreditschöpfungsspielraum. Die Finanzierung erfolgte über kurzfristig besicherte Schuldverschreibungen (Asset Backed Commercial Papers, ABCP), was die Mutterbanken notfalls, ebenfalls ohne Bilanzierungspflicht, durch unterjährige Finanzspritzen absicherten.

Zinsen runter, Zinsen rauf

Im Jahr 2001 versuchte die amerikanische Notenbank die Rezession in der Folge der geplatzten Spekulationsblase des New-Economy-Booms durch eine im historischen Vergleich extrem inflationäre Geldpolitik zu dämpfen. Entgegen der bisherigen Praxis des amerikanischen Federal Reserve Boards (FED) wurde die Niedrigzinspolitik trotz der überhitzten Konjunktur bis weit in das Jahr 2004 beibehalten und erst dann durch eine rasche und deutliche Anhebung des Zentralbankzinssatzes beendet. Die anfängliche Zinssenkung auf bis zu ein Prozent spülte zunächst

zusätzliche Liquidität in den ohnehin schon schnell wachsenden Immobiliensektor. Niedrige Zinsen für Hypothekenkredite reduzierten die monatliche Belastung des Einkommens der Immobilienkäufer, vor allem, wenn bei den weit verbreiteten ARM-Hypothekenkrediten (sog. Adjustable Rate Mortgages) anfänglich nur Zinszahlungen zu leisten waren. Diese niedrige Anfangsbelastung täuschte vor allem unerfahrene Haushalte mit teilweise niedrigem Bildungsgrad darüber hinweg, dass die hohe Verschuldung durch Zins- und Tilgungszahlungen bei steigenden Marktzinssätzen zu einer unerträglichen Bürde anwachsen würde. Zwischen 2001 und 2006 stieg der Anteil derartiger Hypothekenkredite von knapp 43 Prozent auf fast 66 Prozent. Für die Finanzwirtschaft bedeuteten die niedrigen Zinsen dagegen sehr niedrige Gewinnmargen im Anleihenmarkt, vor allem dann, wenn sie als institutionelle Anleger (Banken, Pensionsfonds, Lebensversicherer) gezwungen sind einen größeren Teil ihrer Mittel in Anleihen zu platzieren.

Diese Mischung aus Niedrigzinspolitik und wohnungspolitischer Regulierung förderte die Inkaufnahme hoher Risiken im Bankensektor. Während der Phase steigender Hauspreise waren Zahlungsverzüge und Zwangsvollstreckungen von Immobilienkrediten kein Problem. Schließlich stieg mit den Hauspreisen für die Immobilienkäufer auch der Anreiz, ein immer wertvoller werdendes Eigenheim zu halten und für die Kredittilgung zur Not längere Arbeitszeiten in Kauf zu nehmen. Die aus der Niedrigzinspolitik resultierende hohe Nachfrage nach Anleihenprodukten, die in dieser Situation höhere Renditen als Staatsanleihen versprachen, wurde mit den Verbriefungsprodukten der Immobilienfinanzierer gedeckt. Zwar bedeuteten die höheren Renditen ein gewisses Ausfallrisiko, doch wurde diese Gefahr aufgrund der großzügigen Ratings und der andauernden Immobilienpreissteigerungen vom Markt als sehr gering eingestuft.

Als die Zinsen ab Mitte 2004 aufgrund der restriktiveren Geldpolitik des Federal Reserve Boards wieder anzogen, geriet dieses auf wackeligen Füßen stehende System ins Wanken. Für viele Schuldner von Immobiliendarlehen mit variablen Zinssätzen bzw. von Darlehen, deren vorab subventionierte Zinsbindung auslief, erhöhten sich die monatlichen Zahlungsbelastungen beträchtlich. Folglich ließ die Zahlungsmoral extrem nach und die Kreditausfälle häuften sich. Eine zunehmende Zahl zwangsversteigerter Immobilien löste einen Rückgang der Immobilienpreise aus. Das veranlasste weitere Hausbesitzer dazu, auf die Rückzahlung ihrer Forderungen zu verzichten, weil der Wert der auf ihren Häusern lastenden Hypotheken nunmehr oberhalb des Immobilienwertes lag. Damit war der Absturz der Immobilienpreise unaufhaltsam geworden. In den USA brach ein lokaler Wohnungsmarkt nach dem anderen zusammen, insbesondere dort, wo in den vergangenen Jahren Wohnlagen von geringerer Qualität entstanden waren. Preisrückgänge von 50 bis 60 Prozent waren keine Seltenheit. Beispielsweise lag Ende 2008 der Wert von fast 30 Prozent aller beliebigen Immobilien in Kalifornien unter dem Hypothekenswert, im Bundesstaat Nevada belief sich dieser Anteil sogar auf 55 Prozent. Damit fiel zwangsläufig auch der Wert der verbrieften Anleihenprodukte, mit denen sich der Bankensektor weltweit eingedeckt hatte, ins Bodenlose. Eine Welle von Bankenpleiten löste unter den Banken eine Misstrauenskrise aus, die den Markt für Interbankenkredite zusammenbrechen ließ. Unsicher über die Verluste der mit Hypotheken besicherten Wertanlagen in den Bilanzen, stellten die Banken die kurzfristige Kreditvergabe an Institute mit unsicherer Liquidität ein. Damit war der großzügigen Kreditvergabe der Banken vorerst ein Ende gesetzt, was die gesamte globale Wirtschaft ab 2007 in eine Krise stürzte, aus der sie sich bis heute nur langsam erholt.

Markt- oder Staatsversagen?

Wer vor dem Hintergrund diese Entwicklung die Ursachen der Krise allein in der Gier der Banken sucht, verkennt die destruktive Wirkung des diese Marktentwicklung bestimmenden Regulierungsgeflechts. Die amerikanische Wohneigentumspolitik, die Zinspolitik des Federal Reserve Boards, die Wettbewerbswirkungen der amerikanischen Bankenregulierung und vor allem die Regulierung des internationalen Bankensektors gaben dem gewinnorientierten Bankensektor enorme Anreize, die Unternehmensziele an der Regulierung vorbei zu verwirklichen. Zudem erzeugte die unglückliche Kombination all dieser Regulierungsansätze eine derart komplexe Marktsituation, die es den einzelnen Marktteilnehmern enorm erschwerte die Risiken von Markttransaktionen zu überschauen.

Unter den Schuldigen für diese Krise ist zu allererst die amerikanische Wohneigentumspolitik auszumachen. So zwang die politisch motivierte Entscheidung, den Besitz an Wohneigentum ungeachtet der finanziellen Belastung der vermeintlich begünstigten Haushalte durchzusetzen, die Immobilienfinanzierer zu äußerst riskanten Tricks, wie die damit verbundenen Risiken möglichst weitreichend über den Bankensektor zu verteilen. Zudem erzeugte die internationale Bankenregulierung bei den Marktakteuren einen enormen Anreiz den Kreditvergabespielraum der Kreditinstitute über Verbriefungskaskaden der Hypothekensicherheiten zu vergrößern. Die Aussicht auf eine staatliche Rettung im Fall der Zahlungsunfähigkeit forderte die Unvorsichtigkeit der Banken bei der Handhabung ihrer Kreditvergabe geradezu heraus. Zwar hatte man versucht diesem moralischen Risiko mit Eigenkapitalerfordernissen der internationalen Bankenaufsicht entgegenzutreten, doch zeigte sich auch hier, dass der Anreiz, vorhandene Schlupflöcher auszunutzen eklatant unterschätzt wurde. Mit Verbriefungstricks ließ sich die Bankenregulierung relativ leicht umgehen. Amerikanische Rating-Agenturen, per Gesetz vor Wettbewerb geschützt, segneten diese Verbriefungskaskaden mit auf empirisch ungenügend untermauerten Bewertungsmodellen basierenden Gütesiegeln ab. Die Ausfallwahrscheinlichkeiten der Kredite wurden im Rückblick zu gering bewertet und damit die Wertpapiere als zu sicher eingestuft. Vielen institutionellen Anlegern mit gesetzlicher Verpflichtung zur Haltung von Anlagen mit dem Qualitätssiegel dieser Rating-Agenturen blieb nichts anderes übrig, als sich auf diese fehlerhafte Bewertung zu verlassen. Ihrer eigentlichen Aufgabe, die Informationsasymmetrie zwischen den Käufern und Verkäufern der Verbriefungsprodukte aufzulösen, kamen die Rating-Agenturen nicht nach. Den Boden für dieses gefährliche Spiel bereitete letztlich eine Zinspolitik, die sich statt an langfristiger Geldniveaustabilität zu orientieren, an politischen Vorstellungen kurzfristiger Konjunktursteuerung ausrichtete.

Rückblickend erscheint die systemkritische Interpretation der Finanzkrise als Krise des Kapitalismus ebenso deplaziert, wie die Forderung nach einer regulativen Prävention zukünftiger Verwerfungen der Finanzmärkte. Markttransparenz lässt sich nicht durch mehr Regulierung, sondern lediglich durch ein überschaubares und verlässliches Regelwerk herstellen. Zukünftig müssen die Finanzmärkte die Haftung für ihre Geschäftsrisiken in eigener Regie übernehmen. Die Sozialisierung der Risikohaftung des Bankensektors zu Lasten der Bürger hat sich nicht nur als ungerecht erwiesen, sondern ist zu einem handfesten Risiko für die Stabilität der globalen Wirtschaft ausgewachsen. Das notwendige Maß an Markttransparenz lässt sich nur durch mehr Wettbewerb unter den Rating-Agenturen realisieren, da nur so ausreichende Anreize bestehen, innovative Ansätze zur Bewertung von Marktrisiken zu entwickeln. Schließlich hat die Finanzkrise zum wiederholten Male gezeigt, wie gefährlich es ist sozialpolitische Ziele auf indirektem Wege zu verfolgen. Die Verbesserung der Wohnsituation für breite Bevölkerungskreise, so zeigt die historische Entwicklung, lässt sich am besten durch eine wachstumsför-

dernde Wirtschaftspolitik und eine investitionsfreundliche Wohnungsmarktregulierung erreichen. Symptomorientierte Politik, wie das derzeitige Krisenmanagement der Regierungen der meisten Industrieländer, beseitigt die Ursache eines ungesunden Finanzsystems dagegen nicht. Noch bitterere Pillen schaden nur dem ohnehin schon kranken Patienten.

Weiterführende Literatur:

- ▶ Critical Review (2009): Special Issue: Causes of the Financial Crisis, Vol. 21, Nos. 2-3.
- ▶ Prollius v., Michael (2009): Die Pervertierung der Marktwirtschaft – Der Weg in die Staatswirtschaft und zurück zur Sozialen Marktwirtschaft, Olzog-Verlag, München.
- ▶ Schmidt, Susanne Maria/Steglich, Olaf (2009): Aus gegebenem Anlass oder warum die Ordnungspolitik das einzige Heilmittel für die Finanzmärkte ist, Position Liberal 77, Potsdam.
- ▶ Sinn, Hans-Werner (2009): Kasino-Kapitalismus – Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist, Econ-Verlag, Berlin.
- ▶ Sowell, Thomas (2009): The Housing Boom and Bust, Perseus Books Group, New York.
- ▶ Taylor, John B. (2009): Getting Off Track – How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis, Hoover Institution Press, Stanford.