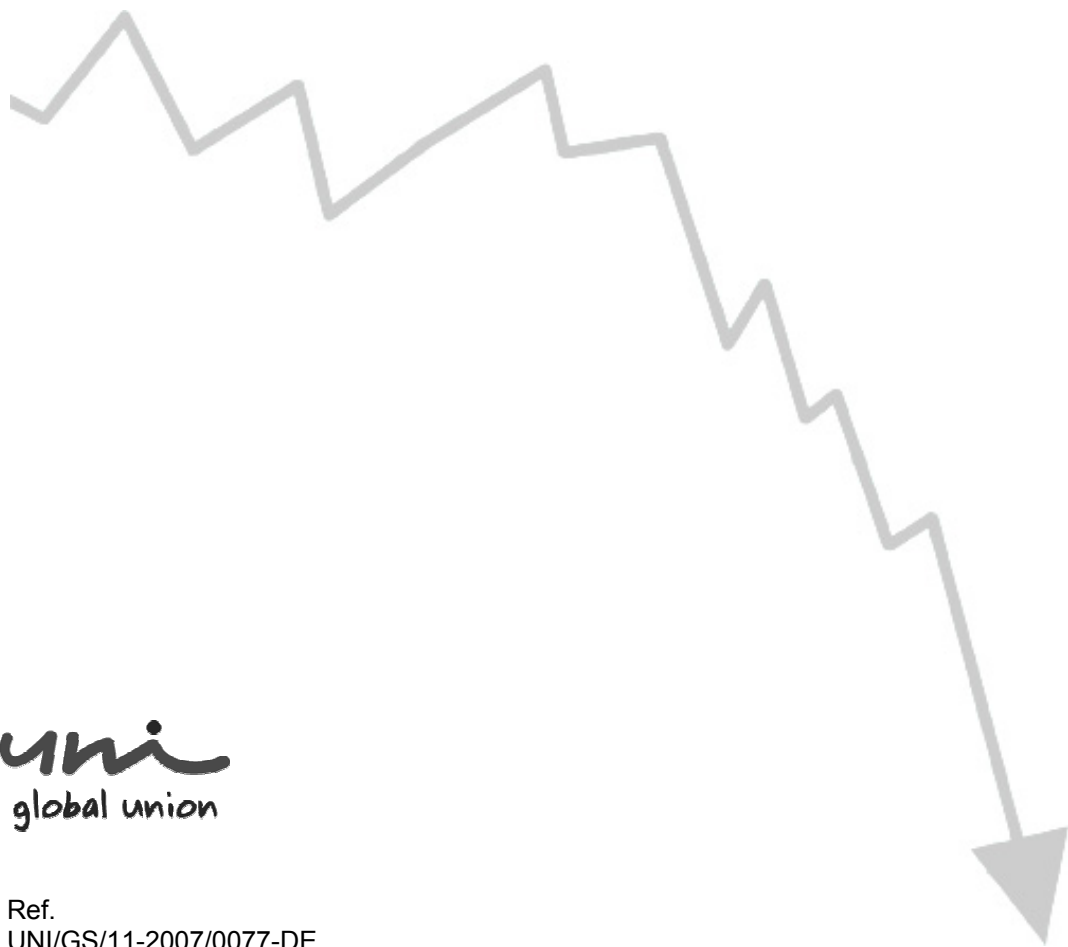


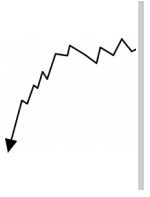
Globale Finanzkrise



uni
global union

Ref.
UNI/GS/11-2007/0077-DE

UNI Global Union
Avenue Reverdil 8-10
1260 Nyon
Schweiz
Tel.: (+41 22) 365 21 00
Fax: (+41 22) 365 21 21
E-Mail:
contact@uniglobalunion.org
www.uniglobalunion.org





Globale Finanzkrise

Vorwort

Dieser kurze Bericht befasst sich mit der globalen Finanzkrise, die sich auf die Volkswirtschaften in aller Welt auswirkt.

Die Finanzialisierung der Wirtschaft ist außer Kontrolle geraten und kann nicht mehr beeinflusst werden. Die Bankenaufsichtsbehörden hätten diese Krise kommen sehen sollen. Das war jedoch nicht der Fall.

Selbst nach mehrmonatiger Krise kennen wir das Ausmaß der zweifelhaften Kredite der Banken noch immer nicht.

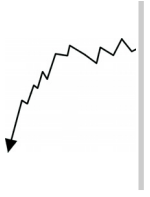
Bei Bear Stearns, Merrill Lynch und Citibank gab es einiges Köpferrollen – die Konzernchefs traten mit großzügigen Abfindungen ab – im Falle von Merrill Lynch betrug diese über 150 Millionen USD.

Laut Schätzungen gingen bei Finanzinstitutionen weltweit über 100 000 Arbeitsplätze verloren. Der Preis, den die Beschäftigten zahlen, wird hoch sein, da sich die Krise auf das Wirtschaftswachstum weltweit auswirkt.

Wir werden mit dem IGB zusammenarbeiten mit dem Ziel, die Bankenaufsicht und Bankenregulierung zu verbessern. UNI Finanz Global Union hat die Aufgabe übernommen, auf eine Verbesserung der Aufsicht hinzuarbeiten und sicherzustellen, dass die "Büchse der Pandora" der modernen Finanzinstrumente keine weitere Schäden an der Weltwirtschaft anrichtet.

Philip J. Jennings
UNI-Generalsekretär

November 2007





Ursachen und Entwicklungen

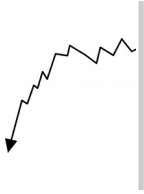
Die finanziellen Turbulenzen wurden durch die Subprime-Hypothekenkrise in den USA ausgelöst. Subprime-Hypotheken sind hochriskante Immobilienkredite, die an Kreditnehmer mit schlechter Kreditrisikobewertung oder geringem Einkommen vergeben werden.

Der boomende Subprime-Markt begann einzubrechen, als eine Serie von Zinssatzerhöhungen die monatlichen Tilgungszahlungen verteuerte. Viele Kreditnehmer, die nicht mehr in der Lage waren, die Zahlungen zu leisten, gerieten mit den Zinsleistungen für die Kredite in Verzug. Als am US-Subprime-Hypothekenmarkt Probleme auftauchten, erfuhren die Aktienmärkte der Welt im Februar 2007 ihre ersten Schwankungen. Bis Ende September gab es keine Anzeichen dafür, dass die Krise ihren Verlauf bereits genommen hätte. Der Vorsitzende der US-Notenbank, Ben Bernanke, sagte am 20. September, dass Zahlungsverzögerungen und Zwangsvollstreckungen am Subprime-Hypothekenmarkt weiter zunehmen dürften, während sich der Abschwung am Immobilienmarkt fortsetzt.

Die Folgen der US-Hypothekenkrise wurden verschlimmert und in aller Welt verbreitet, weil ein Großteil der Subprime-Forderungen als Teil umfangreicherer verbriefteter Forderungen wieder-verkauft wurde und keine Transparenz bezüglich des gesamten Umfangs des Problems und der Frage herrschte, welche Finanzmarktteilnehmer die wertlosen oder abgewerteten Wertpapiere innehaben. Diese Unsicherheit unterhöhlte das Vertrauen in das Finanzsystem weiter und führte zu einer Liquiditätskrise, wodurch die Investoren es vorzogen, Bargeld, Gold oder sichere Wertpapiere (kurzfristige Staatsanleihen) zu besitzen, und riskantere Kreditlinien vermieden. Die Banken leihen einander nur widerstrebend Geld, was sie und andere Unternehmen davon abhält, die Geldmittel zu beschaffen, die sie für die reibungslose Weiterführung der Geschäftstätigkeit benötigen. Besonders gefährdet sind Unternehmen, die auf einen ständigen Strom billiger Kredite angewiesen sind.

Hedgefonds gehörten zu den ersten Opfern der Finanzkrise, einschließlich der internen Hedgefonds einiger führender Banken. Später zeigte sich, dass die europäischen Banken diejenigen sind, die einen hohen Anteil an US-Subprime-Forderungen innehaben. Einige deutsche Branchen- oder Regionalbanken, die in der Regel für ihre Vorsicht bekannt sind, wurden hart betroffen. Die Krise griff sodann auf Marktteilnehmer über, die, obwohl sie dem Risiko der US-Subprime-Forderungen nicht ausgesetzt waren, die Bedingungen der billigen und leicht erhältlichen Kredite zur Finanzierung riskanter Geschäfte genutzt hatten, die in der allgemeinen Liquiditätskrise zusammenbrachen.

Der Ansturm auf den größten britischen Hypothekenkreditgeber Northern Rock im September wurde durch die Ankündigung ausgelöst, dass die Bank von England der Bank eine Notfinanzierung zugesagt habe. Die Kunden hoben massenweise ihre Ersparnisse ab, bis der Finanzminister Alistair Darling im Bestreben, das Vertrauen in die britischen Banken wiederherzustellen, versprach, die Bank von England werde alle bestehenden Einlagen garantieren.



Während andere europäische Banken durch die an unsichere US-Hypotheken gebundenen Investitionen geschädigt worden waren, war das Engagement der Northern Rock in Subprime-Hypotheken gering. Stattdessen geriet die Bank in Schwierigkeiten, weil die Liquiditätskrise ihr riskantes Geschäftsmodell unterhöhlte. Northern Rock verließ sich weitgehend auf die Beschaffung von Geld an den Kapitalmärkten anstelle von Verbrauchereinlagen, um ihre Hypothekenkreditvergabe zu finanzieren. Da die Banken immer widerstrebender Kredite vergaben, war Northern Rock mit der Möglichkeit konfrontiert, die bestehenden Verpflichtungen nicht erfüllen zu können. Ein Beobachter beschrieb Northern Rock als „Unfall, der geschehen wird“, da die Bank für die Finanzierung des Wachstums ihres Kreditgeschäfts viel zu stark von den Geldmärkten abhing.

Der Ansturm auf Northern Rock zeigt, dass die Probleme am US-Hypothekenmarkt die unmittelbare, jedoch nicht die einzige Ursache der derzeitigen Finanzkrise sind. Der US-Wirtschaftswissenschaftler Paul Krugman: „Die Ursprünge der derzeitigen Krise liegen in den unklugen finanziellen Handlungen der letzten Jahre, die rückblickend ebenso irrational waren wie die dot.com-Blase. Die Immobilienblase war lediglich ein Teil davon; die Leute begannen auf der ganzen Linie so zu handeln, als ob das Risiko verschwunden sei.“

Die Zentralbanken injizierten Milliarden Dollar kurzfristiger Kredite in das globale Bankensystem, damit es weiterhin funktionieren konnte.

Am 17. August senkte die US-Notenbank ihren Diskontsatz, den Satz, zu dem sie den Banken Geld leiht. Um zu verhindern, dass die US-Volkswirtschaft – die größte der Welt – in eine Rezession schlittert, senkte die Notenbank in der Folge ihren Leitzins am 18. September um einen halben Prozentpunkt von 5,25% auf 4,75%. Die Notenbank erläuterte ihre Maßnahme wie folgt: „Die Verschärfung der Kreditbedingungen birgt das Potenzial, die Immobilienkorrektur zu verstärken und das Wirtschaftswachstum allgemein zu bremsen.“ Einige Betriebswirte befürchten, dass die Krise nicht vorüber ist und die Notenbank die Zinssätze möglicherweise weiter reduzieren muss.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten konfrontierten auch die Finanzbehörden mit einer Fülle ordnungspolitischer Probleme (Transparenz, Ratingagenturen, nicht regulierte Organisationen, Finanzierungsstrategien, Fähigkeit zu Due-Diligence-Prüfungen usw.) Diese werden in Abschnitt 3 behandelt.

Da die finanziellen Turbulenzen einige Zeit anhalten dürften, sind weitere Schocks zu erwarten. Der US-Finanzminister Hank Paulson warnte am 11. September davor, dass die Vertrauenskrise an den Kreditmärkten länger anhalten dürfte als alle finanziellen Schocks der vergangenen zwei Jahrzehnte, d. h. länger als die Turbulenzen nach der Asienkrise und dem russischen Zahlungsverzug in den 1990er Jahren oder der lateinamerikanischen Schuldenkrise in den 1980er Jahren. Die Komplexität und die weltweite Verbreitung von Wertpapieren, die der Krise zugrunde liegen, dürften diese verlängern.

Laut Berichten vom 16. September haben die Investmentbanken der Welt bisher möglicherweise bis zu 30 Mrd. USD aus zweifelhaften Krediten im Zusammenhang



mit der globalen Finanzkrise verloren. Analysten prognostizierten, dass sie möglicherweise 10% der zugesagten Kredite in Höhe von 300 Mrd. USD abschreiben müssten.

Bisher gab es im Private-Equity-Geschäft noch keine größeren Zusammenbrüche, doch hinken Unternehmen, die zuvor im Besitz privater Beteiligungsunternehmen standen und verschuldet sind, an den Aktienmärkten hinterher. Zudem brach das Übernahmegeschäft der privaten Beteiligungsunternehmen ein, als Fusionen und Akquisitionen seltener wurden, und wenn sie noch vorkommen, werden industrielle Investoren den privaten Beteiligungsunternehmen vorgezogen. Im ersten Halbjahr hatten führende private Beteiligungsunternehmen bereits mit der Verlagerung ihrer Strategie begonnen, und die Investoren waren bereit, mehr in ihre notleidenden Schuldenfonds („vulture funds“) einzuzahlen, die auf steigende Konkurszahlen setzen. Die Finanzkrise könnte jedoch die privaten Beteiligungsunternehmen noch einholen. Mittlerweile verschärft die durch den Übernahmeboom der letzten Jahre erzeugte und mit privatem Beteiligungskapital verbundene Verschuldung den Druck auf Banken und Investoren.

Verbriefung und sonstige Tricks

„Securitisation“ (Verbriefung von Krediten in Wertpapierform) ist der Prozess der Zusammenlegung von Forderungen – beispielsweise Hypotheken, Kfz-Kredite oder Kreditkartenschulden – und die Verbriefung dieser Forderungen in handelbare Wertpapiere, die sodann an Investoren verkauft werden. Der Forderungsbetrag und die Zinsen, die den Wertpapieren zugrunde liegen, werden den Investoren regelmäßig ausgezahlt. Die Verbriefung entwickelte sich seit ihren Anfängen in den 1970er Jahren zu einem Geschäft im Wert von mehreren Milliarden Dollar und schaffte zunehmend komplexere Produkte.

Bei Immobilienkrediten bedeutet dieses Geschäftsmodell „Verbriefung und Verkauf“, dass der Hypothekemakler (der Emittent), der den ursprünglichen Kredit vergibt, lediglich das erste Glied in einem langen, globalisierten Prozess ist. Die Hypothek wird mit anderen zusammengelegt und an Investmentbanken verkauft. Diese wiederum verbiefen die Forderungen in komplexe Wertpapiere, die von führenden Ratingagenturen, deren Honorare von den Investmentbanken bezahlt werden, bereitwillig als sichere Investitionen eingestuft werden. Diese hypothekarisch gedeckten Wertpapiere werden sodann in Ländern in aller Welt von Hedgefonds, Banken und sonstigen Investoren begierig gekauft.

Die Art und Weise, wie die Banken diese komplexen Wertpapiere erwarben, ließ die Struktur noch riskanter werden. Sie nahmen damals billige kurzfristige Kredite auf, um die langfristigen, hypothekarisch gedeckten Wertpapiere zu kaufen. Die Banken, unter anderen auch zweitrangige europäische Banken, nahmen, um ihren – direkten oder indirekten – Besitz 30-jähriger US-Immobilienkredite zu finanzieren, Kredite auf, die alle 90 Tage zurückgezahlt oder verlängert werden mussten. Sie taten dies, weil der Ertrag aus den Wertpapieren höher war als die Zinsen, die sie auf ihre kurzfristigen Kredite zahlten. Sie konnten einen attraktiven Ertrag erwirtschaften.



Diese klassische Liquiditätsinkongruenz brach zusammen, als die Anbieter kurzfristiger Kredite wegen der hypothekarisch gedeckten Wertpapiere allmählich Bedenken hatten. Die Banken gerieten in einen Teufelskreis: Die kurzfristige Finanzierung verschwand, und der Wert ihres Vermögens brach ein.

Die Fehler mögen simpel sein, doch ist die Terminologie beeindruckend. „Conduits“ (Organisationen, die Forderungen aus Hypothekenkrediten zusammenlegen) und „structured investment vehicles“ (SIV) (spezielle Form der Zweckgesellschaft) sind die besonderen bilanzneutralen Organisationen, die von den Banken errichtet wurden, um die billigen kurzfristigen Kredite aufzunehmen. Zu diesem Zweck emittieren sie „forderungsbesicherte Schuldtitel“, nicht zu verwechseln mit „forderungsbesicherten Wertpapieren“, die hypothekarisch gedeckte Wertpapiere und „collateralised debt obligations“ (durch einen Pool gleichgearteter Forderungen gesicherte Schuldtitel) umfassen.

Folgen für die Realwirtschaft und die Arbeitsplätze

Inwieweit werden volatile und angespanntere Kreditmärkte, die noch einige Zeit anhalten dürften, die Realwirtschaft und die Arbeitsplätze beeinträchtigen? Werden die Finanzbehörden in der Lage sein, die Kreditkrise zu mildern und ihre Auswirkungen auf den Finanzsektor zu begrenzen? Vieles wird davon abhängen, ob sie verhindern können, dass die Immobilienmärkte in eine Depression geraten. Die Währungsbehörden könnten jedoch die Ansicht vertreten, dass ihre Möglichkeiten durch die anhaltend hohen Erdölpreise und steigenden Lebensmittelpreise begrenzt werden.

Die kürzlich von verschiedenen Institutionen herausgegebenen Wirtschaftsprognosen lassen wachsende Besorgnis erkennen, da frühere Prognosen in der Regel nach unten revidiert wurden (siehe dritte Spalte in der Tabelle auf der nächsten Seite).

Prognose für das Wirtschaftswachstum 2007-2008

Region	Prognose (Zeitraum)	Revision früherer Prognosen	Quelle	Herausgegeben September
G7	2,2% (2007)	nach unten	OECD	5
USA	1,9% (2007)	nach unten	OECD	5
	2,0% (2007) 2,8% (2008)	nach unten nach unten	NABE*	10
	2,2% (2008)	nach unten	IWF/Reuters	18
Japan	2,4% (2007)	unverändert	OECD	5
Eurozone – 13 Länder	2,6% (2007)	nach unten	OECD	5
	2,5% (2007)	nach unten	EU-Kommission	11
	2,3% (2008)	nach unten	IWF/Reuters	18

*NABE = National Association for Business Economics



Gemäß dem am 24. September veröffentlichten *Global Financial Stability Report* (Bericht über die weltweite Finanzstabilität, GFSR) des IWF dürften die Finanzmärkte nach den jüngsten, durch den Zusammenbruch des US-Subprime-Hypothekenmarktes ausgelösten finanziellen Turbulenzen voraussichtlich eine längere Anpassungsperiode durchlaufen.

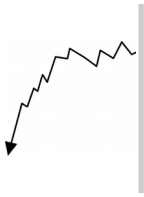
Die weltweite Wirtschaftsexpansion dürfte sich verlangsamen, und wenn „sich die finanziellen Bedingungen weiter verschlechtern, könnten der weltweite Finanzsektor und die Realwirtschaft schwerwiegendere negative Auswirkungen erfahren“. Wenn die Schwellenländer die Turbulenzen verhältnismäßig gut überstanden haben, ist dies teilweise darauf zurückzuführen, dass das globale Wachstum anhielt. Die Wirtschaftstätigkeit könnte sich über verschiedene Kanäle reduzieren: Knappere und teurere Kredite könnten den Immobilienabschwung verstärken und die Unternehmensinvestitionen weltweit drosseln, und die fallenden Wertpapierkurse [Aktien, Immobilien] könnten die Verbraucherausgaben reduzieren.

Zuvor hatte der Geschäftsführende Direktor des IWF gewarnt: „Wenn die reduzierte Verfügbarkeit und die erhöhten Kosten für Immobilien einen größeren Abschwung als derzeit prognostiziert verursachen, könnte dies die Verbrauchernachfrage negativ beeinflussen und sowohl das Wachstum als auch die Nachfrage nach Importen in den USA reduzieren. Dies wiederum könnte das Wachstum in Ländern drosseln, die in die USA importieren. Wenn die Schwierigkeiten an den Kreditmärkten größer werden, hätte dies direkte Auswirkungen auf Investitionen und indirekte Folgen für das Vertrauen.“ Andererseits „werden Schwellenmärkte wie China und Indien um nahezu zweistellige Zahlen oder mehr wachsen. Diese beiden Länder zusammen dürften im Jahre 2007 über ein Fünftel zum gesamten weltweiten Wachstum beitragen.“

Eine am 5. September vom Chefökonom der OECD, der Gruppe der 30 führenden Volkswirtschaften, vorgelegte Zwischenprognose stellt fest, dass die Wirtschaftsaussichten „deutlich weniger optimistisch und unsicherer sind“ und „dass die Risiken für einen Rückgang bedrohlicher geworden sind“. Für die USA „könnten unsere Wachstumsprognosen zu hoch ausfallen, da es noch nicht möglich war, die negativen Auswirkungen der Kreditmarkturbulenzen auf die Wirtschaftstätigkeit in vollem Umfang abzuschätzen. In jedem Falle wird die Widerstandsfähigkeit der Verbraucher durch die neu festgelegten Hypothekensätzen, strengere Kreditnormen, geringere Sicherheiten [Immobilienwert] und Schaffung von weniger Arbeitsplätzen auf die Probe gestellt“. Die OECD prognostiziert zudem ein geringeres Wachstum in der Eurozone.

In den USA verlangsamten sich im August der Einzelhandelsumsatz und die Industrieproduktion, da die Volkswirtschaft den Druck des Immobilieneinbruchs und die Kreditrestriktionen zu spüren bekam. Am Immobilienmarkt lag die Zahl der Zwangsvollstreckungsanzeigen für Immobilien – Verzugsanzeigen, Versteigerungsanzeigen und Inbesitznahme durch die Banken – im August um 36% höher als im Juli und um 115% höher als im August 2006. Es könnte eine neuerliche Welle von Zwangsvollstreckungen geben, da zahlreiche Hypothekenzinssätze neu festgelegt werden müssen. Im Oktober dürfte der Höhepunkt erreicht werden, da die Zinssätze für Kredite in Höhe von rund 50 Mrd. USD drastisch ansteigen könnten.

Aus den am 27. September veröffentlichten Regierungsangaben geht hervor, dass



die Verkäufe neuer US-Immobilien im August um 8,3% auf ein Siebenjahrestief zurückfielen. Die Führungskräfte der staatlich geförderten Wohnbaufinanzierungs-Agenturen erklärten, der Immobilieneinbruch werde erst Ende 2008 den Tiefstand erreichen und bedeute, dass die US-Volkswirtschaft mit einem Rezessionsrisiko von 40-45% rechnen müsse.

Gemäß den Zahlen des Arbeitsministeriums ging die Beschäftigung im August um 4 000 Stellen zurück – zwar eine geringfügige Änderung, jedoch der erste Rückgang in vier Jahren. Beunruhigender ist, dass das Arbeitsministerium seine früheren Schätzungen für das Beschäftigungswachstum im Juni und Juli um insgesamt 81 000 Stellen nach unten revidierte.

Die Zahl der aus finanziellen Gründen teilzeitlich Beschäftigten, die im August bei 4,5 Millionen lag, war um 359 000 höher als im Vorjahr. Diese Kategorie umfasst Personen, die angaben, dass sie Vollzeit arbeiten möchten, weil ihre Arbeitszeit verkürzt worden sei oder weil sie keine Vollzeitstelle finden könnten. Ein weiteres Anzeichen für eine Arbeitsmarktschwäche ist, dass die befristete Beschäftigung weiterhin nach unten tendiert.

In der Fertigungsindustrie und im Baugewerbe ging die Beschäftigung weiterhin zurück. Im Baugewerbe fiel die Zahl der Stellen seit September 2006 um 96 000. Im Gesundheitswesen entstanden im August jedoch 35 000 Arbeitsplätze, im Bereich Management und Fachberatung 7 000 Stellen.

Laut einer Analyse des unabhängigen Economic Policy Institute (Institut für Wirtschaftspolitik, EPI) vom 7. September „weist der Bericht des Arbeitsministeriums den ersten soliden Beweis dafür aus, dass die wirtschaftlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten ihren Weg in den Arbeitsmarkt gefunden haben“.

Das EPI weist darauf hin, dass die Einkommen auf Jahresbasis im August um 3,9% anstiegen, was ein solider Prozentsatz ist, der die Inflation schlagen und unvorhergesehene Preissteigerungen verhindern dürfte. „Wenn die [im Bericht des Arbeitsministeriums gemeldete] allgegenwärtige Schwäche anhält, wird der Lohndruck am Arbeitsmarkt demnächst nachlassen, und das Wachstum der Einkommen wird sich verlangsamen. Dies wiederum wird sich als schwächerer Verbrauch und letztlich als langsames Gesamtwachstum äußern, was den Trend der geringen Einstellungen der letzten Monate verstärken wird.“

Der AFL-CIO erklärte, die US-Beschäftigten würden von den Immobilienzwangsvollstreckungen sowie durch wachsende private Schulden und steigende Gesundheitskosten betroffen. Die Gewerkschaftszentrale betrachtet den Bericht des Arbeitsministeriums als „klares Zeichen dafür, dass sich die Krise am Immobilienmarkt und die damit verbundenen Turbulenzen an den Kapitalmärkten auf die Realwirtschaft auswirken“, und stellt fest, dass die Schaffung von Arbeitsplätzen bereits zuvor schon langsamer erfolgte als bei jeder anderen Konjunkturbelebung nach dem Zweiten Weltkrieg.

Ein Anzeichen für die unmittelbar bevorstehenden Trends wird in der von der Outplacement-Firma Challenger, Gray & Christmas erstellten Studie über Ankündi-



gungen von Stellenstreichungen angedeutet. Die Studie erfasst die in den wichtigsten Pressestellen gemeldeten Ankündigungen von Stellenstreichungen, wodurch tatsächliche Entlassungen im Voraus angedeutet werden. Die Zahl der von Unternehmen gemeldeten Stellenstreichungen in den USA nahmen laut der von der Firma am 5. September veröffentlichten Studie im August gegenüber Juli um 85% auf insgesamt 79 459 zu. Die Ankündigungen von Stellenstreichungen lagen um 22% höher als im August des Vorjahres.

Annähernd die Hälfte der Ankündigungen im August stammte aus dem Finanzsektor, als Dutzende Hypotheken- und Subprime-Kreditgeber unter dem Druck eines rückläufigen Immobilienmarktes zusammenbrachen. Die Ankündigungen von Stellenstreichungen im Finanzsektor betrafen im August insgesamt 35 752 Arbeitsplätze, die höchste monatliche Gesamtzahl für den Sektor seit Beginn der Studie im Jahre 1993.

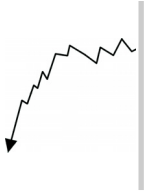
Auch im September gingen die Ankündigungen von Stellenstreichungen nicht zurück. Zu diesen gehörte das Vorhaben des größten Hypothekenkreditgebers der USA, Countrywide Financial Corp. (CFC), 10 000 bis 12 000 Beschäftigte – rund 20% seines Personalbestandes – zu entlassen.

Die Europäische Kommission warnte am 11. September davor, dass sich die erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in der Eurozone bis ins Jahr 2008 hinein verschlimmern könnte. Der Präsident der Europäischen Zentralbank, Jean-Claude Trichet, klang in seiner Rede vor dem Europaparlament jedoch optimistischer: „Die jüngsten Angaben über die Arbeitslosigkeit deuten auf verbesserte Arbeitsmarktbedingungen [in der Eurozone] hin, und die globale Wirtschaftstätigkeit dürfte robust bleiben, da die voraussichtliche Verlangsamung in den USA durch das anhaltend starke Wachstum an den Schwellenmärkten weitgehend ausgeglichen werden dürfte.“

Die unkoordinierte Zinspolitik der US-Notenbank und der EZB könnte den Euro gegenüber dem Dollar weiter stärken. Dies würde die Erdöl- und sonstige Importkosten dämpfen, jedoch auch die Exporte und das Wirtschaftswachstum drosseln. Einige EU-Länder, darunter Dänemark, Spanien und Großbritannien, erfahren zurzeit ebenfalls eine Verlangsamung in ihrem Immobiliensektor.

Ein Index von Beschaffungsmanagern im Dienstleistungssektor der Eurozone fiel im September um vier Punkte zurück, der größte monatliche Rückgang, der jemals verzeichnet wurde, was darauf hindeutet, dass sich der Handel schneller verlangsamt, als die Analysten vorausgesagt hatten. Einige Volkswirtschaftler sehen dies als Beweis dafür an, dass die globale Finanzkrise nunmehr in die europäische Basiswirtschaft vorgedrungen ist.

In Deutschland, der größten EU-Volkswirtschaft, ging das Vertrauen in die Wirtschaft gemäß dem Geschäftsklima-Index IFO, der rund 7 000 Unternehmen erfasst, im September im vierten Monat in Folge zurück. Die Analysten führen diesen Rückgang auf die Geschäftsunsicherheit bezüglich der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft, die neuen Rekordpreise für Erdöl und den Wechselkurs zwischen Euro und Dollar zurück.



Vorschläge für eine ordnungspolitische Reform

Verschiedene Gremien legten Vorschläge darüber vor, wie die Funktionsweise des Finanzsystems verbessert werden könnte, um die Krise zu bewältigen oder zu verhindern, dass eine solche erneut auftritt. Die zentrale Frage lautet, ob sich aus Diskussionen wirksame Vorschläge ergeben werden und ob und wie diese Vorschläge umgesetzt werden: durch Selbstregulierung oder durch staatliche Regulierung? Eine weitere Frage ist, ob für die Menschen am unteren Ende genug getan werden wird: für die Leute, die ihr Heim verlieren oder um ihre Ersparnisse fürchten, und die Beschäftigten der Banken, die mit Schließung oder Umstrukturierung konfrontiert sind.

Der am 24. September veröffentlichte *Global Financial Stability Report* (GFSR) des IWF definierte die Schlüsselkomponenten des Regulierungsrahmens wie folgt: Größere Transparenz: „Genauere und fristgerechte Informationen über die Basisrisiken sind entscheidende Komponenten der Fähigkeit des Marktes, das Risiko angemessen zu differenzieren und zu bewerten. ... Größere Transparenz ist erforderlich in Bezug auf die Verbindungen zwischen systemisch wichtigen Finanzinstitutionen und einigen ihrer bilanzneutralen Gesellschaften.“ Finanzierung: „Die Finanzinstitutionen müssen sicherstellen, dass sie über solide Finanzierungsstrategien verfügen, die für ihr Geschäftsmodell geeignet sind, und dass diese Finanzierungsstrategien angespannte Bedingungen ausgleichen können.“ Bessere Risikoüberwachung, u. a. größere Anreize für die Kreditgeber zur Risikoüberwachung: „In der Regel muss das Geschäftsmodell ‚Verbriefung und Verkauf‘ möglicherweise neu beurteilt werden, um sicherzustellen, dass [derartige] Anreize vorhanden sind.“ Verbesserungen durch die Ratingagenturen: Differenzierte Bewertungsskalen für komplexe Wertpapiere könnten die Investoren vor dem Risiko rascher Verschlechterungen der Bewertungen bei diesen Instrumenten warnen, beispielsweise im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmens- oder Staatsanleihen. Due-Diligence-Prüfungen: Die Investoren sollten sicherstellen, dass sich ihre Entscheidungen über die Portfeuille-Allokation nicht übermäßig auf die Ratingagenturen stützen und dass diese Bewertungen nicht als Ersatz für eine angemessene Due-Diligence-Prüfung genutzt werden. Bessere Bewertung komplexer Finanzprodukte, einschließlich des Liquiditätsrisikos, wenn diese Wertpapiere als Sicherheit gehalten werden. Umfassenderer Risikoumfang: „Der relevante Umfang der Risikokonsolidierung für die Banken erwies sich als größer als der übliche buchhalterische oder rechtliche Umfang. Daraus ergibt sich, dass die Risiken, die gestreut worden zu sein scheinen, dennoch in verschiedenen Formen in die Banken zurückkehren können, die sie gestreut haben. ... neue Instrumente oder Strukturen können die bilanzneutralen oder Eventualverbindlichkeiten verschleiern.“ Der IWF rief zudem zu einem besseren Verbraucherschutz und zu mehr finanzieller Schulung auf.

Der Chefökonom der OECD, Jean-Philippe Cotis, bestätigte: „Die jüngsten Entwicklungen deckten schwerwiegende Mängel bei der Funktionsweise der US-Immobilienmärkte und im weiteren Sinne an den weltweiten Kreditmärkten auf.“ Er fügte hinzu: „Die Märkte werden mittels des üblichen ‚Learning-by-doing‘-Prozesses Lehren aus den jüngsten Fehlern ziehen. Dieser Fortschritt kann dennoch durch eine verstärkte Regulierung noch verbessert werden. Es kann beispielsweise eine umfassendere Aufsicht über die US-Subprime-Hypothekmärkte mit größerer Beachtung der Nichtbanken-Kreditgeber, die häufig eine wirksame Prüfung umgingen, notwen-



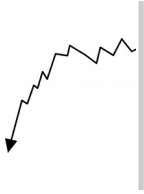
dig sein. Es gibt zudem Argumente zugunsten einer aktiven Bekämpfung der ruinösen Kreditvergabe, auch durch eine bessere Offenlegung und Schulung. Mehr Transparenz scheint auch an den Kreditmärkten, in denen die Verbriefung die Risikobewertung für viele Investoren zunehmend erschwerte, erforderlich zu sein, was zu einem weit reichenden Vertrauensverlust führt. Angesichts der Welle von Neubewertungen in den letzten Monaten könnten aggressivere und kritischere Ratingagenturen dazu beitragen, dies zu erreichen.“

Anlässlich eines Hearings vor dem Europaparlament schnitt der Präsident der Europäischen Zentralbank, Jean-Claude Trichet, verschiedene Punkte an: „Der Grad der Komplexität einiger Produkte, die zum Zwecke der erneuten Verbriefung und des Verkaufs von Schuldtiteln konzipiert werden, hat“ für diejenigen, die sie kaufen und selbst für diejenigen, die sie konzipieren, „überwältigende Ausmaße angenommen.“ Die äußerst geringe Zahl weltweiter Ratingagenturen ist ein echtes Problem für die derzeitige Funktionsweise des globalen Finanzsektors. „Potenzielle Interessenkonflikte müssten, wo sie vorhanden sind, bewältigt werden, und etwaige Normen für ein verbessertes Verhalten könnten aufgestellt werden. Eine wichtige Lehre aus der derzeitigen Neubewertung der Risiken ist, dass die Investoren nie die Meinung der Ratingagenturen als Ersatz für ihre eigene Kreditanalyse und Due-Diligence-Prüfung übernehmen dürfen.“

„Die derzeitigen Ereignisse heben die Bedeutung einer weiteren Verbesserung der Aufsichts-tätigkeit über den Finanzsektor durch Finanzregulierer und der Verfahren für das Risikomanagement durch die Finanzinstitutionen hervor.“ Laut Trichet „werden die neuen Eigenkapitalvorschriften ‚Basel II‘, die zurzeit umgesetzt werden, erhebliche Vorteile in diesem Sinne bringen. Tatsächlich verlässt sich Basel II stark auf ein erheblich verbessertes Risiko-management bei der Festlegung der geeigneten Kapitalpuffer für die Banken. Trotz dieser Verbesserungen erfordert der hoch entwickelte Stand der Finanzmärkte stetige Investitionen in die Verfahren für die Prüfung der Belastung, um sicherzustellen, dass sich die Banken der potenziellen Verluste bewusst sind, die ihnen auch in höchst unwahrscheinlichen Szenarien erwachsen könnten.“

Es sei eine weitere Reflexion darüber erforderlich, wie mit allen nicht regulierten Organisationen umzugehen ist, erklärte Trichet. In diesem Zusammenhang rief er zu einer raschen Umsetzung der Empfehlungen des Forums für Finanzstabilität (FSF) zu Hedgefonds auf, die er als internationalen Konsens bezeichnet. Das Forum für Finanzstabilität vereinigt gehobene Vertreter nationaler Finanzbehörden, internationaler Finanzinstitutionen, internationaler Regulierungs- und Aufsichtsvereinigungen sowie von Ausschüssen von Zentralbankexperten. Die Empfehlungen sind zu finden unter http://www.fsforum.org/press/PressRelease-FSF_HLI_Update-final19May07-2.pdf. Trichet sagte ferner: „Die Hauptkanäle der Verbreitung der derzeitigen Turbulenzen waren die nicht regulierte Bildung so genannter „conduits“ und „special investment vehicles“ ... wir müssen unsere Handhabung der „conduits“ und der „special investment vehicles“ wesentlich verbessern.“

In der EU hat die Europäische Kommission vor, die Kreditbewertungsagenturen, einschließlich einer Untersuchung des freiwilligen Kodex des Sektors, zu überprüfen. Die Kommission erwägt zurzeit, ob neue Rechtsvorschriften erforderlich sind. Der



EU-Kommissar für Finanzdienstleistungen, Charlie McCreevy, rief die EU und die USA auf, ihre Kräfte zu vereinen, um die Rolle der Kreditbewertungsagenturen zu untersuchen.

EU-Beamte sind auch über das Risiko besorgt, dass die anhaltende Liquiditätsverknappung an den Finanzmärkten eine Krise bei einer grenzüberschreitenden Finanzinstitution verursachen könnte – ähnlich derjenigen, die die britische Bank und Kreditgeberin Northern Rock betraf. Laut einem Ausschuss von Beamten von EU-Finanzministerien und Zentralbanken gibt es 46 grenzüberschreitend tätige Bankengruppen in der EU, und 21 von diesen betreiben eine beträchtliche Geschäftstätigkeit außerhalb ihres Stammlandes. Es herrscht die Ansicht, dass die EU die Frage, wer die Last einer Bankenrettung zu tragen hat, für den Fall, dass dies notwendig würde, weiter behandeln sollte.

In den USA billigte ein wichtiger Parlamentsausschuss Rechtsvorschriften, die den US-Banken-regulierern neue Befugnis geben würden, unlautere und ruinöse Kreditvergaben zu kontrollieren. Nach dem neuen, vom Parlamentsausschuss für Finanzdienstleistungen (House Financial Service Committee) gebilligten Gesetz könnten die Regulierer irreführende Werbung unterbinden. Die niedrigen Hypothekenzinssätze, für die geworben wird, erhöhen sich häufig nach der Einführungsperiode und versetzen Kreditnehmer mit niedrigem Einkommen in Schwierigkeiten. Der Gesetzentwurf könnte vom vollzähligen Repräsentantenhaus im Oktober geprüft werden.

Auf internationaler Ebene ersuchte die US-Regierung das Forum für Finanzstabilität (FSF), die Sicherheit und Solidität des internationalen Bankensystems zu überprüfen.

Um den Mangel an Vertrauen zwischen den Banken zu beheben, rief der Leiter der britischen Behörde für Finanzdienstleistungen (Financial Services Authority, FSA) die Banken des Landes dazu auf, ihr – direktes oder indirektes – Engagement am US-Subprime-Hypothekensektor bekannt zu geben. Der Vorsitzende der FSA erklärte, es sei Klarheit bezüglich des Umfangs des Problems erforderlich, damit die Kreditmärkte dabei unterstützt werden können, sich wieder zu normalisieren. Der Grund dafür, dass die Banken nicht bereit waren, einander Geld zu leihen, liegt teilweise darin, dass sie gegenseitig ihr Engagement in Subprime-Hypothekenforderungen nicht kennen.

Wer Geld für einen Hauskauf aufnimmt, muss vor missbräuchlichen Praktiken besser geschützt werden. Es sollte Mindesteigenleistungen geben, und sprunghaft ansteigende Lockzinsangebote und sonstige Tricks, die die Leute dazu ermutigen, mehr Geld aufzunehmen, als sie sich leisten können, sollten abgeschafft werden. Die Regierung sollte zahlreiche Subprime-Kreditnehmer und andere, die nun Schwierigkeiten haben, ihre bestehenden Hypotheken zu tilgen oder zu refinanzieren, weit stärker unterstützen. Die Steuergelder dürfen nicht dafür verwendet werden, für die Kreditgeber zu bürgen, es sei denn, dass diese verpflichtet sind, die Verschuldung der Hausbesitzer zu erleichtern und zu refinanzieren. Ferner sollten die Regierungen nach innovativen Wegen suchen, um die Neuaushandlung von Hypothekenkrediten zu veranlassen. Diese Maßnahme könnte dazu beitragen, dass der Wohnbaurückgang in einem Immobilien-einbruch und einer Wirtschaftsrezession mündet.



Die staatliche Versicherung der Spargelder im Falle der Schließung einer Finanzinstitution muss überprüft und verstärkt werden. Die Krise von Northern Rock verdeutlichte das Potenzial für einen Ansturm auf Banken in einer Zeit wachsender finanzieller Turbulenzen, einer großen Auswahl an Banken und von Kunden, die für Geldüberweisungen das Internet nutzen können. Um das Vertrauen der Kunden zu bewahren, muss ein staatliches Versicherungssystem in der Lage sein, den Einlegern innerhalb von Tagen nach dem Konkurs einer Bank ihr Geld zurückzuerstatten. Eine schwierigere Frage ist, wo die Obergrenze für versicherte Einlagen gezogen werden soll. Diese muss ausreichend hoch sein, um die meisten Einleger rückzuversichern. Eine unbegrenzte Garantie würde es jedoch Großinvestoren erleichtern, die Banken zu veranlassen, übermäßige Risiken einzugehen. Gemäß einer europäischen Richtlinie von 1994 müssen alle EU-Länder die Ersparnisse der Einleger bis zu 90% der ersten 20 000 EUR versichern. Die US-Bundesdepositen-Versicherungsgesellschaft (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) zahlt mit Unterstützung der US-Regierung mindestens die ersten 100 000 USD der Spargelder zurück. Laut FDIC erfolgen die Rückzahlungen sehr schnell – innerhalb weniger Tage.

Backed by the US government, the Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) repays at least the first \$100,000 of savers' money. Refunds are rapid: within days, according to FDIC.