

# **Potsdamer Beiträge zur Sozialforschung**

**Nr. 34, Dezember 2013**

## **Ursachen, Verlauf und Folgen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise**

**Tom Wefers**

Herausgeber: Prof. Dr. Dieter Holtmann

Methoden der empirischen Sozialforschung

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät

Universität Potsdam





# **Potsdamer Beiträge zur Sozialforschung**

**Nr. 34, Dezember 2013**

## **Ursachen, Verlauf und Folgen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise**

**Tom Wefers**

Herausgeber: Prof. Dr. Dieter Holtmann

Methoden der empirischen Sozialforschung

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät

Universität Potsdam

ISSN 1612-6602



# Inhaltsverzeichnis

I. Einleitung.....	4
1. Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise.....	5
1.1 Aufbau der Verschuldung von privaten Haushalten.....	5
1.1.1 Niedrige Zinsen.....	5
1.1.2 Lockere Kreditvergabe .....	6
1.1.3 Steigende Immobilienpreise.....	7
1.2. Verschuldung des Finanzsystems.....	7
1.2.1 Regulierung des Finanzsektors.....	8
1.2.1.1 Einlagenversicherung.....	8
1.2.1.2. Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken (Glass-Steagall Act).....	8
1.2.1.3 Deregulierung.....	9
1.2.1.3.1 Aufhebung des Glass-Steagall Acts.....	9
1.2.1.3.2. Schattenbankensystem.....	9
1.2.2 Aufbau der Verschuldung des Finanzsystems.....	10
1.2.2.1 Niedrigzinspolitik.....	10
1.2.2.1.1 Leverage.....	11
1.2.2.2. Ausweitung der Hypothekenkreditvergabe.....	12
1.2.2.3 Moderne Finanzprodukte – RMBS, CDO und CDS.....	14
1.2.2.3.1 CDS.....	17
1.2.2.4 Ratingagenturen und Anreizstrukturen.....	19
1.2.2.4.1 Anreizstrukturen.....	20
1.2.2.5 Regulierungsbehörden .....	21
1.2.2.6 Geringes Risikobewusstsein im Boom (ca. 2002 – 2007).....	22
1.2.2.7 Zwischenfazit.....	24
1.3 „Abbau“ der Schulden der Haushalte und des Finanzsektors.....	25
1.3.1 Der Auslöser der Krise – Das Platzen der Immobilienblase.....	25
1.3.2 Vom Platzen der Immobilienblase zur Finanzkrise.....	27
1.3.2.1 Teufelskreis (Einführung).....	28
1.3.2.1.1 Minsky Moment.....	28
1.3.2.1.2 Bernanke.....	29
1.3.2.1.3 Minsky 2 – Insolvenzen verstärken die Abwärtsspirale.....	30
1.3.2.1.4 Deflation.....	30

1.3.2.1.5 Fisher's Schuldendeflation (debt-deflation).....	31
1.3.2.1.6 Liquiditätsfalle.....	31
1.3.2.1.7 „balance-sheet recession“.....	33
1.3.3 Liquiditätskrise und Notenbankintervention.....	34
1.3.4 Parallele internationale Entwicklungen.....	36
1.3.5 Der Übergang von der Finanz- zur Wirtschaftskrise.....	37
1.3.5.1 Private Haushalte.....	37
1.3.5.2 Finanzinstitute und Unternehmen.....	38
1.3.5.3 Parallele Internationale Entwicklungen.....	39
2. Übergang von der Finanz- und Wirtschaftskrise zur Staatsschuldenkrise.....	40
2.1 Anstieg der Staatsverschuldung .....	41
2.1.1 Messmethode der Staatsverschuldung.....	41
2.1.2 Automatische Stabilisatoren.....	41
2.1.3 - Konjunkturprogramme.....	42
2.1.4 Bankenrettung.....	43
2.1.5 Zwischenfazit.....	43
2.2. Entstehung der Staatsschuldenkrise.....	45
2.2.1 Neubewertung der Risiken der Staatsverschuldung durch die Finanzmärkte.....	45
2.2.2 Liquiditätskrisen und die Rolle der Währungsunion.....	48
2.2.3 Zahlungsbilanzen, Wettbewerbsfähigkeit und “internal devaluation” in der Eurozone. .	50
3. Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Staatsschuldenkrise.....	56
3.1 Rettungspakete und Sparpolitik.....	56
3.2 Theoretische Grundlagen zu den Folgen von Fiskalpolitik in einer Rezession und deren Bedeutung für die Staatsschuldenkrise.....	57
3.3 Darstellung der Reaktion der Staaten und deren Auswirkungen.....	61
4. Fazit.....	64
5. Literaturverzeichnis.....	67

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1 Leitzinssätze der Zentralbanken.....	6
Abbildung 2 Wachstum Moderner Finanzprodukte.....	15
Abbildung 3 TED-Spread.....	23
Abbildung 4 Verschuldung der verschiedenen Sektoren an den Kreditmärkten (USA).....	25
Abbildung 5 S&P/Case-Shiller Hauspreisindex.....	26
Abbildung 6 Hauspreisanstieg in ausgewählten Ländern (2002-2008).....	36
Abbildung 7 Arbeitslosenquote in Prozent.....	39
Abbildung 8 Staatsschulden in Prozent des BIP.....	44
Abbildung 9 Spreads von Staatsanleihen.....	45
Abbildung 10 Inflation im Euroraum.....	51
Abbildung 11 Handelsbilanzen von Deutschland und den PIGSI-Ländern.....	53
Abbildung 12 Nominale Löhne und Beschäftigung (2008-2012).....	55
Abbildung 13 Veränderungen der Staatsausgaben in Prozent zum Vorjahr.....	61
Abbildung 14 Bruttoinlandsprodukt indiziert (100=2008).....	62

## I. Einleitung

Die gegenwärtige Finanz- und Wirtschaftskrise wird als die schwerste Krise seit der großen Depression angesehen.<sup>1</sup> Wie konnte es dazu kommen?

In dieser Arbeit werden die Ursachen der Krise untersucht und anhand ihrer Folgen aufgezeigt, dass diese sich von einer Finanz- zu einer Wirtschaftskrise entwickelte und schließlich sogar in einigen Ländern zu einer Staatsschuldenkrise.

Damit geraten die staatlichen Reaktionen in den Fokus und es wird untersucht, welche Auswirkungen diese auf den Krisenverlauf hatten. Dabei wird angesichts der Schwere und Dauer der Krise der Frage nachgegangen, ob diese Reaktionen angemessen waren.

Die Gliederung dieser Arbeit erfolgt nach drei thematischen Schwerpunkten. Der erste Teil dieser Arbeit befasst sich mit den Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise und mit deren Verlauf.

Der zweite Teil geht sowohl auf die Gründe für die Staatsschuldenkrise ein, die einige Länder der Eurozone erfasste, als auch auf die besondere Rolle der Währungsunion.

Der dritte und letzte Teil der Arbeit beschäftigt sich mit den fiskalpolitischen Reaktionen auf die Staatsschuldenkrise und deren Auswirkungen.

Um Ursachen, Verlauf und Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise darstellen zu können, wurden folgende Länder exemplarisch ausgewählt: USA, Portugal, Irland, Spanien, Italien, Großbritannien und Deutschland. Im Folgenden wird die Auswahl kurz begründet.

Die USA spielten eine zentrale Rolle in der Krise sowohl für deren Ausbruch als auch für deren Verlauf. Hinzu kommen einige Länder der Europäischen Union und zwar Deutschland, Großbritannien, sowie die Ländergruppe der sogenannten PIGSI (außer Griechenland)<sup>2</sup>. Aufgrund von unterschiedlichen Ausgangssituationen und fiskalpolitischen Reaktionen dieser Staaten ist ein Vergleich der verschiedenen Faktoren möglich, die Einfluss auf Schwere und Verlauf der Krise hatten. Die PIGSI sind von großer Bedeutung, da bei ihnen zum einen die Krise besonders schwere Ausmaße hatte und sie zum anderen die Hauptbetroffenen der Staatsschuldenkrise sind. Großbritannien war insbesondere aufgrund seines großen Finanzsektors stark von der Krise betroffen und bietet einen guten Vergleich zu den Ländern der Eurozone, da es eine eigene Währung hat. Deutschland – die größte Volkswirtschaft der Europäischen Union und der Eurozone – spielte eine Sonderrolle im Krisenverlauf und bietet daher einen guten Vergleich zu den PIGSI.

---

<sup>1</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. XV

<sup>2</sup> Ursprünglich umfasste diese Gruppe Portugal, Irland, Griechenland und Spanien, schließlich wurde auch noch Italien dazu gezählt.

In dieser Arbeit wird häufig auf die Ländergruppe der sogenannten PIGSI Bezug genommen. Jedoch wird Griechenland bei der Analyse und in den selbst angefertigten Grafiken stets ausgespart. Dies hat zwei Gründe. Einerseits ist Griechenland das mit Abstand am härtesten getroffene Land der Krise. Deshalb würden dabei die Differenzen, die zwischen den anderen Ländern (außer Griechenland) bestehen, kaum erkennbar sein. Ein weiterer Grund, warum Griechenland als Sonderfall gelten muss, ist das Ausmaß des institutionellen Versagens. Dies wird exemplarisch deutlich an der immensen Summe an ausstehenden Steuerschulden, die der griechische Staat nicht einzutreiben vermag. 2012 wurde diese auf über € 60 Milliarden beziffert<sup>3</sup>. Dem stand eine Gesamtverschuldung von ca. € 350 Milliarden gegenüber.

Schließlich noch eine kurze Erläuterung, warum der Unternehmenssektor in dieser Arbeit kaum Beachtung findet. In den meisten Ländern war dieser vor Ausbruch der Krise nicht überschuldet. Im Verlauf der Krise war der Unternehmenssektor keine treibende Kraft, sondern reagierte eher. Unternehmen passen ihre Investitionen der Nachfrage an und somit an den Konsum der privaten Haushalte. Ebenso waren die Investitionen zum Teil abhängig von den Kreditkonditionen und damit vom Finanzsektor. Daher verhielt sich der Unternehmenssektor größtenteils „prozyklisch“ und trug z.B. zum Einbruch der Gesamtnachfrage bei, war aber nicht der Auslöser dafür.

## **1. Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise**

In der vorliegenden Arbeit soll dargestellt werden, dass für die Auslösung der Finanzkrise zwei Faktoren eine entscheidende Rolle gespielt haben. Der erste Faktor war die übermäßige Verschuldung privater Haushalte, die zu einem großen Teil mit dem Erwerb von Immobilien zusammenhing.

Der zweite Faktor war die Überschuldung der Finanzinstitute durch hohe Fremdkapitalfinanzierung und aufgrund zunehmend riskanter Geschäfte. So vergaben die Banken z.B. Immobilienkredite ohne jegliche Sicherheiten.

### **1.1 Aufbau der Verschuldung von privaten Haushalten**

#### **1.1.1 Niedrige Zinsen**

Ausgangspunkt und Rahmenbedingung für die zunehmende Verschuldung sehr vieler privater Haushalte in den USA war die Niedrigzinspolitik der FED seit Anfang 2002.

---

<sup>3</sup> FAZ (2012a) „Deutsche Finanzbeamte wollen griechische Steuern eintreiben“, Schlötzer C (2011) „Ein Loch von 60 Milliarden Euro“ Focus (2011) „Griechen schulden ihrem Staat 60 Milliarden Euro

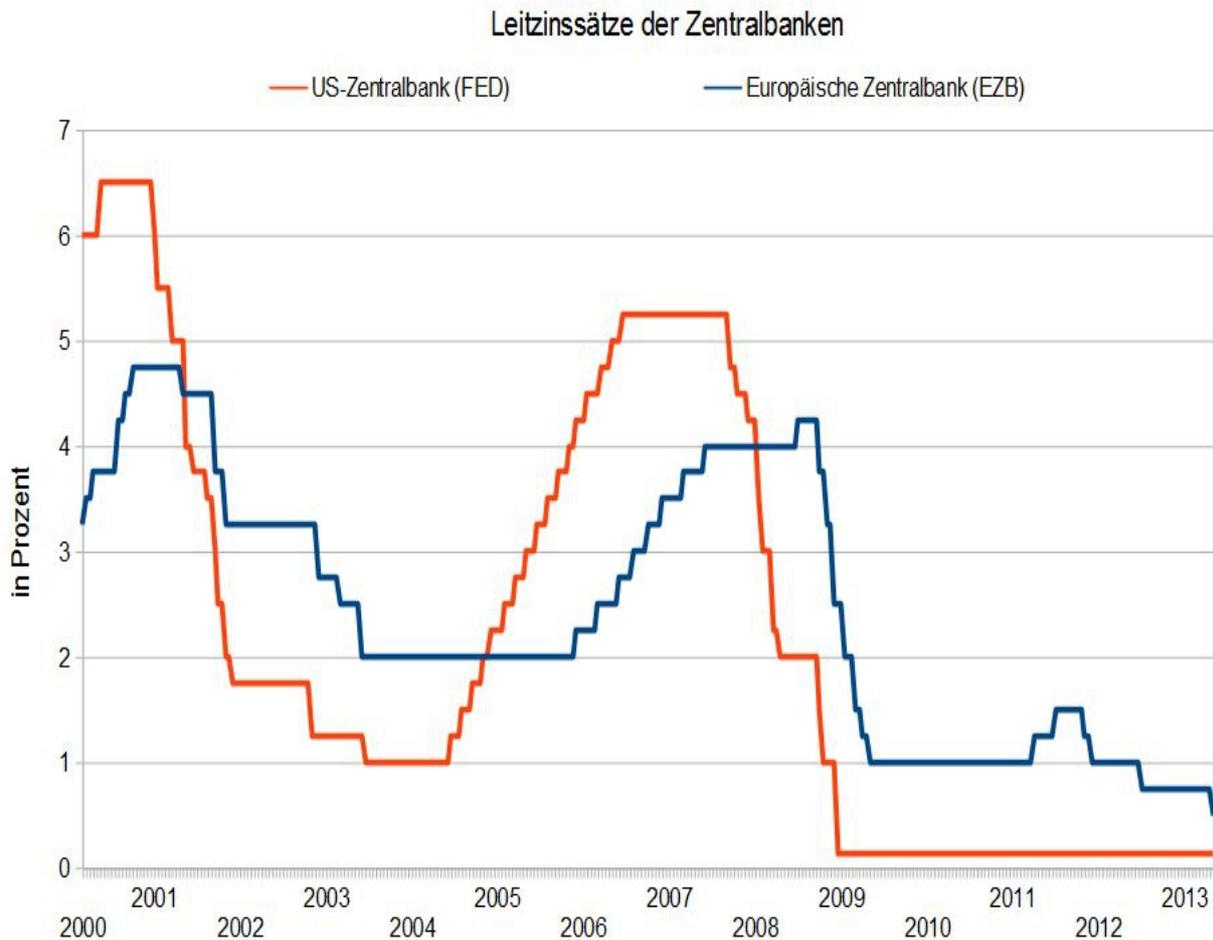


Abbildung 1

4

Infolgedessen setzten auch die Banken die Zinsen für Hypotheken beim Erwerb von Immobilien herab. Dadurch wurde der Erwerb einer Immobilie - meistens eines Eigenheims - für Privatleute zunehmend attraktiv. Die Nachfrage nach Immobilien stieg entsprechend an.

Nicht nur in den USA boomte der Immobilienmarkt, auch in etlichen Ländern der Europäischen Union (EU) – wie z.B. in Spanien – gab es eine entsprechende Zunahme der Immobilienkredite aufgrund des niedrigen Realzinsniveaus.<sup>5</sup>

### 1.1.2 Lockere Kreditvergabe

Diese Entwicklung wurde dadurch noch beschleunigt, dass viele US-Banken schließlich immer mehr Kredite zum Hauserwerb ohne Prüfung der Kreditwürdigkeit auch an Kunden vergaben, die sich die Abzahlung der Hypothekenzinsen eigentlich nicht leisten konnten. Die Kreditvergabepraxis

4 Europäische Zentralbank (2013), Federal Reserve (2013)

5 Henzel S, Sauer S (2006): „Konsequenzen der Inflationsunterschiede im Euroraum“ S. 19

der Finanzinstitute grenzte zuweilen ans Kriminelle, weshalb diese sich zum Teil später vor Gericht und in Senatsanhörungen rechtfertigen mussten. So wurde Countrywide Financials – die größte US Hypothekenbank, welche 2006 20% aller US Hypotheken finanzierte – aufgrund ihrer unseriösen Kreditvergabestandards Kreditbetrug vorgeworfen .

„SEC has also presented evidence that Countrywide routinely ignored its official underwriting guidelines to such an extent that Countrywide would underwrite any loan it could sell into the secondary mortgage market.”<sup>6</sup>

### 1.1.3 Steigende Immobilienpreise

Hintergrund dieser Politik der lockeren Kreditvergabe war, dass in den USA vor Ausbruch der Finanzkrise die Geldanlage in Immobilien als sicher und gewinnbringend galt. Durch die Niedrigzinspolitik rückte für viele US-Bürger die Möglichkeit ein eigenes Heim zu besitzen – laut Präsident Obama „das Herz des amerikanischen Traums“<sup>7</sup> – in greifbare Nähe.

Durch die wachsende Nachfrage stiegen die Immobilienpreise kontinuierlich und schließlich in den Jahren vor Ausbruch der Krise steil an. Der Besitz von Immobilien verkörperte so einen hohen materiellen Wert und wurde häufig als Sicherheit für Konsumentenkredite genutzt. Somit nahm es ein zunehmender Teil der Bevölkerung in Kauf, sich über seine finanziellen Möglichkeiten hinaus zu verschulden in dem Glauben, dass der Wert ihrer Immobilie auch zukünftig weiter stark steigen wird und so ihre kritische Verschuldung durch die Wertsteigerung ihrer Immobilie mindestens ausgeglichen wird. Als Folge davon sank die Sparquote der US Haushalte immer weiter von durchschnittlich 8,7 % in den 80ern, auf 5,5 % in den 90ern und auf durchschnittlich 1,5 % in 2005.<sup>8</sup>

## 1.2. Verschuldung des Finanzsystems

Zu einem bank run kommt es, wenn innerhalb kurzer Zeit eine große Zahl von Bankkunden sich ihre Einlagen auszahlen lässt aus Furcht, dass ihre Bank insolvent sei und mit deren drohender Zahlungsunfähigkeit ihre Ersparnisse verloren gehen könnten. Der Abzug ihrer Ersparnisse erhöht jedoch die Wahrscheinlichkeit einer Insolvenz der Bank, was wiederum Kunden mobilisiert, sich ihre Einlagen auszahlen zu lassen.

Somit kann das bloße Gerücht der drohenden Insolvenz einer Bank zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung werden. Aufgrund dieser sich selbst verstärkenden Dynamik können auch an sich

6 US-District Court - Central District of California (2010) „Securities and Exchange Commission -v- Angelo Mozilo, et Al.” S. 12

7 Kaufmann S (2013) „Das Aus für Fannie und Freddie.

8 Die Sparquote wurde in diesem Fall definiert als: „Personal saving as a percentage of disposable personal income (DPI)“ Daten von: Bureau of Economic Analysis (2013)

finanziell „gesunde“ Banken Opfer von bank runs werden.<sup>9</sup>

Der Grund dafür ist das partielle Reservesystem. Dies bedeutet, dass Banken nur ein Mindestmaß ihres Kapitals in liquider Form vorhalten, was für den üblichen Ein- und Ausgang von Einlagen ausreicht. Da der weitaus größte Teil Ihres Kapitals jedoch in wenig liquider Form angelegt ist, z.B. in Form von Krediten, kann die Bank trotz positiver Bilanz bei einem bank run der massenhaften Nachfrage nach liquidem Kapital nicht nachkommen. Sie ist illiquide nicht notwendigerweise insolvent.

## **1.2.1 Regulierung des Finanzsektors**

### **1.2.1.1 Einlagenversicherung**

Infolge der Weltwirtschaftskrise von 1929 kam es zu zahlreichen bank runs, die zu zahlreichen Bankzusammenbrüchen führten, wodurch Millionen von US Bürgern ihre Ersparnisse verloren. Aus diesem Grund wurde die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC – US Einlagensicherungsfonds) 1933 als Teil des Glass-Steagall Acts gegründet. Ziel der Einlagenversicherung war es, das Vertrauen von Sparern und Anlegern in die Sicherheit ihres Geldes bei den Banken zurückzugewinnen, um so erneute bank runs zu verhindern.

Finanzinstitutionen, die von der FDIC reguliert werden, müssen eine bestimmte Quote an Eigenkapital vorhalten, um Liquiditätsengpässen vorzubeugen und um bank runs unwahrscheinlicher zu machen.<sup>10</sup>

### **1.2.1.2. Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken (Glass-Steagall Act)**

Geprägt von der Erfahrung der Weltwirtschaftskrise 1929 – in der bank runs eine zentrale Rolle spielten – wurde 1933 der sogenannte Glass-Steagall Act vom US Kongress verabschiedet, der zur Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken führte. Banken mussten sich entscheiden, ob sie Geschäftsbanken sein wollten, die Einlagen verwahren und Kredite vergeben, oder Investmentbanken, die Wertpapiergeschäfte tätigen.<sup>11</sup>

Welche Überlegung steht hinter der Absicht, Investment- und Geschäftsbanken zu trennen? Geschäftsbanken verwahren Einlagen von Sparern und haben dafür Zugang zum Diskontfenster der FED, bei dem Banken Notenbankkredite bekommen können, um kurzfristige Liquiditätsengpässe zu überbrücken. Zudem werden diese Einlagen vom Einlagensicherungsfonds abgesichert, weshalb

<sup>9</sup> Diamond D W, Dybvig P H (1983) „Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity“ S. 402

<sup>10</sup> Teslik L H (2008) „The U.S. Financial Regulatory System.“

<sup>11</sup> Crawford C (2011) „The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis“ S. 128

sie strikterer Regulierung unterworfen sind. Vor 2008 hatten Investmentbanken keinen Zugang zum Diskontfenster, wurden nicht so strikt reguliert und waren nicht Teil des Einlagensicherungsfonds, weil bei Ihnen nicht die Gefahr eines bank runs gesehen wurde.<sup>12</sup>

Durch die Trennung der beiden Geschäftsbereiche sollte verhindert werden, dass das spekulativere – und damit risikoreichere – Investmentbankgeschäft die „normale“ Geschäftsbank im Verlustfall mit in Haftung nimmt. Zudem kann die Investmentbank durch eine Trennung der Geschäftsbereiche nicht die Anlagen der Geschäftsbank als Sicherheit nutzen. Diese Trennung sollte also die Geschäftsbanken und ihre Kreditnehmer davor schützen, durch Verluste im Investmentbankbereich in Mitleidenschaft gezogen zu werden.

### **1.2.1.3 Deregulierung**

#### **1.2.1.3.1 Aufhebung des Glass-Steagall Acts**

Seit den 1980ern fand eine Erosion der strikten Regulierung des Glass-Steagall Acts statt. So wurde schrittweise Geschäftsbanken erlaubt, mit Wertpapieren zu handeln. Genehmigte die FED zunächst den Geschäftsbanken, 5 % ihrer Einnahmen durch Wertpapiergeschäfte zu erzielen, waren es Ende der 1980er bereits 10 % und 1996 schließlich 25 % der Einnahmen.<sup>13</sup>

Zur weiteren Erosion der Regulierung trug bei, dass die Gründung von Finanzinstituten genehmigt wurde, die die Grenzen zwischen Geschäfts- und Investmentbanken verwischten – sogenannte „nonbank banks“.<sup>14</sup>

Schließlich wurde der Glass-Steagall Act 1999 durch den Gramm-Leach-Bliley Act vollständig aufgehoben.<sup>15</sup>

#### **1.2.1.3.2. Schattenbankensystem**

Der Begriff der Schattenbank („shadow bank“) wurde vom Ökonom Paul McCulley 2007 geprägt. Der Unterschied zu Geschäftsbanken bestand darin, dass sie nicht der Bankregulierung unterworfen waren und sich daher kein Geld direkt von der FED leihen konnten, nicht Teil des Einlagensicherungssystems waren und keine Mindestmenge an liquiden Mitteln vorhalten mussten.<sup>16</sup>

Um das Ausmaß dieses unregulierten Teil des Finanzsystems und dem damit verbundenen Risiko zu erfassen, muss man sich die Dimensionen des Schattenbankensystems vor Augen führen.

12 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 157

13 Crawford C (2011) „The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis“ S. 129

14 US-General Accounting Office (1986) „Fact Sheet for Members of Congress - Information on Nonbank Banks“ S. 3 f.

15 Baradaran Mehrsa (2012) „Reconsidering the Separation of Banking and Commerce“ S. 393

16 Kodres L E (2013) „What Is Shadow Banking?“ S. 1

Das weltweite Volumen des Schattenbankensystems wuchs vor der Krise rasant von \$ 27 Billionen in 2002 auf \$ 60 Billionen in 2007 an. In der Krise ging es leicht zurück auf 56 Billionen 2008, erreichte aber bereits 2010 wieder seinen Wert vor der Krise von \$ 60 Billionen.<sup>17</sup>

Das rasante Wachstum des Schattenbankensystems ging einher mit starkem Wachstum des Anlagevermögens des weltweiten Bankensystems (nicht nur des Schattenbankensystems). Während dieser Wachstumsperiode wuchs der Anteil des Schattenbankensystems an diesem von ca. 24 % 2002 auf ca. 29 % 2007.<sup>18</sup> Diese Entwicklung zeigt, dass das Schattenbankensystem in diesem Zeitraum überproportional wuchs.

Die USA hatten mit Abstand den größten Anteil des weltweiten Schattenbankensystems. Er betrug 54 % 2005 und sank auf 46 % 2010.<sup>19</sup> 2007 lag die Bilanzsumme von US-Hedgefonds bei 1.8 Billionen US \$ und die von US Investmentbanken bei 4 Billionen US \$. Um die Größe dieser Summen zu erfassen, muss man sie in Relation setzen zu den Aktiva des gesamten US – Bankensystems, dass zu diesem Zeitpunkt bei 10 Billionen US \$ lag.<sup>20</sup>

## **1.2.2 Aufbau der Verschuldung des Finanzsystems**

### **1.2.2.1 Niedrigzinspolitik**

Stark vereinfacht gesagt versuchen Notenbanken via Geldpolitik die Konjunktur zu steuern, indem sie die Höhe des Leitzins festsetzen. Notenbanken kontrollieren die Geldschöpfung über den Leitzins, zu dem sich Banken gegen Sicherheiten Notenbankgeld beschaffen können. Deswegen ist der Leitzins von Notenbanken normalerweise maßgeblich für die Zinshöhe, die Banken verlangen. Hohe Zinsen bewirken teure Kredite, was die Investitionen hemmt und somit die Konjunktur „abkühlt“. Niedrige Zinsen hingegen machen Kredite günstig, was Investitionen erleichtert und somit die Konjunktur „anheizt“.

Geldpolitik kann analog als Änderung des Leitzinses oder als Geldmengenänderung beschrieben werden.<sup>21</sup>

Eine der Rahmenbedingungen der Finanzkrise war die Niedrigzinspolitik der FED. Infolge des Zusammenbruchs der Dot-Com Blase von 2001 senkte die FED die US-Leitzinsen 2003 bis auf 1 % und beließ sie so niedrig für über ein Jahr. Der reale US-Tagesgeldsatz war sogar noch länger sehr niedrig; so lag er von Mitte 2001 bis Ende 2005 kontinuierlich unter 1 % und über lange Zeiträume

17 Financial Stability Board (2011) „Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation“ S. 8 f.

18 Financial Stability Board (2011) „Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation“ S. 27

19 Financial Stability Board (2011) „Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation“ S. 8 f.

20 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 161

21 Mankiw G N (2009) „Principles of Economics“ S. 740 ff.

war er sogar negativ.<sup>22</sup> Die Senkungen des Leitzinses sollten die Wirtschaft zügig aus der Rezession führen. (siehe auch Abbildung 1– Leitzinssätze)

Die negative Folge dieser Zinspolitik für Anleger war, dass durch den sehr niedrigen Leitzins auch die Rendite für sicher geltende Anlagen sehr gering war, wie z.B. von Staatsanleihen. Daher suchten Investoren nach renditeträchtigeren Anlagemöglichkeiten, insbesondere, da vor der Finanzkrise viel Liquidität im Markt war, weil Kredite dank niedriger Zinsen günstig zu haben waren.

### **1.2.2.1.1 Leverage**

Diese günstigen Kreditkonditionen haben eine hohe Fremdkapitalfinanzierung begünstigt, was als sogenannter „Leverage-“ (Hebel-) Effekt bezeichnet wird. Dieser tritt ein, wenn die Finanzierungskosten des Kredits (Fremdkapital) günstiger sind als die erwartete Rendite, welche durch die Investition erzielt werden soll. Es wurde also Geld geliehen, um die Rendite zu erhöhen, was zu einem Kreditboom führte.

Ein Beispiel:

Hedgefonds A hat \$ 10.000 Eigenkapital und kauft Gut X für diese \$ 10.000. Er verkauft Gut X später für \$11.000 und erzielt somit \$ 1000 Gewinn.

Hedgefonds B hat ebenfalls \$ 10.000 Eigenkapital, leiht sich jedoch z.B. \$ 90.000 und kauft für zusammen \$ 100.000 10 Stück von Gut X, welche er dann jeweils zu ebenfalls \$ 11.000 verkauft. Er hat nun \$ 110.000. Davon muss er die geliehenen \$ 90.000 und z.B. \$ 1.000 an Zinsen an den Kreditgeber zurückzahlen. Abzüglich den \$ 10.000 Eigenkapital bleibt ihm ein Gewinn von \$ 9.000.

An dem Beispiel wird deutlich, wie Leverage Gewinne vervielfachen kann, wobei in dem angeführten Beispiel noch ein bescheidener „Hebel“ angewandt wurde. In der Realität wurde teils mit deutlich höherem Fremdkapitalanteilen gearbeitet.

Das Risiko, das bei der Nutzung eines so großen Anteils an Fremdkapital entsteht, ist, dass bei Preisschwankungen der Wert des Anlageobjektes (Gut X im Beispiel) auch fallen und so das Eigenkapital rasch vernichtet werden kann. So würde z.B. bei einem Verhältnis von 30:1 (Fremdkapital zu Eigenkapital) bereits eine Preisänderung des Anlageobjektes von ca. -3 % ausreichen, um das Eigenkapital komplett zu vernichten.

Es reichen also schon geringe Wertschwankungen aus, um das Eigenkapital zu vernichten. Das geliehene Geld muss jedoch trotzdem zurückgezahlt werden – plus Zinsen. Somit bedeutet eine Fehlspekulation nicht nur, dass die eigentliche Anlage verloren geht, sondern dass der Investor zusätzlich viel Geld verlieren kann, da das kurzfristig geliehene Geld trotzdem zurückgezahlt

---

<sup>22</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2009): „79. Jahresbericht“ S. 6

werden muss. Angesichts der Dimensionen der Investitionen, sowie der teils extrem hohen Hebel, können schon wenige Verlustgeschäfte ein Finanzinstitut in existentielle Schwierigkeiten bringen. Offensichtlich erhöht Leverage sowohl Chancen als auch Risiken. Für ein einzelnes Finanzinstitut mögen die Chancen die Risiken überwiegen. Das Problem liegt in der Auswirkung auf das Finanzsystem als Ganzes. Dies wird als „systemisches Risiko“ bezeichnet.

Was hat all dies mit der Finanzkrise zu tun? Tatsächlich ist dies ein Kernpunkt der Vorgänge. Denn um ihre Eigenkapitalrendite zu erhöhen, bauten die Finanzinstitute ihr Fremdfinanzierungsvolumen drastisch aus, wobei insbesondere das „Schattenbankensystem“ aufgrund mangelnder Regulierung im großen Stil beteiligt war.

Vor Ausbruch der Finanzkrise war das Verhältnis von Schulden (Fremdkapital) zu Eigenkapital auf deutlich über 30 zu 1 angestiegen.<sup>23</sup> Von diesem risikoreichen Vorgehen der Finanzinstitute (des Schattenbankensystems) waren selbst die Geschäftsbanken betroffen, die nicht selbst hoch fremdkapitalfinanziert waren. Denn sie fungierten häufig als Finanzier des Fremdkapitals, womit das Risiko sich auch indirekt in ihren Bilanzen niederschlug. Diese Praxis der hohen Fremdkapitalfinanzierung hat nicht nur einzelne Finanzinstitute anfällig, sondern auch das Finanzsystem insgesamt instabil gemacht.<sup>24</sup>

Finanzinstitute, die sich die Fremdkapitalfinanzierung nicht zunutze machten, erzielten geringere Renditen, was ihre Aktienkurse unter Druck setzte. Sie hatten also einen Wettbewerbsnachteil. Da Investoren nur darauf sahen, wie hoch die erwirtschaftete Rendite war, nahmen viele dieser Finanzinstitute das erhöhte Risiko der Fremdkapitalfinanzierung in Kauf, um die Investoren für sich zu gewinnen.<sup>25</sup>

### **1.2.2.2. Ausweitung der Hypothekenkreditvergabe**

Einen direkten Effekt auf die Verschuldung der privaten Haushalten hatte die starke Ausweitung der Hypothekenvorgabe und die Lockerung der Kreditvergabestandards in den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise.

Üblicherweise wurden früher Hypothekenkredite vergeben, nach einer detaillierten Prüfung der Bonität. Dafür erhielten sie eine Hypothek mit langer Laufzeit und zu einem festen Zinssatz. Der Hypothekengeber behielt die Hypothek, bis diese abbezahlt war. Dabei verdiente er sowohl an den Zinsen als auch an den anfallenden Gebühren.<sup>26</sup>

Dieses Geschäftsmodell änderte sich jedoch in den Jahren vor der Krise. Um ihr Kapital zu

<sup>23</sup> Austin A D (2012) „Auction-Rate Securities“ S. 11

<sup>24</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2009): „79. Jahresbericht“ S. 8 f.

<sup>25</sup> Stiglitz J E (2009a) „The Anatomy of a Murder: Who Killed America’s Economy?“ S. 2

<sup>26</sup> US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 17

erhöhen, gingen Hypothekengeber zunehmend dazu über, die Hypotheken weiterzuverkaufen, bis sich die Verdienste der Hypothekengeber schließlich hauptsächlich aus den Gebühren speisten, die bei der Vergabe und dem Weiterverkauf von Hypotheken anfielen.<sup>27</sup>

Während des Booms der Immobilienpreise waren die Hypothekengeber in einer Situation, in der sie vermeintlich nur gewinnen konnten. Das Kalkül war, dass die Hypothekengabe für sie in jedem Fall gewinnbringend sein würde: entweder kann der Kreditnehmer den Hypothekenkredit zurückzahlen, dann profitiert der Hypothekengeber von den Zinsen, oder er kann es nicht, dann verliert er die Immobilie an den Hypothekengeber, der es dank ständiger Wertsteigerung der Immobilienpreise mit Gewinn verkaufen kann.<sup>28</sup>

Durch die Kreation neuer Finanzprodukte (sogenannter RMBS und CDO), wurde ein neuer Absatzmarkt für Hypothekenkredite geschaffen, der die Nachfrage nach diesen stark erhöhte.<sup>29</sup> Daher kam es schließlich auch zu einer Ausweitung der Hypothekengabe, insbesondere an Personen mit geringer Bonität, die weder geregeltes Einkommen, noch Beruf, noch Besitz hatten, was in Branchenkreisen als NINJA abgekürzt wurde. (= No Income No Job (No) Assets).

Warum wurden Hypothekenkredite an solch fragwürdige Schuldner vergeben, was hatten die Kreditgeber davon? Aufgrund ihres geänderten Geschäftsmodells behielten sie die Hypotheken nicht mehr selbst und trugen somit auch nicht die höheren Risiken, die mit der Kreditvergabe an fragwürdige Schuldner verbunden waren. Daher waren sie nicht mehr auf die Tilgungsraten der Hypothekennehmer als Einnahmequelle angewiesen, weil sie ihr Geld durch Gebühren verdienten, die bei der Hypothekengabe und dem anschließenden Weiterverkauf der Hypotheken anfielen. Maßgeblich bei der Vergabepaxis war nicht mehr die Qualität der Hypotheken, sondern deren Quantität.

Dies führte zu einer starken Ausweitung im Bereich der risikoreichen Kredite in den USA, die sich von 12 % (oder \$ 125 Milliarden) aller vergebenen Kredite im Jahr 2000 auf 34 % (ca. \$ 1 Billion) in 2006 erhöhten. Insgesamt wurden im Zeitraum von 2000 bis 2007 14,5 Millionen risikoreiche Kredite vergeben.<sup>30</sup> Diese Entwicklung führte soweit, dass Hypothekengeber ihre eigenen Kreditvergabestandards ignorierten und jede Hypothek gewährten, die sie weiterverkaufen konnten.<sup>31</sup>

---

27 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 17

28 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 20

29 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“ S. 10

30 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 20

31 US-District Court - Central District of California (2010) „Securities and Exchange Commission -v- Angelo Mozilo, et Al.“

Darüber hinaus stuften sie Hypothekenkredite ohne jegliche Bonität (sogenannte "liar's loans") als "prime loans" ein, also als Kredite erstklassiger Bonität. „liar's loans“ beschreibt Hypothekenkredite mit niedrigem oder keinerlei erforderlichen Dokumentationsnachweis des tatsächlichen Einkommens des Kreditnehmers. Aufgrund des Missbrauchs der Finanzinstitute, die das Einkommen höher angaben, als es tatsächlich war, wurden sie als "liar's loans" bezeichnet.<sup>32,33</sup>

Die Vergabe von liar's loans wuchs nach einer Studie der St. Louis Federal Reserve Bank außergewöhnlich stark: um mehr als 340 % von 2003 bis 2006.<sup>34</sup>

Die laxen Kreditvergabestandards waren weit verbreitet. So fand die Rating Agentur Fitch 2007 bei der Untersuchung einer Stichprobe von Originalunterlagen der Hypothekenverträge heraus, dass Anzeichen für Betrug oder falsche Angaben in fast jedem Dokument zu finden waren.<sup>35</sup>

Warum haben die Hypothekengeber sowohl ihre Kreditvergabestandards ignoriert, als auch falsche Angaben zur Bonität der Hypothekennehmer gemacht? Solange der Hypothekenmarkt boomte, brachte ihnen dies einen Wettbewerbsvorteil zum Nachteil seriöser Anbieter.

“Over the last several years, the subprime market has created a race to the bottom in which unethical actors have been handsomely rewarded for their misdeeds and ethical actors have lost market share.... The market incentives rewarded irresponsible lending and made it more difficult for responsible lenders to compete.”<sup>36</sup>

Ein Beleg dafür, dass die Praktiken bei der Vergabe und dem Weiterverkauf von Immobilienkrediten zunehmend ans Kriminelle grenzten, sind die in Aufarbeitung der Krise verhängten Strafzahlungen durch US-Regulierungsbehörden. So musste unter anderem JP Morgan Chase eine Strafe von \$ 5,1 Milliarden an die Federal Housing Finance Agency (FHFA) zahlen, da JP Morgan Chase die halbstaatlichen Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac über die Qualität von weiterverkauften Hypotheken getäuscht hatte.<sup>37</sup>

Aufgrund dieser Kreditvergabepraktiken stieg sowohl die Zahl riskanter Kredite als auch die der Kreditnehmer stark an, was die Verschuldung der privaten Haushalte erhöhte.

### **1.2.2.3 Moderne Finanzprodukte – RMBS, CDO und CDS**

Die Emission von sogenannten „Collateralized Debt Obligations“ (CDO), wuchs parallel zum Immobilienboom der USA. Im Jahr 2000 wurden CDO im Wert von \$ 150 Milliarden emittiert und

32 Black W K (2012) "Examining Lending Discrimination Practices and Foreclosure Abuses" S. 13

33 Black W K (2012) "Examining Lending Discrimination Practices and Foreclosure Abuses" S. 12

34 Black W K (2012) "Examining Lending Discrimination Practices and Foreclosure Abuses" S. 7

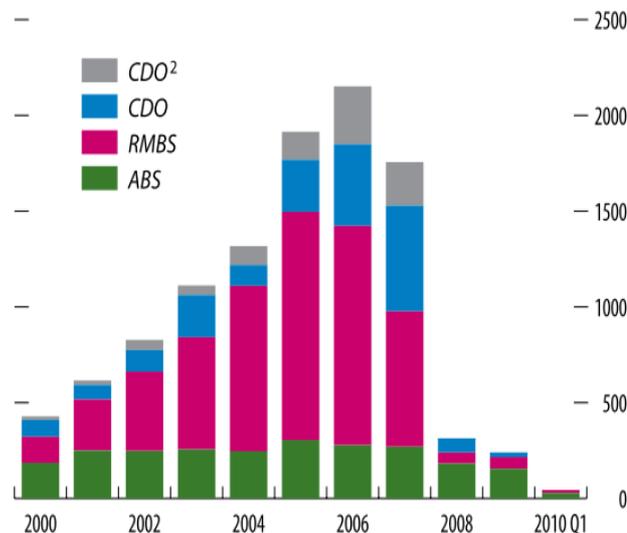
35 Fitch Ratings (2007) „The Impact of Poor Underwriting Practices and Fraud in Subprime RMBS Performance“ S. 4

36 Black W K (2012) "Examining Lending Discrimination Practices and Foreclosure Abuses" S. 14

37 Rushe D (2013) „JP Morgan agrees to \$5.1bn fine with mortgage regulator“

2007 bereits im Wert von \$ 1,2 Billionen.<sup>38</sup>

**Figure 2.1. U.S. Private-Label Term Securitization Issuance by Type**  
(In billions of U.S. dollars)



Sources: IMF staff estimates based on data from JPMorgan Chase & Co.; Board of Governors of the Federal Reserve System; and *Inside Mortgage Finance*.

Note: CDO = collateralized debt obligation; CDO<sup>2</sup> = collateralized debt obligation-squared and CDOs backed by asset-backed securities (ABS) and residential mortgage-backed securities (RMBS).

### Abbildung 2

39

Wie funktionieren diese modernen Finanzprodukte? Zunächst kauft z.B. eine Familie ein Haus von einem Immobilienmakler und nimmt dazu eine Hypothek auf. Der Hypothekengeber verkauft diese an einen Investor, wie z.B. eine Investmentbank. Diese leiht sich günstiges Fremdkapital und kauft viele weitere Hypotheken.

Nun kommt die Finanzinnovation ins Spiel. Zunächst werden diese Hypotheken gemeinsam „gebündelt“. Zu diesem Zeitpunkt sind es sogenannte RMBS (Residential Mortgage Backed Securities) – ein Hypothekenpool, der durch Verbriefung z.B. einer Investmentbank zu einem handelbaren Wertpapier wird. Der Besitzer dieses Wertpapierpakets erhält nun alle monatlichen Hypothekenzahlungen der Hausbesitzer aus dem Hypothekenpool (gewöhnlich tausende von Hypotheken). Der Hypothekenpool wird nun nach der Kreditwürdigkeit der Hausbesitzer aufgeteilt und so werden Gruppen von Risikoklassen gebildet – die Tranchen: von sogenannten „prime mortgages“ (erstklassigen Hypotheken) mit den Hypotheken von sehr kreditwürdigen

<sup>38</sup> Internationaler Währungsfonds (2008) „Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness“ S. 56

<sup>39</sup> Internationaler Währungsfonds (2010a) „Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity“ S. 59

Hausbesitzern bis zu „subprime mortgages“ (minderwertige Hypotheken) von weniger kreditwürdigen Hausbesitzern. Die gesammelten Zahlungen der Hausbesitzer erlauben es verschiedene Risikoklassen zu bilden. Dabei werden die „prime“ Tranchen zuerst bedient und die subprime zuletzt. Somit sollten die „prime“ Tranchen sicher sein. Einige Hypothekenschuldner mochten zwar pleite gehen, es erschien jedoch als unwahrscheinlich, dass so viele Hypothekenschuldner ausfallen würden, dass die Zahlungen an die „prime“ Tranchen gefährdet wären. Daher wurden die „prime“ Tranchen von den Rating Agenturen für gewöhnlich mit der Bestnote (AAA) bewertet.

Falls also Hausbesitzer ihre Hypothekenzahlungen nicht weiter bedienen können, leidet darunter zunächst die „subprime“ Tranche, was soweit führen kann, dass diese keinerlei Rendite abwirft. Aufgrund dieses Unterschieds im Risiko der verschiedenen Tranchen erhalten die „subprime“ einen Risikoaufschlag bei der ausgezahlten Rendite, womit sie die potentiell höchste Rendite erzielen, während die „prime“ Tranchen nicht von einem relevanten Risikoaufschlag profitieren, weshalb ihre Rendite normalerweise die niedrigste aller Tranchen ist.<sup>40</sup> Solange die Hypotheken bedient wurden, waren die „subprime“ Tranchen somit eine lohnende Anlage.<sup>41</sup>

CDO sind eine komplexere Klasse von Wertpapieren, bei deren Kreation unterschiedliche festverzinsliche Anlageklassen – die regelmäßige Barerträge einbringen – gebündelt werden. Dabei wurden auch Tranchen vieler RMBS verwandt – hauptsächlich Tranchen, die aus dem „mittleren“ Risikobereich waren.<sup>42</sup> Die Nutzung einer Vielzahl verschiedener Anlageklassen ermöglichte eine noch breitere Risikostreuung.<sup>43</sup> Nun wurden CDO wiederum nach demselben Prinzip in verschiedene Tranchen geteilt. Dies ermöglichte es, dass die vorrangig bedienten Tranchen der CDO die Bestnote der Ratingagenturen erhielten, selbst wenn alle enthaltenen Werte nur mittelmäßig bewertet waren (z.B. BBB).<sup>44</sup> Da die Bewertungen durch die Ratingagenturen aufgrund von Ausfallwahrscheinlichkeiten vergeben wurden, konnte durch die mehrmalige Bündelung das Ausfallrisiko der sichersten Tranche theoretisch auf ein sehr niedriges Niveau gebracht werden, was im Fall dieser Tranche sogar der Bestnote entsprach.<sup>45</sup>

Von 2004 bis 2008 emittierten US Finanzinstitute RMBS im Wert von nahezu \$ 2,5 Billionen und CDO im Wert von über \$ 1,4 Billionen. Letztere verbrieften hauptsächlich Wertpapiere, die auf Hypotheken bezogen waren. Diese komplexen Wertpapiere waren sehr attraktiv für

40 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 150

41 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 28

42 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“ S. 9

43 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“ S. 7

44 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 29

45 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 150

Investmentbanken, da sie an ihnen viele Verkaufsgebühren verdienen konnten. Sie berechneten 1 – 8 Millionen \$ für RMBS und 5 – 10 Millionen \$ für CDO, die sie neu auf den Markt brachten.<sup>46</sup>

Warum wurde jedoch in eine so schwer durchschaubare Konstruktion wie CDO investiert und nicht in vergleichbar sichere T – Bills? Die Antwort ist schlicht: die Rendite, welche die CDO – solange alles gut ging – abwarfen, war einfach deutlich höher, insbesondere, da die Leitzinsen extrem niedrig waren. Aufgrund der niedrigen Leitzinsen suchte eine große Menge an liquiden Mitteln nach lohnenswerten Anlagemöglichkeiten, welche sie in Form der CDO fanden. Durch die CDO fand dieses Kapital Zugang zum US-Immobilienmarkt und half so, dessen Blase zu finanzieren.<sup>47</sup>

### **1.2.2.3.1 CDS**

Um die „Prime“ Tranchen von CDO noch attraktiver zu machen, versicherten die Banken diese mit Hilfe sogenannter „Credit Default Swaps“ (CDS). CDS sind Derivate, die eine Art Versicherung gegen Kreditausfall darstellen und wofür eine regelmäßige Prämie gezahlt werden muss.<sup>48</sup> CDS erlauben es, auf den Anstieg oder Fall von Wertpapieren zu wetten, so z.B. auf CDO als auch auf die in den CDO enthaltenen RMBS.<sup>49</sup> Jedoch muss der Versicherungsnehmer nicht die versicherten Wertpapiere (z.B. CDO) selbst besitzen. Es ist also so, als würde man ein fremdes Haus gegen Brandschäden versichern. Somit können CDS auch spekulativ eingesetzt werden, indem sie für ein Wertpapier erworben werden, in Erwartung, dass dieses Wertpapier ausfällt. Das würde dem Käufer des CDS den Versicherungsbetrag einbringen. Diese Strategie wurde von einigen Investoren angewandt. Sie erwarben eine große Zahl CDS, um vom Ausfall von RMBS zu profitieren, von denen sie glaubten, dass sie ausfallen würden.<sup>50</sup>

Diese beschriebene Situation war besorgniserregend, da der Nominalwert der ausstehenden CDS-Kontrakte von knapp \$ 1 Billionen in 2001<sup>51</sup> auf \$ 58 Billionen Ende 2007 gestiegen war.<sup>52</sup>

Die größte Gefahr für den CDS-Markt ist der Ausfall eines der großen CDS-Anbieter. Aufgrund der engen Verstrickung der am CDS-Handel Beteiligten sowie deren geringe Teilnehmerzahl kann ein Ausfall eines der großen CDS-Anbieter zu einer systemischen Krise führen.<sup>53</sup> So waren die 14

46 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 318

47 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 425

48 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 34

49 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 8

50 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 35

51 Intercontinental Exchange (2010) „Evolution, Standardization and Clearing“ S. 3

52 Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“ S. 10

53 The International Organization of Securities Commissions (2012) „The Credit Default Swap Market“ S. 24

größten CDS Händler<sup>54</sup> gleichzeitig 78 % aller CDS-Käufer und 85 % aller CDS-Verkäufer.<sup>55</sup> Die Rettung von AIG und der Bankrott von Lehman Brothers 2008 – zwei der größten CDS-Händler – verdeutlichte diese Problematik.<sup>56</sup>

Hinzu kam, dass der CDS-Markt vergleichsweise intransparent und unreguliert war, weil es wenig öffentliche Informationen über Markttransaktionen und Positionen einzelner Händler gab. Dadurch war es selbst für die CDS-Marktteilnehmer schwer nachvollziehbar, wie groß die Risiken waren, denen die beteiligten Finanzinstitute ausgesetzt waren.<sup>57</sup>

Das Risiko wurde weiter erhöht, da Banken CDS dafür einsetzten, ihre vorgeschriebenen Mindestreserven zu umgehen, so die These von Mason und Whitehead.<sup>58</sup> Denn durch Absicherung mit Hilfe eines CDS-Kontrakts, gab es ja auf dem Papier kein Risiko mehr, weswegen keine Reserven gehalten werden mussten. Weniger Reserven bedeuteten, dass mit noch mehr Fremdkapital – also „leverage“ – agiert werden konnte, was den Kreditboom weiter anfachte und das systemische Risiko weiter ansteigen ließ.

„CDS played a very large role in the losses incurred in this crisis. In practice there is no safe amount of capital that banks can reasonably hold to protect themselves from such events.“<sup>59</sup>

Die Explosion des Volumens des CDS-Marktes zwischen 2004 und 2007 ist laut einer OECD Studie auf Deregulierung zurückzuführen.<sup>60</sup>

Diese Finanzprodukte (RMBS, CDO und CDS) stellten eine völlig neue Entwicklungen auf den Finanzmärkten dar und sie erreichten in kürzester Zeit ungekannte Ausmaße. Durch die große Nachfrage nach CDO und RMBS schufen sich diese Finanzprodukte eine eigene Nachfrage nach unverbrieften Hypotheken, was die beschriebene Hypothekenvergabe weiter antrieb, und daher die Verschuldung der privaten Haushalte förderte.

„The CDO machine had become self-fueling. Senior executives—particularly at three of the leading promoters of CDOs, Citigroup, Merrill Lynch, and UBS— apparently did not accept or perhaps even understand the risks inherent in the products they were creating. More and more, the senior tranches were retained by the arranging securities firms, the mezzanine tranches were bought by other CDOs, and the equity tranches were bought by hedge funds that were often engaged in complex trading strategies: they

54 Bank of America-Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank AG, Goldman Sachs & Co., HSBC Group, J.P. Morgan, Morgan Stanley, The Royal Bank of Scotland Group, Société Générale, UBS AG, and Wachovia Bank - Chen et al. (2011) „An Analysis of CDS Transactions: Implications for Public Reporting“ S. 3

55 Chen et al. (2011) „An Analysis of CDS Transactions: Implications for Public Reporting“ S. 9

56 The International Organization of Securities Commissions (2012) „The Credit Default Swap Market S. 24

57 The International Organization of Securities Commissions (2012) „The Credit Default Swap Market S. 22 f.

58 Buchter H (2008) „Das Gift der Spekulanten - Die Pleitewelle“

59 Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“ S. 10

60 Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“ S. 10

made money when the CDOs performed, but could also make money if the market crashed. These factors helped keep the mortgage market going long after house prices had begun to fall and created massive exposures on the books of large financial institutions—exposures that would ultimately bring many of them to the brink of failure.<sup>61</sup>

#### **1.2.2.4 Ratingagenturen und Anreizstrukturen**

CDO, die für die Finanzinstitute einmal ein sehr gutes Geschäft darstellten, waren für 542 Milliarden der insgesamt fast 3 Billionen Dollar Verluste der US-Finanzinstitute seit 2007 verantwortlich. Dabei waren die meisten dieser Wertpapiere von einer oder mehreren der drei größten Ratingagenturen als AAA eingestuft worden, also als sichere Investitionen.<sup>62</sup>

Diese Bewertung hat den Rating Agenturen viel Kritik eingebracht, als klar wurde, dass auch diese Tranchen Verluste machen würden. Aufgrund der AAA Bewertung haben institutionelle Anleger (wie z.B. Rentenfonds) – die nur in die sichersten Anlageklassen investieren – auch CDO in ihr Portfolio aufgenommen, da diese mehr Rendite abwarfen als andere mit AAA bewerteten Wertpapiere.<sup>63 64 65</sup>Die Auszeichnung dieser CDO mit AAA verhalf dem Häusermarkt somit zu einem ständigen Zufluss an neuen Geldern, was die Nachfrage nach immer mehr Hypotheken und damit die Immobilienblase weiter anheizte.<sup>66</sup>

Die Fehlbewertungen der Ratingagenturen hatten unterschiedliche Ursachen. So gab es lediglich für einen relativ kurzen Zeitraum historische Daten für subprime Hypotheken gab, in dem die Immobilienpreise stetig stiegen.<sup>67</sup>

Die Ratingagenturen ignorierten die Lockerungen der Vergabestandards durch Hypothekengeber und die damit einhergehende erhöhten Ausfallwahrscheinlichkeiten was zu Fehleinschätzungen führte.<sup>68</sup> Infolgedessen unterschätzten sie die Zahl der Hypothekennehmer, die ihre Häuser aufgaben und ihre Hypothek an den Hypothekengeber zurückgaben.

Durch die Vielzahl von Hausverkäufen und Zwangsversteigerungen in der Krise kam es zu einem massiven Überangebot an Häusern, wodurch sich der Wiederverkauf durch den Hypothekengeber enorm erschwerte und nur mit entsprechendem Preisabschlag – wenn überhaupt – möglich war.<sup>69 70</sup>

61 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 188

62 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“ S. 3

63 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 150

64 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“ S. 7

65 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2009) „79. Jahresbericht“ S. 9 f.

66 Stiglitz J E (2009a) „The Anatomy of a Murder: Who Killed America’s Economy?“ S. 5

67 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2008) “Ratings in Structured Finance - What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings“ S. 6

68 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2008) “Ratings in Structured Finance - What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings“ S. 7 f.

69 Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis S. 22 f.

70 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 167

Daher unterschätzten die Ratingagenturen den massiven Preisverfall von Immobilien insgesamt. Zudem waren die Ratingagenturen durch ihren Verhaltenskodex nicht verpflichtet, die Hypothekeninformationen zu den Hypothekenpools der RMBS zu überprüfen, die die Hypothekengeber zur Verfügung stellten – was sie auch nicht taten. Daher überprüften sie weder die Richtigkeit noch die Qualität der Hypothekenkredite aus den RMBS Pools.<sup>71</sup>

Eine weitere Rolle spielten die Anreizstrukturen der Ratingagenturen, da diese ihr Geld durch die Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Unternehmens- und Staatsanleihen sowie von Finanzprodukten verdienen. Daher besteht ein Interessenkonflikt, denn die Auftraggeber haben ein Interesse an guten Bewertungen ihrer Finanzprodukte, um diese besser verkaufen zu können und lassen diese bevorzugt von den Agenturen bewerten, die die positivsten Bewertungen vornehmen. Da die Ratingagenturen pro Auftrag bezahlt werden, liegt ihr Interesse an vielen Bewertungsaufträgen. Somit hatten die Ratingagenturen einen Anreiz, möglichst positive Bewertungen zu vergeben, um an mehr Aufträge zu gelangen.<sup>72</sup>

Insgesamt wuchsen die Einnahmen der drei größten Ratingagenturen von fast \$ 3 Milliarden 2002 auf über \$ 6 Milliarden 2007.<sup>73</sup> Damit einher ging jedoch auch eine wachsende Abhängigkeit von RMBS und CDO als Einnahmequelle.

„It was not in the short term economic interest of either Moody’s or S&P, however, to provide accurate credit ratings for high risk RMBS and CDO securities, because doing so would have hurt their own revenues. Instead, the credit rating agencies’ profits became increasingly reliant on the fees generated by issuing a large volume of structured finance ratings. In the end, Moody’s and S&P provided AAA ratings to tens of thousands of high risk RMBS and CDO securities and then, when those products began to incur losses, issued mass downgrades that shocked the financial markets, hammered the value of the mortgage related securities, and helped trigger the financial crisis.“<sup>74</sup>

#### **1.2.2.4.1 Anreizstrukturen**

Die Ratingagenturen waren einer der Akteure in einer Kette, die alle ein Interesse daran hatten, dass der Markt um die CDO wuchs. Der Markt für CDO stieß schließlich jedoch an seine Grenzen, da es schlicht keine weiteren Hypotheken guter Bonität auf dem Markt zu kaufen gab, welche man weiter hätte verbriefen können. Dieser Zeitpunkt stellte eine Wende in der Entwicklung dar, denn die

71 US-Securities and Exchange Commission (2008) „Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff’s Examinations of Select Credit Rating Agencies“ S. 17 f.

72 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 31

73 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 31

74 US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 7

Anlagemöglichkeit CDO schien erschöpft.

Für alle, die an dem Geschäft mit CDO beteiligt waren, war dies – solange dieser Markt funktionierte – ein gutes Geschäft, da man an den anfallenden Verkaufsgebühren verdiente und das Risiko jeweils an den nächsten in der Kette weitergegeben wurde. Problematisch war es, dass dem gesamten CDO Markt die Annahme zugrunde lag, dass die Hauspreise stets weiter steigen würden.

„For years, securitization worked well. Borrowers paid their 30-year, fixed rate mortgages with few defaults, and mortgage backed securities built up a reputation as a safe investment. Lenders earned fees for bundling the home loans into pools and either selling the pools or securitizing them into mortgage backed securities. Investment banks also earned fees from working with the lenders to assemble the pools, design the mortgage backed securities, obtain credit ratings for them, and sell the resulting securities to investors. Investors like pension funds, insurance companies, municipalities, university endowments, and hedge funds earned a reasonable rate of return on the RMBS securities they purchased.“<sup>75</sup>

#### **1.2.2.5 Regulierungsbehörden**

Die Aufgabe der US Regulierungsbehörden war es, die einzelnen Finanzinstitutionen auf deren Sicherheit und Stabilität zu überprüfen. Dabei versäumten sie es jedoch, die systemischen Risiken, die das Finanzsystem insgesamt bedrohten, zu identifizieren und abzuwenden.

Die Regulierungsbehörden erkannten nicht das Risiko der neuen Finanzprodukte (wie CDO und CDS) und verließen sich auf die Bewertungen der Rating Agenturen. Sie gingen davon aus, dass die Finanzinstitute schon aus Eigeninteresse Risiken vernünftig verwalten würden.

„Hinsichtlich der mikroökonomischen Ebene glaubte man von staatlicher Seite, dass die Investoren die Risiken ihrer Anlagen aus Eigeninteresse im Auge behalten und sich damit quasi selber überwachen würden. Aufgrund des engen Fokus auf die beaufsichtigten Finanzinstitute und des Glaubens an die Selbstregulierungskräfte wurden systemweite Gefahren nicht genügend beachtet.“<sup>76</sup>

Diese Auffassung ging jedoch noch vom klassischen Geschäftsmodell der Finanzinstitute aus, wo sie ihr Geld durch Kreditvergabe verdienten. Mit der Verlagerung des Geschäftsmodells zugunsten von Verkaufsgebühren als Haupteinnahmequelle und dem Weiterverkauf von Krediten sank das Eigeninteresse, große Sorgfalt bei der Kreditvergabe walten zu lassen.

Schließlich war es den US-Regulierungsbehörden gesetzlich verboten, Daten des Derivatemarkts zu sammeln und diesen zu kontrollieren. Dementsprechend war es den Regulierungsbehörden unmöglich, die Auswirkungen von Derivaten (wie CDS) auf den US Immobilien- oder Finanzmarkt

<sup>75</sup> US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 18

<sup>76</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2009) „79. Jahresbericht“ S. 12

abzuschätzen.<sup>77</sup>

Wie bereits beschrieben, war das Schattenbankensystem nicht der Regulierung durch die US Regulierungsbehörden unterworfen, weshalb es nicht Teil des Einlagensicherungssystems war.<sup>78</sup>

Den Regulierungsbehörden und der Politik – welche deren Kontrollbefugnisse vorgibt – ist vorzuwerfen, zugelassen zu haben, dass Banken „too big to fail“ wurden. Da ein Kollaps eines solchen Institutes verheerende Folgen für das gesamte Finanzsystem hätte, macht sich der Staat erpressbar und „müsste“ im Falle eines Zusammenbruchs eines großen Finanzinstituts dieses aufgrund dessen Systemrelevanz retten.

„While bank and securities regulators focused on the safety and soundness of individual financial institutions, no regulator was charged with identifying, preventing, or managing risks that threatened the safety and soundness of the overall U.S. financial system. In the area of high risk mortgage lending, for example, bank regulators allowed banks to issue high risk mortgages as long as it was profitable and the banks quickly sold the high risk loans to get them off their books. Securities regulators allowed investment banks to underwrite, buy, and sell mortgage backed securities relying on high risk mortgages, as long as the securities received high ratings from the credit rating agencies and so were deemed “safe” investments. No regulatory agency focused on what would happen when poor quality mortgages were allowed to saturate U.S. financial markets and contaminate RMBS and CDO securities with high risk loans. In addition, none of the regulators focused on the impact derivatives like credit default swaps might have in exacerbating risk exposures, since they were barred by federal law from regulating or even gathering data about these financial instruments.“<sup>79</sup>

#### **1.2.2.6 Geringes Risikobewusstsein im Boom (ca. 2002 – 2007)**

Wenn man von effizienten Märkten ausgeht – in denen die Risiken in die Preise und Renditen von Anlagen eingepreist sind, – wie konnte es dann zu solchen dramatischen Fehleinschätzungen kommen, wie z.B. der des US Immobilienmarktes? Bei der Beantwortung dieser Frage wird klar, dass psychologische Momente eine große Rolle an den Märkten spielen.

Der Zeitraum von 2002 bis 2007 war eine Phase, die für große Teile der Welt als wirtschaftliche Boom-Phase zu bezeichnen ist. In dieser Phase kam es zu erheblichen Kurssteigerungen in vielen Anlageklassen wie z.B. dem DAX, dem Rohölpreis, dem Dow Jones-Index und vielen anderen. Die positive Entwicklung der Märkte während des Booms schläferte das Risikobewusstsein ein. Da es stetig aufwärts ging, wurde eine Gefährdung dieses Aufschwungs nicht ernsthaft in Betracht

<sup>77</sup> US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 39 f.

<sup>78</sup> Kodres L E (2013) „What Is Shadow Banking?“ S. 1

<sup>79</sup> US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“ S. 41

gezogen.<sup>80</sup>

Zur Illustrierung der Risikoeinschätzung durch die Marktteilnehmer dient der TED Spread (TED = Treasury Bill Eurodollar Difference). Dieser stellt die Differenz dar zwischen dem Zinssatz auf dem Interbankenmarkt (Dreimonats-Libor) und dem Zinssatz für US-Staatsanleihen (3-Month Treasury Bills). Diese Differenz entspricht dem Risikoaufschlag, den die Finanzinstitute für Kredite untereinander verlangen. Ein Anstieg spiegelt die Sorge vor Zahlungsausfällen von Finanzinstitutionen wider.<sup>81</sup> Je höher der Risikoaufschlag desto teurer sind Kredite, die sich Finanzinstitute untereinander geben, was die Liquidität und damit die Zahlungsfähigkeit beeinträchtigen kann. Somit ist der TED Spread ein Indikator für das Vertrauen – bzw. Misstrauen – innerhalb des Bankensystems.

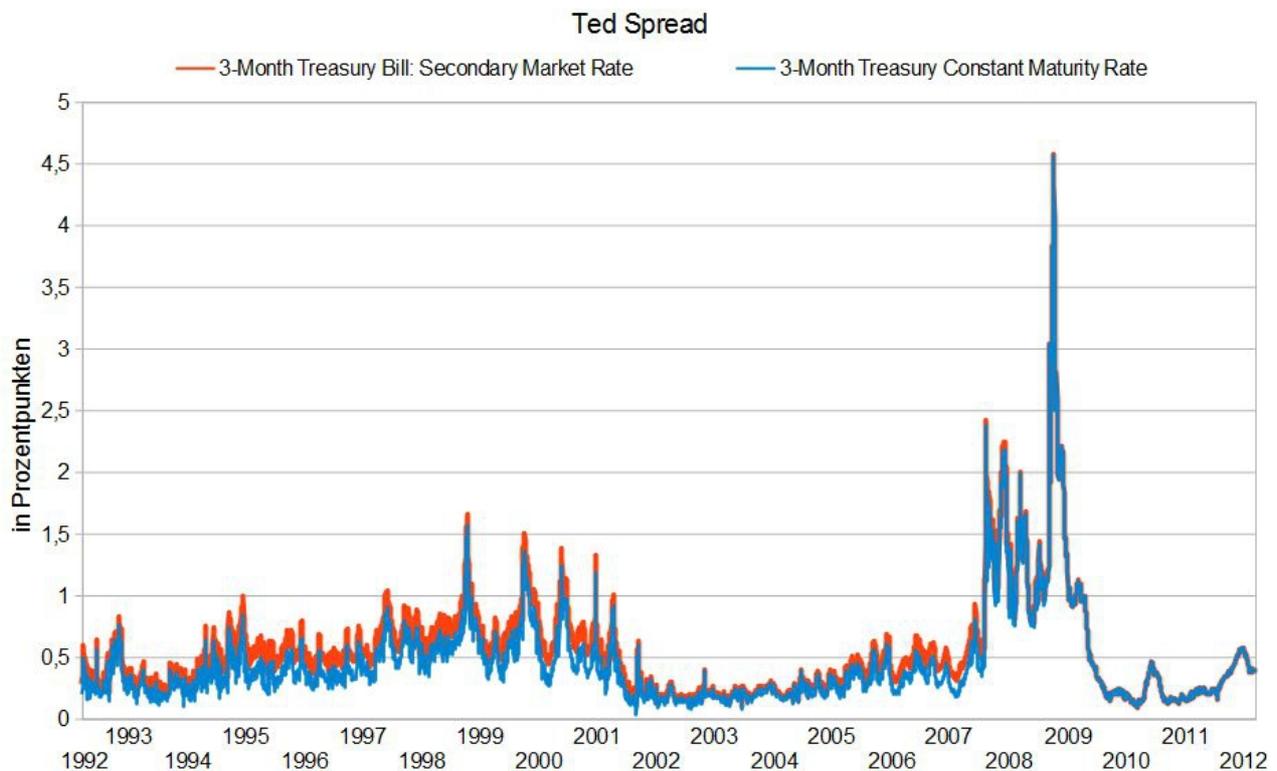


Abbildung 3

82

Wie die Grafik zeigt, gab es eine lange Phase (ca. 2002 bis 2007), in der der Index sehr niedrig war. Dies ist ein Hinweis für das niedrige Risikoempfinden der Marktteilnehmer in diesem Zeitraum des Booms.

“The way in which a speculative boom emerges and how an unstable crisisprone financial and economic system develops are of particular importance in any description of the economic process that is relevant for this economy. Instability emerges as a period of relative tranquil growth is transformed into a

80 Ein anekdotisches Beispiel: Donovan F (2007) „Steigt der Dax auf 9000 Punkte?“

81 Guha K, Mackenzie M (2008) „Panic grips credit markets“

82 Federal Reserve (2013), British Bankers Association (2012)

speculative boom. [...] The spectacular panics, debt deflations, and deep depressions that historically followed a speculative boom as well as the recovery from depressions are of lesser importance in the analysis of instability than the developments over a period characterized by sustained growth that lead to the emergence of fragile and unstable financial structures.”<sup>83</sup>

### **1.2.2.7 Zwischenfazit**

In den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise kam es zu erheblichen Veränderungen im Finanzsystem. Eine wesentliche Rolle spielte hierbei die Entstehung und das rasante Wachstum des Schattenbankensystems, das einen immer bedeutenderen Anteil am weltweiten Finanzsystem ausmachte. Da Schattenbanken nicht durch Eigenkapitalvorschriften gebunden waren, konnten sie einen höheren Fremdfinanzierungsgrad (leverage) nutzen, wodurch die Verschuldung im Finanzsektor anstieg.

“From 1978 to 2007, the amount of debt held by the financial sector soared from \$3 trillion to \$36 trillion, more than doubling as a share of gross domestic product.”<sup>84</sup>

Die Erosion der Standards für Hypothekenkreditvergabe förderte den Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte. Die wachsende Hypothekenkreditvergabe wurde weiterhin gefördert aufgrund der neu erzeugten Nachfrage nach Hypotheken durch moderne Finanzprodukte wie RMBS und CDO, was die Neuverschuldung der privaten Haushalte weiter steigen ließ.

CDS halfen Eigenkapitalanforderungen zu umgehen, wodurch ein höherer Fremdfinanzierungsgrad auch für Geschäftsbanken möglich war, was die Verschuldung des Finanzsektors erhöhte.

Diese Entwicklung zu einer steigenden Verschuldung fanden in einem Umfeld geringen Risikobewusstseins statt und wurde durch weitere Faktoren begünstigt. So nahmen zum einen weder Ratingagenturen noch Regulierungsbehörden ihre Kontrollfunktionen wahr. Zum anderen wurden Anreizstrukturen geschaffen, bei denen jeder Akteur in der Kette der Neuverschuldung persönlich von diesen profitierte, ohne selbst direkt das Risiko zu tragen.

---

83 Minsky H P (1986) „Stabilizing an Unstable Economy“ S. 193

84 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. xvii

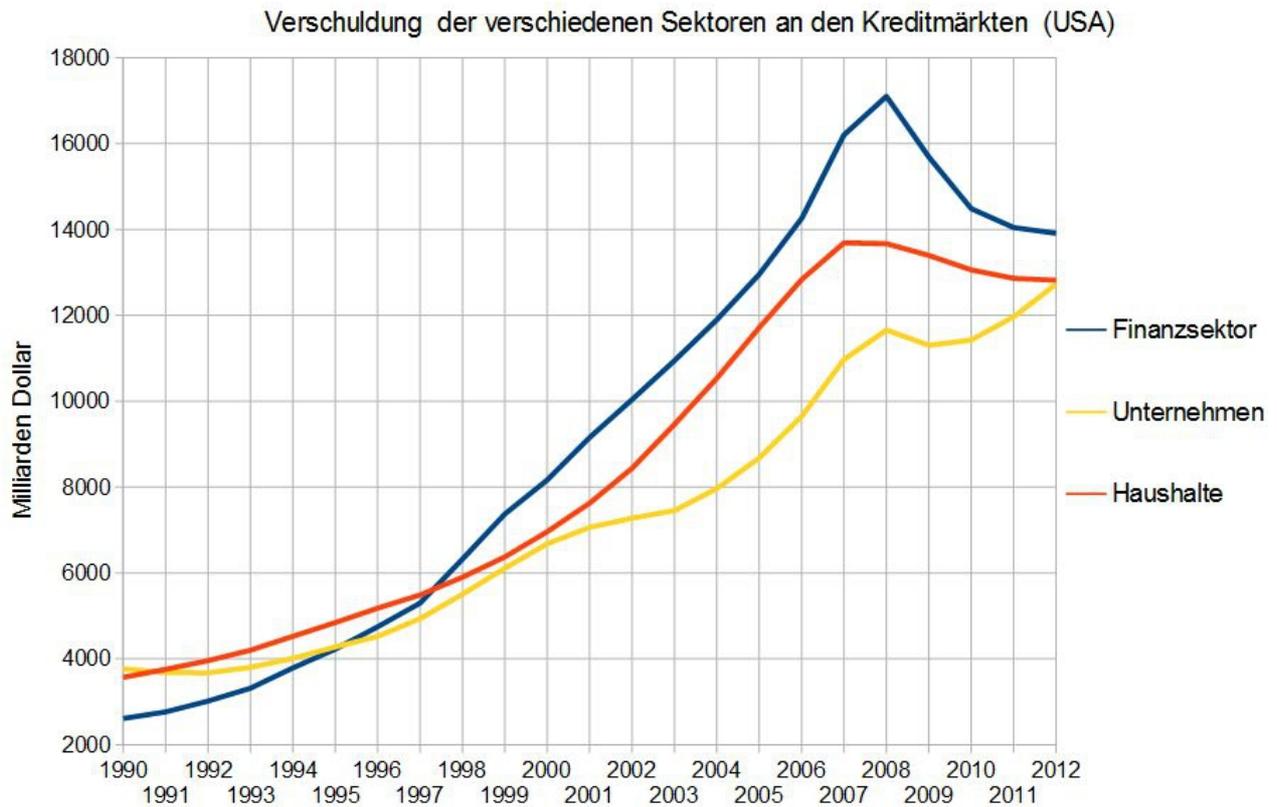


Abbildung 4

85

Diese Argumente stützen These 1b, die besagt:

'Diese gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors wurde durch Veränderungen im Finanzsystem gefördert.'

### 1.3 „Abbau“ der Schulden der Haushalte und des Finanzsektors

#### 1.3.1 Der Auslöser der Krise – Das Platzen der Immobilienblase

Die Annahme von stets steigenden Hauspreisen war eine Grundlage der Immobilienblase.

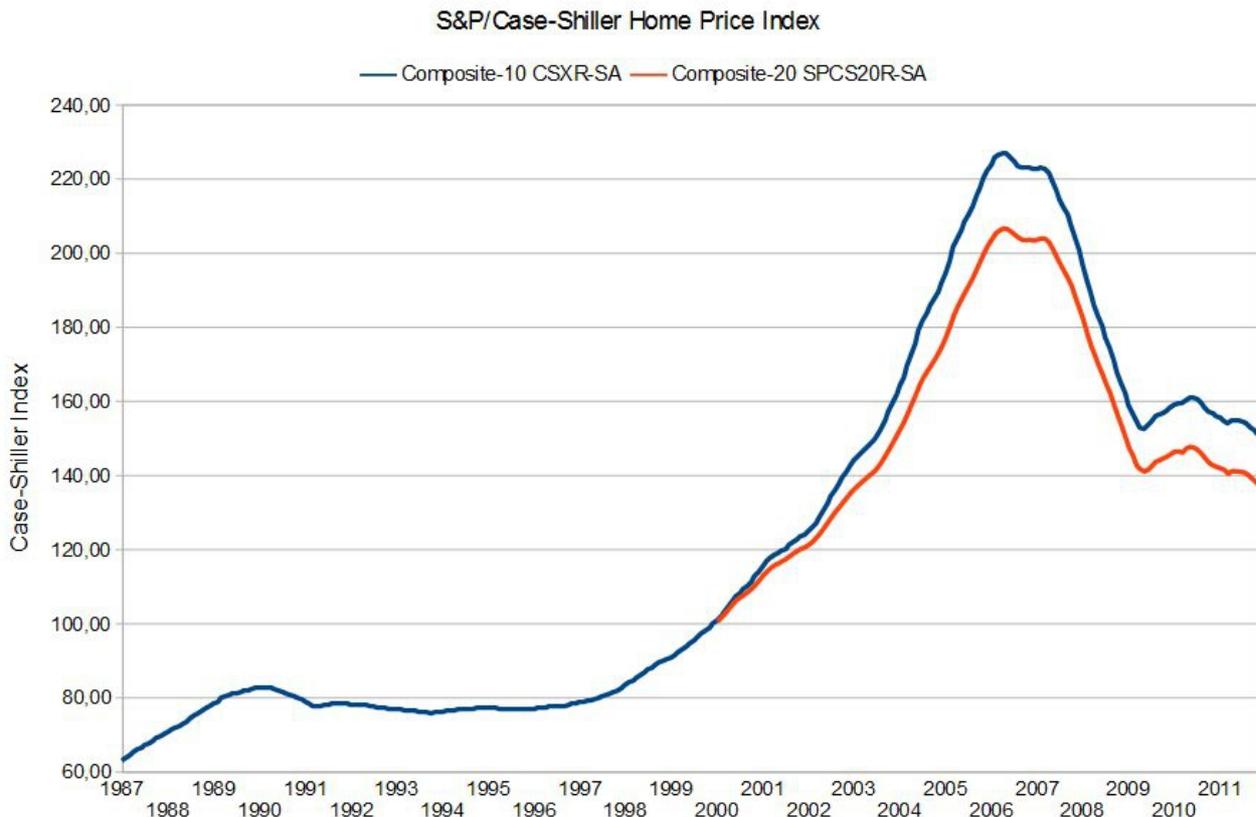


Abbildung 5

86

Was war die Ursache für den Einbruch der Hauspreise? Aufgrund der massiven Ausweitung der Hypothekengabe ohne jegliche Sicherheiten erhöhte sich das Risiko des Kreditausfalls. Folglich konnten im Laufe der Zeit mehr und mehr Hausbesitzer ihre Hypotheken nicht bedienen.

Folge der zunehmenden Kreditausfälle war für die Hypothekennehmer, dass sie ihre Häuser mit Verlust verkaufen mussten oder diese in vielen Fällen zwangsgeräumt wurden. In jedem Fall blieben diese Privathaushalte mit massiven finanziellen Verlusten und/oder Schulden zurück, für die es keinen entsprechenden Gegenwert mehr gab.

Durch das gestiegene Immobilienangebot kam es in der Folge zu einer Stagnation und schließlich zu einem massiven Einbruch der Immobilienpreise.<sup>87</sup>

Noch im Oktober 2007 wurden die „prime“ Tranchen von CDO zu ihrem Nennwert gehandelt. Schließlich setzte sich jedoch die Erkenntnis durch, dass auch diese nicht sicher waren. Dies brachte die Nachfrage nach CDO zum Erliegen. Damit ging aber zugleich eine wichtige Quelle der Nachfrage nach Häusern verloren, da keine Hypotheken für neue CDO gebraucht wurden.<sup>88</sup>

Daher waren die Immobilienpreise von zwei Seiten unter Druck. Einerseits mussten viele

86 S&P Dow Jones Indices LLC (2012) „S&P/Case-Shiller Home Price Index“

87 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 169

88 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 168

Hypothekenehmer ihre Häuser aufgeben, wodurch das Angebot an Häusern sich ausweitete. Andererseits brach die Nachfrage nach Häusern ein, da es keinen Anreiz mehr gab, „subprime“ Hypotheken zu vergeben, weil es für diese keine Käufer mehr gab. Ein sich ausweitendes Angebot sowie eine einbrechende Nachfrage führten somit zum Einbruch der Immobilienpreise.<sup>89</sup>

Der Einbruch der Immobilienpreise entwickelte eine Eigendynamik. Da es nun Hausbesitzer gab, deren nicht getilgter Betrag ihrer Hypothek größer war als der eigentliche Wert des Hauses, hatten diese Haushalte nun faktisch negatives Eigenkapital. Anstatt aber eine Hypothek weiter abzuführen für ein Haus, das den zu zahlenden Betrag nicht wert ist, gaben viele Hausbesitzer die Hypothek an die Bank zurück. Dadurch verloren sie ihr Haus an die Banken, welche nun noch mehr Häuser besaßen. Dieses erhöhte Angebot an Häusern verstärkte den Trend fallender Immobilienpreise.<sup>90</sup> Es folgte ein Anstieg der Zwangsäumungen, was auch einen negativen Effekt auf den Wert der Häuser in der betroffenen Nachbarschaft hatte. Deren Hauswert konnte infolge einer Welle von Zwangsäumungen um bis zu 30 % sinken.<sup>91</sup>

Diese Faktoren führten schließlich zum Platzen der Immobilienblase. Das Ausmaß des Einbruchs war dramatisch; innerhalb von knapp 2 Jahren wurden \$ 17 Billionen an Haushaltsvermögen vernichtet.<sup>92</sup>

### 1.3.2 Vom Platzen der Immobilienblase zur Finanzkrise

„[...] financial crises often are preceded by asset and credit booms that then turn into busts.“<sup>93</sup>

“The Commission concludes that the collapse of the housing bubble began the chain of events that led to the financial crisis.”<sup>94</sup>

Viele Finanzinstitute, die mit CDO etc. handelten, finanzierten ihre Geschäfte mit einem hohen Fremdkapitalanteil – und hatten entsprechend hohe Schulden. Bei Preisschwankungen kann Eigenkapital rasch verloren gehen. In diesem Fall betraf es den Immobilienpreis vermittelt über CDO. Seit ihrem Höchststand Mitte 2006 sind die Immobilienpreise um über 30 % eingebrochen. Da dieser Preiseinbruch zu vielen Zahlungsausfällen führte, mussten zahlreiche Wertpapiere (z.B. CDO) von den Finanzinstituten abgeschrieben werden. Somit war das Eigenkapital vieler Anleger, die in CDO investiert hatten, erheblich reduziert oder im Falle eines Gesamtausfalls sogar komplett

89 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 168

90 Krugman P R (2009): “Die neue Weltwirtschaftskrise” S. 197

91 Konczal M (2012) „How Mortgage Debt is Holding Back the Recovery“ S. 9

92 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 389

93 Claessens S, Kose M A (2013) „Financial Crises: Explanations, Types, and Implications“ S. 3

94 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 230

vernichtet.

### **1.3.2.1 Teufelskreis (Einführung)**

„Kredit erlaubt den Vorgriff auf künftige Einnahmen [...] Wer Geld oder Güter gegen ein Versprechen auf die Zukunft weggibt, vertraut allerdings auf künftige Einnahmen des Schuldners oder auf (vermeintliche) Sicherheiten. Weil aber immer gilt: "The future is unwritten", geht in jede Kreditvergabe ein Element der Spekulation ein. In einem Boom nimmt der Anteil der spekulativen Geschäfte ständig zu. Wenn sich dann einige maßgebliche Akteure verspekulieren und nicht mehr zahlen können, bricht die ganze Kette von Zahlungen und Zahlungsverprechen ab. Plötzlich zählt nur noch Bares, und alle Schuldner brauchen dringend Bargeld. Deshalb müssen reale Vermögensbestände, die zuvor als hinreichende Sicherheiten galten, unter schlechten Bedingungen schnell verscherbelt werden. Damit werden sie drastisch entwertet und reichen zur Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen nicht mehr aus. Die Krise dreht sich in eine Abwärtsspirale.“<sup>95</sup>

Das Platzen der Immobilienblase war der Auslöser für einen Teufelskreis, der in die Finanzkrise geführt hat, die schließlich in die Wirtschaftskrise mündete. Dieser setzt sich aus verschiedenen Mechanismen zusammen, die parallel zueinander verlaufen und sich gegenseitig beeinflussen. Im Endeffekt führten sie alle zu einem Zusammenbruch der Nachfrage der nicht-staatlichen Sektoren, was sich (*ceteris paribus*) negativ auf das Wirtschaftswachstum / BIP auswirkte.

Durch den Einbruch der Immobilienpreise wurde das Eigenkapital von vielen Anlegern, die alle direkt oder indirekt in den US Immobilienmarkt investiert hatten, erheblich reduziert oder sogar komplett vernichtet. Um die Ausmaße zu verdeutlichen: Der RMBS und CDO Markt brach 2008 im Vergleich zu seinem Höhepunkt von 2006 um über \$ 1,5 Billionen ein. (siehe Abbildung 2). Da ein Großteil der Europäischen und US-Finanzinstitute an diesem Markt aktiv war, machten diese gleichzeitig massive Verluste, was zu ihrer Verschuldung und Unterkapitalisierung führte. Dieser riesige gemeinsame Schock bedeutete, dass nicht ein einzelnes Finanzinstitut insolvenzgefährdet war, sondern der gesamte Finanzsektor von der Krise betroffen war.<sup>96</sup>

#### **1.3.2.1.1 Minsky Moment**

Wenn Eigenkapital vernichtet wird, so sind stark fremdfinanzierte Finanzinstitute besonders unter Druck. In der Krise mussten sie ihre Bilanzen bereinigen, um nicht zahlungsunfähig zu werden. Um sich das benötigte Eigenkapital zu verschaffen; mussten sie andere, illiquidere Werte verkaufen. Da aber viele Finanzinstitute ähnliche Anlagestrukturen in illiquiden Werten hatten, setzten Zwangsverkäufe die Preise dieser Anlageklassen stark unter Druck.<sup>97</sup> Da bei fallenden Preisen mehr

<sup>95</sup> Ganßmann H (2009) „Unser schönes Geld“

<sup>96</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 432 f.

<sup>97</sup> Krugman P R (2009): „Die neue Weltwirtschaftskrise“ S. 159 ff.

Anlagen verkauft werden mussten, um den gleichen Betrag zu erzielen, führte dies zu einer Abwärtsspirale, bei dem Versuch, diese Anlagen zu verkaufen, was wiederum den Verkaufsdruck erhöhte.<sup>98</sup> Bricht ein Markt in dem Maße ein, wie es der CDO-Markt tat (siehe Abbildung 2), gab es nicht nur mehr Verkäufer als Käufer, sondern es gab keine Käufer mehr.<sup>99</sup>

Nicht nur die Preise von CDO etc. sanken. Um an Liquidität zu gelangen, warfen die Finanzinstitute alles auf den Markt, was schnell liquide gemacht werden konnte. Das führte u.a. dazu, dass die Aktienindizes weltweit einbrachen (da dies sehr liquide Märkte sind).

Diese Abwärtsspirale lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: 1. sinkende Anlagepreise führen 2. zu Abschreibungen – also Verlusten, die 3. die Verschuldung erhöhen. Erreicht die Verschuldung einen kritischen Zustand, führt dies zu 4. Zwangsverkäufen. Diese Zwangsverkäufe bedingen wiederum weiter fallende Anlagepreise (1.), womit die Abwärtsspirale von vorne beginnt.

Diese Abwärtsspirale wurde von Hyman Minsky beschrieben und wurde als „Minsky Moment“ bekannt.<sup>100 101</sup>

### **1.3.2.1.2 Bernanke**

Diese Dynamik führte soweit, dass durch die Abwärtsspirale der Anlagepreise nicht genug Eigenkapital aufgebracht werden konnte und Marktteilnehmer insolvent gingen. Bei einer Insolvenz wurden nun die verbleibenden Anlagen liquidiert – unabhängig von der Marktsituation – was die Abwärtsspirale der Preise weiter verstärkte.

Ein weiterer Faktor war, dass mit Insolvenzen Kreditausfälle einhergingen. Diese führten in Kombination mit dem gestiegenen Risikobewusstsein zu einer zögernden Haltung der Kreditinstitute bei der Vergabe von Krediten. Anfang 2009 kam es schließlich zu einem Einbruch der Kreditvergabe und damit zu einer ausgeprägten Kreditklemme.<sup>102</sup>

Wird die Kreditvergabe eingeschränkt, wirkt sich dies negativ auf die Investitionen aus, weswegen eine sogenannte Kreditklemme die gesamtwirtschaftliche Nachfrage schrumpfen lässt.<sup>103</sup>

Dieser Mechanismus wurde in Bezug auf die Weltwirtschaftskrise von 1929 von Ben Bernanke beschrieben<sup>104</sup> und kann folgendermaßen zusammengefasst werden:

„[...] financial distress impairs the process of credit intermediation, and a credit contraction in turn

98 Yellen J L (2009) „A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers“ S. 5

99 Krugman P R (2008a) „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“ S. 136

100 Minsky H P (1982a) „Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment“ S. 383-384

101 Eggertsson G B, Krugman P R (2010) „Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap“ S. 6

102 Federal Reserve (2013) „Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices Chart Data“, Europäische Zentralbank (2013) „Bank Lending Survey Statistics“

103 Bernanke B S (1983) „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression“ S. 20 f.

104 Bernanke B S (1983) „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression“

depresses aggregate demand.<sup>105</sup>

### **1.3.2.1.3 Minsky 2 – Insolvenzen verstärken die Abwärtsspirale**

Minsky beschreibt in seiner “financial instability” -Hypothese, wie sich das Risikobewusstsein der Marktteilnehmer in der Boom-Phase zunehmend verändert, was zu risikoreicherem Verhalten wie z.B. steigender Fremdkapitalfinanzierung führt.<sup>106</sup> Diese erhöht ihre Gefährdung im Falle eines Schocks, wie z.B. beim Einbruch der Anlagepreise.

„If payment commitments cannot be met from the normal sources, then a unit is forced either to borrow or to sell assets. Both borrowing on unfavorable terms and the forced sale of assets usually result in a capital loss for the affected unit. However, for any unit, capital losses and gains are not symmetrical: there is a ceiling to the capital losses a unit can take and still fulfill its commitments. Any loss beyond this limit is passed on to its creditors by way of default or refinancing of the contracts. Such induced capital losses result in a further contraction of consumption and investment beyond that due to the initiating decline in income. This can result in a recursive debt-deflation process.“<sup>107</sup>

Kann ein Marktteilnehmer seine Zahlungsverpflichtungen nicht bedienen, muss er sich entweder Geld leihen oder Anlagen verkaufen – im Krisenfall meist zu schlechten Bedingungen. Solch eine Abwärtsspirale wurde bereits als Minsky Moment beschrieben, in der die Anlagepreise fallen, was zu Abschreibungen und Verlusten führt, wodurch die Verschuldung sich erhöht, was weitere Zwangsverkäufe notwendig machen kann.<sup>108</sup>

Was passiert jedoch, wenn Zwangsverkäufe nicht ausreichen, um die Schulden zum begleichen? Es kommt zu Zahlungsausfällen und Insolvenzen. Tritt dieser Fall ein, kann dies der Auslöser für ein Phänomen sein, das Irving Fisher als „debt-deflation“ bezeichnete. Um dieses Konzept zu verstehen, ist es zunächst wichtig Deflation zu erläutern.

### **1.3.2.1.4 Deflation**

Vor dem zweiten Weltkrieg war Deflation – ein fallendes Preisniveau von Waren und Dienstleistungen<sup>109</sup> – fast so üblich wie Inflation. Nach dem zweiten Weltkrieg war Inflation weltweit die Norm. Eine Ausnahme stellt Japan dar, das seit Anfang der 1990er bis heute eine Deflation erlebt – mit kurzen Unterbrechungen.

Im Falle der Deflation ist Geld in der Zukunft – aufgrund der fallenden Preise von Gütern – stets mehr wert als in der Gegenwart. Im Falle der Deflation profitieren Gläubiger, da der reale Wert der

105 von Peter G (2005) „Debt-deflation: Concepts and a Stylised Model“ S. 7

106 Yellen J L (2009) „A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers“ S. 3

107 Minsky H P (1982b) „Can ‘it’ Happen Again?“ S. 6 f.

108 Minsky H P (1982b) „Can ‘it’ Happen Again?“ S. 6 f.

109 Üblicherweise gemessen durch Verbraucherpreisindizes

Zahlungen von Schuldnern ansteigt. Die Schuldner sind hingegen benachteiligt durch den real steigenden Wert ihrer Schuldenlast. Im Umkehrschluss sind die Gläubiger bei Inflation im Nachteil, da der reale Wert der Rückzahlungen, die sie von den Schuldnern erhalten, sinkt. Die Schuldner hingegen profitieren von dem real sinkenden Wert ihrer Schuldenlast.<sup>110</sup>

#### **1.3.2.1.5 Fisher's Schuldendeflation (debt-deflation)**

Aus diesem Grund argumentierte Irving Fisher, dass Deflation eine schwache Konjunktur weiter belasten kann, da Deflation im Grunde Ressourcen umverteilt: nämlich von den Schuldnern zu den Gläubigern. Schuldner müssen nach Fisher ihre Ausgaben drastisch kürzen, um ihre – durch die Deflation steigende – Schuldenlast zu bedienen. Die Gläubiger werden jedoch nicht im gleichen Maße ihre Ausgaben steigern, wie sie die Schuldner zurückfahren, da der Geldwert ja stetig steigt und sie davon profitieren. Demnach schwächt nach Fisher Deflation die Gesamtnachfrage und damit die Konjunktur, was in einem Teufelskreis zu weiterer Deflation führt. Der Effekt von Deflation, die Gesamtnachfrage zu reduzieren, ist auch als Schuldendeflation („debt deflation“) bekannt und spielte in der großen Depression eine wichtige Rolle.<sup>111</sup>

Wie funktioniert dieser Teufelskreis der Schuldendeflation genau? Im Grunde genommen ist Deflation die Konsequenz des Schuldenabbaus:

Wenn die verschuldeten Marktteilnehmer versuchen, ihre Schulden abzubauen, bedeutet dies, dass sie Kredite zurückzahlen. Wenn eine Vielzahl an Marktteilnehmern Kredite zurückzahlt, reduziert dies insgesamt die Geldmenge, die im Umlauf ist. Eine Reduktion der Geldmenge führt (ceteris paribus) zu Deflation.<sup>112</sup>

Wie beschrieben erhöht Deflation den realen Wert von Schulden, was wiederum zu höherer realer Verschuldung führt. Eine gestiegene Verschuldung der Marktteilnehmer erhöht wiederum den Druck zum Schuldenabbau, womit der Kreislauf der Schuldendeflation geschlossen ist.<sup>113</sup>

Tatsächlich ist es auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise Ende 2008 bis Anfang 2009 sowohl in den USA als auch im Euroraum zur Deflation gekommen.<sup>114</sup>

#### **1.3.2.1.6 Liquiditätsfalle**

Notenbanken versuchen die Konjunktur mit Hilfe der Geldpolitik zu steuern. Als es 2007 zu einem starken Anstieg an Hypothekenausfällen kam – was zu massiven Verlusten der Finanzinstitute

110 Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“ S. 879 ff.

111 Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“ S. 879 ff.

112 Laut der Quantitätsgleichung: wenn Umlaufgeschwindigkeit konstant und Transaktionsmenge gleich bleiben. Siehe auch: Mankiw G N (2009) „Principles of Economics“ S. 627 ff. (Gleichung auf S. 635)

113 Fisher I (1933) „The Debt-Deflation Theory of Great Depressions“ S. 344 f.

114 Bureau of Labor Statistics (2013), Eurostat (2013)

führte – wurde klar, dass große Gefahren für die Konjunktur bestanden. Daraufhin begann die FED Ende 2007 den Leitzins zu senken, um dem entgegenzuwirken (siehe Abbildung 1).

Die FED reagierte indem sie den Leitzins 2008 um über 4 Prozentpunkte auf fast 0 % senkte. Die EZB reagierte etwas später ebenfalls mit Zinssenkungen auf den konjunkturellen Abschwung.

Normalerweise kann die Zentralbank auf ein schwache Konjunktur durch die Senkung des Leitzinses bzw. durch die Ausweitung der Geldmenge reagieren, um die Gesamtnachfrage zu stimulieren. Ist der Leitzins jedoch bei Null, kann er nicht weiter gesenkt werden. Bei einer negativen Inflationsrate (Deflation) und 0 % Zinsen haben weder Banken einen Anreiz, Kredite zu vergeben, noch Konsumenten und Unternehmen einen Anreiz, Ausgaben und Investitionen zu tätigen. Da das Halten von Bargeld in diesem Fall einen positiven Realzins bedeutet, erhöht sich dessen Realwert – sprich dessen Kaufkraft. Aus demselben Grund würde auch eine Vergrößerung der Geldmenge durch die Zentralbanken nicht (wie üblich) die Gesamtnachfrage stimulieren. Somit würde dieses als Bargeld oder auf der Bank gehalten, ohne ausgegeben zu werden.<sup>115</sup>

Eine Situation wird als Liquiditätsfalle bezeichnet, in der expansive konventionelle Geldpolitik – in Form einer Senkung des Leitzins – an ihre Grenze stößt, wenn sich der Leitzins nahe bei Null („zero lower bound“) befindet und nicht weiter gesenkt werden kann. In dieser Situation kann konventionelle Geldpolitik nicht angewandt werden, um einen konjunkturellen Abschwung zu bekämpfen.<sup>116</sup>

Es kann verschiedene Ursachen für eine Liquiditätsfalle geben, die alle gemeinsam haben, dass trotz vorhandener liquider Mittel diese nicht in den Kreislauf der Realwirtschaft einfließen und somit nicht die Gesamtnachfrage und damit die Konjunktur beleben. Zum einen kann im Falle einer tatsächlichen oder zu erwartenden Deflation der Realzins positiv sein, auch wenn der Nominalzins bei Null ist. Wie beschrieben macht es in diesem Fall Sinn, Bargeld zu halten, da es an Kaufkraft gewinnt. Zum anderen treten Liquiditätsfallen in Rezessionen auf, wenn Konsumenten und Unternehmen pessimistische Erwartungen bezüglich der zukünftigen ökonomischen Entwicklung haben. Diese veranlassen die Konsumenten zu einer höheren Sparquote und Unternehmen zur Investitionszurückhaltung, was wiederum die Gesamtnachfrage mindert. Zudem müssen überschuldete Finanzinstitute (wie infolge der Finanzkrise) ihre Bilanzen reparieren, was bedeutet, dass sie ihren Eigenkapitalanteil steigern müssen, was dazu führt, dass sie kaum neuen Kredite vergeben, trotz eines Leitzinses nahe Null.<sup>117</sup>

---

115 Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“ S. 879 ff.

116 Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“ S. 879 ff.

117 Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“ S. 879 ff.

### 1.3.2.1.7 „balance-sheet recession“

Diese Entwicklung hat große Ähnlichkeit mit der von Richard Koo beschriebenen „balance-sheet recession“, welche er auf Japan infolge der Wirtschaftskrise der späten 1980er bis heute bezieht. Koo charakterisiert deren Verlauf folgendermaßen: Eine „balance-sheet recession“ entsteht infolge des Zusammenbruchs einer Anlagenblase („asset bubble“). Da ein Großteil der Anleger seine Investitionen mit Fremdkapital finanzierte, vernichtet das Platzen der Blase ihr Eigenkapital und hinterlässt sie verschuldet. Ihre Bilanz weist mehr Verbindlichkeiten („liabilities“) als Anlagevermögen („assets“) auf. Sie sind verschuldet, selbst wenn ihr operatives Geschäft funktional ist.

Um Ihre Bilanzen zu reparieren, sind sie gezwungen zu sparen und operieren nun in einem Modus der Schuldenminimierung anstatt der Profitmaximierung. Diese Entschuldung („deleveraging“) bedeutet, dass z.B. die Unternehmen keine Kredite für weitere Investitionen aufnehmen, sondern Schulden abbezahlen.<sup>118</sup>

Weil der Immobilienmarkt Teil der geplatzten Anlagenblase war, waren die Privathaushalte ebenso betroffen. Für sie war der Hypothekenkredit ihre Fremdkapitalfinanzierung und um sich zu entschulden, mussten sie mehr sparen und weniger ausgeben.<sup>119</sup>

Koo's Theorie scheint sich in der aktuellen Krise empirisch zu bestätigen. So haben Mian und Sufi in ihrem Buch „House of Debt“ dargestellt, dass der Anstieg an Hypothekenschulden von US-Haushalten eng mit dem anschließenden Anstieg der Arbeitslosigkeit und einer starken Konsumzurückhaltung korreliert.<sup>120</sup>

Das Verhalten des Privat- und Finanzsektors – sich zu entschulden – ist für die einzelnen Akteure rational und richtig, wenn es aber ein Großteil (der Wirtschaftsakteure) zur selben Zeit tut, ist es gesamtwirtschaftlich schädlich. Dieses Phänomen wird auch als Sparparadoxon (paradox of thrift) bezeichnet und wurde ursprünglich von John Maynard Keynes<sup>121</sup> beschrieben.<sup>122</sup>

Normalerweise fördern sinkende Leitzinsen die Kreditaufnahme (da sie die Finanzierungskosten verringern), aber in einer „balance-sheet recession“ reichen selbst Leitzinsen, die nahe an Null liegen, nicht aus, um Finanzakteure zur Kreditaufnahme zu bewegen.<sup>123 124</sup>

Jeder Abschnitt in den vorangehenden Kapiteln schildert die sich selbst verstärkenden Mechanismen, die im Endeffekt dazu führen, dass die Gesamtnachfrage zurückgeht, was damit zu

118 Koo R C (2011) „The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics“ S. 19

119 Koo R C (2011) „The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics“ S. 19

120 Dieser Absatz war nicht Teil der ursprünglichen Magisterarbeit, da das Buch später erschien.

121 Keynes J M (2007) „The General Theory of Employment, Interest, and Money“ S. 333 ff.

122 Vermann E K (2012) „Wait, Is Saving Good or Bad - The Paradox of Thrift“

123 Koo R C (2001) „The Japanese Economy in Balance Sheet Recession“

124 Koo R C (2003) „Balance Sheet Recession“ S. 5

einer Wirtschaftskrise führt.

### 1.3.3 Liquiditätskrise und Notenbankintervention

Wie beschrieben kam es nach der Aufhebung des Glass-Steagall Acts zu einer starken Konzentration im Bankensektor, wodurch die heute als „too big to fail“ bezeichneten Großbanken entstanden. Wie sich in der Krise zeigte, stellten die Banken, die „too big to fail“ waren, ein großes Problem für die Staaten dar. Da ein Kollaps eines solchen „systemrelevanten“ Institutes verheerende Folgen für die gesamte Branche hätte, ist der Staat erpressbar und „muss“ im Falle eines Zusammenbruchs große Banken aufgrund ihrer Systemrelevanz retten. Diese implizite Staatsgarantie hat zur Folge, dass solch große Banken risikoreicher agieren können: Wenn ihre riskanten Geschäfte aufgehen, machen sie große Gewinne, falls diese schief gehen, muss der Staat in die Bresche springen. Mögliche Gewinne werden so privatisiert, während mögliche Verluste durch die Staatsgarantie sozialisiert werden.<sup>125 126</sup>

Die OECD definiert ein Finanzinstitut als „too big to fail“ so, dass dessen Zusammenbruch systemische Konsequenzen hätte. Ein Zusammenbruch eines solchen Finanzinstituts kann zu einer Unterbrechung der Finanzflüsse innerhalb des Landes führen und damit die Gesamtwirtschaft und somit auch andere Finanzakteure signifikant in Mitleidenschaft ziehen. Außerdem würde bei einem Zusammenbruch einer „too big to fail“ Bank die Stabilität anderer Finanzinstitute beeinträchtigt aufgrund deren Verbindungen zu der „too big to fail“ Bank durch das sogenannte Gegenpartei-Risiko („counterparty risk“).<sup>127</sup>

“Counterparty risk is the probability that the other party in an investment, credit, or trading transaction may not fulfill its part of the deal and may default on the contractual obligations.”<sup>128</sup>

Als die Finanzkrise sich zuspitzte, stieg die Angst vor dem Gegenpartei-Risiko im Finanzsystem erheblich an, was zu steigender Verunsicherung auf dem Interbankenmarkt führte. Die Finanzkrise forderte am 14. März 2008 ihr erstes Opfer. Unter der Regie der FED wurde die Investmentbank Bear Stearns aufgrund drohender Insolvenz durch JP Morgan Chase übernommen.<sup>129</sup> Am 15. September 2008 brach schließlich Panik auf den Finanzmärkten aus, als die Investmentbank Lehman Brothers insolvent ging.

Da die Investmentbank Lehman Brothers einer der großen CDS Anbieter/Dealer/Händler war, war

125 CNBC (2010) „US Does Not Have Capitalism Now: Stiglitz“

126 Stiglitz J E (2009b): „America's Socialism for the Rich“ S. 2

127 Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“ S. 12

128 Office of the Comptroller of the Currency (2013) „Counterparty Risk“

129 Keoun B (2011) „Fed's \$1.2 Trillion Loan Lifelines Dwarfed TARP: Glossary“

sie besonders häufig „Gegenpartei“ bei CDS-Geschäften/Verträgen. Dies bedeutete, dass die Insolvenz von Lehman Brothers ein hohes Ansteckungsrisiko darstellte, da sie für viele Handelspartner eine große Gegenpartei war. Wenn ein Finanzinstitut eine große Gegenpartei ist, so kann deren plötzliche Insolvenz die Bilanzen der betroffenen Gegenparteien belasten und wiederum deren Insolvenz verursachen.<sup>130</sup> Im Falle Lehman Brothers kam es zu einer Ansteckung und deren Insolvenz löste eine Kette von neuen Zahlungsausfällen aus.

In der Folge trauten Banken sich kaum noch gegenseitig Kredite zu leihen aus Angst, dass die Gegenpartei diese nicht zurückzahlen kann – insbesondere, da sie nicht wussten, wie stark die Bilanzen anderer Finanzinstitute durch CDO/CDS belastet waren. Dies lässt sich nachvollziehen anhand des TED-Spread, der in den Wochen nach der Insolvenz Lehman Brothers seinen Höchststand von 4,56 % erreichte (siehe Abbildung 3 – TED-Spread). Die gehemmte Kreditvergabe im Finanzsystem löste eine Liquiditätskrise bei den Finanzinstituten aus. In der Folge kam es zu einer Lähmung des Finanzsystems, da die Kreditvergabe auf dem Interbankenmarkt essentiell für dessen Funktionieren ist.

Die Notwendigkeit für eine Intervention der Notenbank wurde deutlich, als einer der größten Versicherungskonzerne weltweit, der Versicherungskonzern AIG (American International Group) – der auch stark in den CDS Markt involviert war – am 16. September 2008 von der FED mit einem \$ 85 Milliarden Kredit gerettet werden musste und die US-Regierung damit einen Anteil von 79,9 % an AIG übernahm. Wäre AIG – die Verkörperung eines Finanzinstitutes, das systemrelevant und „too big to fail“ ist – insolvent geworden, hätte dies dramatische Folgen für das Finanzsystem weltweit gehabt.<sup>131</sup>

“No matter how well hedged a bank may be in a technical sense, a counterparty failure can be devastating, as the AIG example shows.”<sup>132</sup>

Wie groß das Ausmaß des Gegenpartei- und Ansteckungsrisikos im Falle von AIG war, wird deutlich an der Höhe der Verluste an Eigenkapital, die bei einer Insolvenz von AIG für viele bedeutende Finanzinstitute (unter anderem auch für die „primary dealer“) eingetreten wäre. So musste die FED infolge der Rettung von AIG z.B. der Deutschen Bank Zahlungsausfälle in Höhe von 37 % des Eigenkapitals kompensieren. Bei Goldman Sachs hätte dieser Anteil 29 % betragen und bei Merrill Lynch 77 %.<sup>133</sup> Wie im Falle von AIG griff die FED im Verlauf der Finanzkrise zu beispiellosen Mitteln, um eine weitere Eskalation zu verhindern.

<sup>130</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 431

<sup>131</sup> Karnitschnig et al. (2008) „U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout“

<sup>132</sup> Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) “The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do” S. 13

<sup>133</sup> Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) “The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do” S. 12

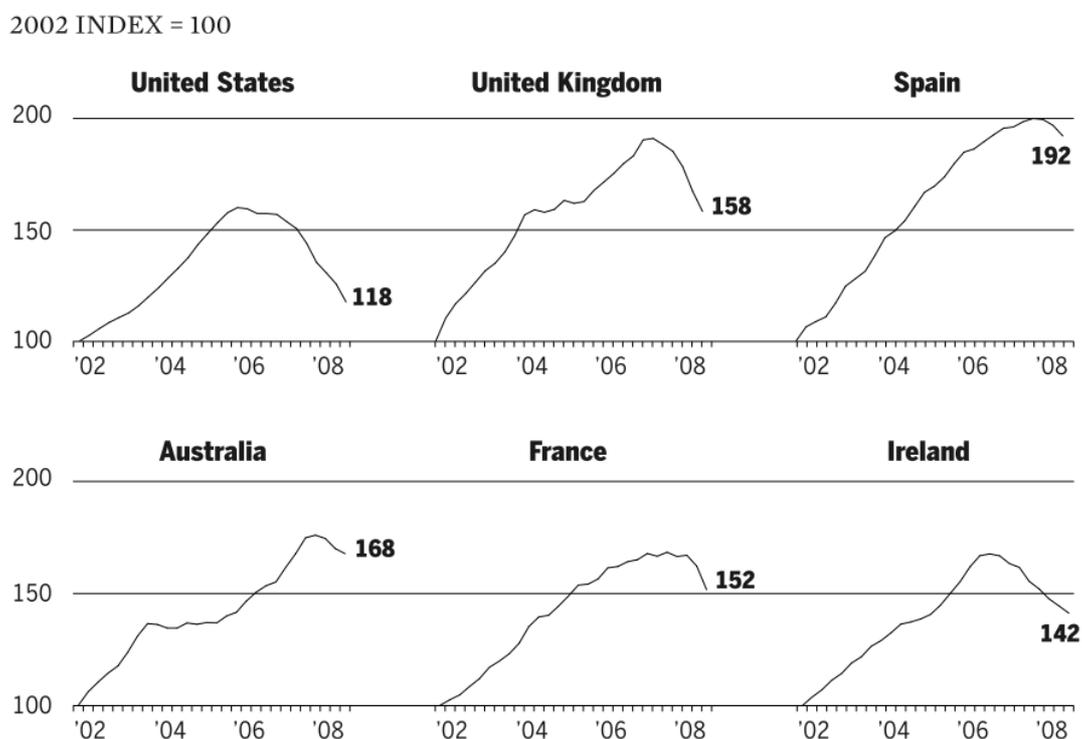
Von August 2007 bis Ende 2008 wurden insgesamt 6 Rettungsprogramme unter der Regie der FED aufgelegt.<sup>134</sup> Deren Anforderungen bezüglich der zu hinterlegenden Sicherheiten wurden kontinuierlich weiter gesenkt. Im Rahmen des von der FED im März 2008 gestarteten „Primary Dealer Credit Facility“ (PDCF) erhielten nun auch erstmals sogenannte „nonbank banks“ (z.B. Investmentbanken wie Morgan Stanley und Goldman Sachs) Zugang zu Mitteln der FED. Das PDCF und andere Programme waren nur aufgrund der Ausnahmesituation nach Abschnitt 13(3) des „Federal Reserve Act“ möglich. Dieser darf nur drohender Gefahr und unter außergewöhnlichen Umständen angewandt werden<sup>135</sup>

### 1.3.4 Parallele internationale Entwicklungen

Parallel zu den beschriebenen Entwicklungen in den USA gab es im selben Zeitraum ebenso Immobilienblasen in vielen anderen Ländern, wie die folgende Grafik zeigt.

#### House Price Appreciation in Selected Countries, 2002-2008

*The United States was one of many countries to experience rapid house price growth*



SOURCES: Standard and Poors, Nationwide, Banco de España, AusStats, FNAIM, Permanent TSB

Abbildung 6

134 1. Ausweitung des Diskontfensters 2. TAF 3. TSLF 4. PDCF 5. AMLF 6. CPFF

135 Adrian T, Kimbrough K, Marchioni D (2011) „The Federal Reserve’s Commercial Paper Funding Facility“ S. 25

136 Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 415

Das Platzen der US-Immobilienblase und die folgende Finanzkrise führte zu einer „Ansteckung“ des internationalen Finanzsystems, aufgrund dessen starken globalen Verknüpfung.<sup>137</sup>

Von der Finanzkrise ausgehend kam es zu ähnlich ablaufenden Teufelskreisen auch in anderen Ländern, wobei auch dort ein Anstieg der Verschuldung im Vorfeld der Krise zu beobachten war.

### 1.3.5 Der Übergang von der Finanz- zur Wirtschaftskrise

“Once this massive credit crunch hit, it didn’t take long before we were in a recession. The recession, in turn, deepened the credit crunch as demand and employment fell, and credit losses of financial institutions surged. Indeed, we have been in the grips of precisely this adverse feedback loop for more than a year. A process of balance sheet deleveraging has spread to nearly every corner of the economy. Consumers are pulling back on purchases, especially on durable goods, to build their savings. Businesses are cancelling planned investments and laying off workers to preserve cash. And, financial institutions are shrinking assets to bolster capital and improve their chances of weathering the current storm. Once again, Minsky understood this dynamic. He spoke of the paradox of deleveraging, in which precautions that may be smart for individuals and firms—and indeed essential to return the economy to a normal state—nevertheless magnify the distress of the economy as a whole.”<sup>138</sup>

Wie bereits dargestellt, war die Verschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors vor dem Ausbruch der Krise stark angestiegen und aufgrund des darauf folgenden Teufelskreises war ein Großteil der privaten Haushalte und des Finanzsektors überschuldet. Diese Überschuldung führte zu einem forcierten Schuldenabbau, was wiederum über die verschiedenen beschriebenen Kanäle einen Einbruch der Gesamtnachfrage zur Folge hatte. Dies führte schließlich zu einer tiefen Rezession und zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit – also zu einer Übertragung auf die Realwirtschaft.

#### 1.3.5.1 Private Haushalte

Als Auslöser für die Finanzkrise wird das Platzen der US-amerikanischen Immobilienblase gewertet. Im Folgenden soll auf den Übergang der Finanzkrise zur größten Wirtschaftskrise seit der großen Depression eingegangen werden.

Vor dem Platzen der Immobilienblase hatten die US-Haushalte eine historisch niedrige Sparquote, die 2005 bis auf 2,6% des verfügbaren Einkommens fiel.<sup>139</sup> Die hohe Schuldenlast infolge des Platzens der Immobilienblase zwang die Haushalte zum Sparen, was wiederum den Konsum

137 Yellen J L (2013) „Interconnectedness and Systemic Risk“ S. 2

138 Yellen J L (2009) „A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers“ S. 5 f.

139 Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013) „Private Final Consumption Expenditure“

beeinträchtigte.<sup>140</sup> Dieser Sparzwang zeigte sich im Anstieg der Sparquote auf 6,1% 2009, was die stattfindende Entschuldung widerspiegelte.<sup>141</sup> Dies wirkte sich negativ auf den Konsum aus. Der Konsum der US-Haushalte sank seit 1980 erstmals wieder, nämlich um 0,6% in 2008 und 1,9% in 2009.<sup>142</sup>

Andere Blasen (z.B. die dotcom-Blase) hatten keinen vergleichbaren Einfluss auf den US-Konsum, da diese keinen direkten Einfluss auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte hatten. Kredite und das Eigenkapital der Haushalte werden maßgeblich durch die Immobilienpreise beeinflusst, daher hatte die Blase drastische Auswirkungen auf das verfügbare Einkommen.

Der Konsum macht ca. 70 % des US BIP aus<sup>143</sup> und bildet damit den Grundpfeiler der US Wirtschaft. Ein Einbruch in diesem Bereich hatte daher einen deutlich negativen Effekt auf die Gesamtkonjunktur.

Der IWF fand in Studien heraus, dass eine hohe Schuldenlast der privaten Haushalte im Vorfeld einer Rezession das Ausmaß dieser deutlich verschlimmert, indem sie sie verlängert und vertieft. Auswirkungen sind dabei unter anderem ein verstärkter Rückgang sowohl des privaten Konsums als auch des BIP und ein größerer Anstieg der Arbeitslosigkeit. Dieser Fall trat aufgrund der gestiegenen Verschuldung der privaten Haushalte vor dem Platzen der Immobilienblase auch in der aktuellen Krise ein – nicht nur in den USA.<sup>144</sup>

### **1.3.5.2 Finanzinstitute und Unternehmen**

Wie beschrieben beschränkten die Finanzinstitute aufgrund der Finanzkrise zunehmend ihre Kreditvergabe. Die eingeschränkte Kreditvergabe erschwerte Investitionen und wirkte sich ebenfalls negativ auf die Gesamtnachfrage aus. Die Unternehmen litten sowohl unter der Kreditklemme als auch unter der einbrechenden Nachfrage, ausgelöst durch den eingebrochenen Konsum der Privathaushalte. Diese Kombination führte zu zahlreichen Insolvenzen: Die Zahl der Insolvenzen von US-Unternehmen verdreifachte sich von 20.000 in 2006 auf 61.000 in 2009.<sup>145</sup>

Der Anstieg der Insolvenzen bedeutete einerseits vermehrte Kreditausfälle für die Finanzinstitute, was die Kreditklemme verschärfte, andererseits führten diese Insolvenzen in Kombination mit der gesunkenen Nachfrage zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit. Dieser Anstieg der Arbeitslosigkeit schwächte wiederum den Konsum. Diese sich gegenseitig verstärkenden Abwärtstrends führten

<sup>140</sup> Konczal M (2012) „How Mortgage Debt is Holding Back the Recovery“

<sup>141</sup> Bureau of Economic Analysis (2013) - Personal Saving Rate

<sup>142</sup> Bureau of Economic Analysis (2013) - Personal Saving Rate

<sup>143</sup> Bureau of Economic Analysis (2013) - Composition of GDP by sector (Consumption, Investment, Government, Foreign)

<sup>144</sup> Internationaler Währungsfonds (2012a) „Growth Resuming, Dangers Remain“, S. 89 ff. (107)

<sup>145</sup> Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report“ S. 394 ff.

dazu, dass diese Rezession zu der schlimmsten seit der großen Depression wurde.

### 1.3.5.3 Parallele Internationale Entwicklungen

Es gab diese beschriebenen Entwicklungen nicht nur in den USA sondern auch in Europa. So sank das BIP im Euroraum von 2008 auf 2009 um 2,76%.<sup>146</sup> Im Vereinigten Königreich sank im selben Zeitraum das BIP sogar um 5,16%.<sup>147</sup>

Die Entwicklung der Arbeitslosigkeit zeigt die folgende Grafik.

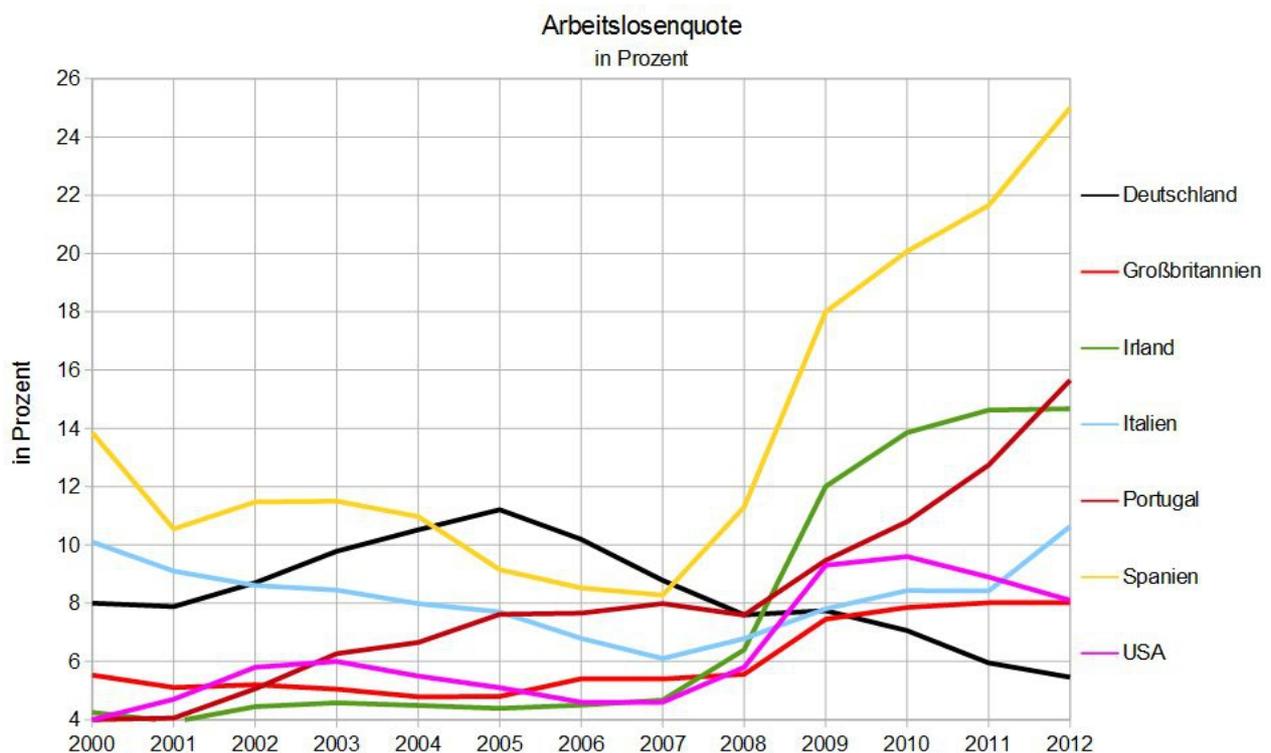


Abbildung 7

148

Obwohl es große Parallelen zwischen den USA und den Europäischen Ländern bei den auslösenden Faktoren der Krise sowie deren Verlauf gab, waren die zur Krise beitragenden Faktoren unterschiedlich stark ausgeprägt.

Zur Darstellung der unterschiedlichen Krisenverläufe werden diese am Beispiel der USA, Spanien und Großbritanniens besprochen.

Gemeinsam war allen drei Ländern, dass es einen deutlichen Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte im Zeitraum von 2000 bis 2008 gab. In den USA stieg diese um 29% des BIP, in Großbritannien um 34% und in Spanien um 40%.<sup>149</sup>

<sup>146</sup> Eurostat (2013)

<sup>147</sup> Office for National Statistics (2013)

<sup>148</sup> Bureau of Labor Statistics (2013), Internationaler Währungsfonds (2013b)

<sup>149</sup> Roxburgh et al. (2012) „Debt and deleveraging - Uneven progress on the path to growth“ S. 18, 23, 27

Die Unterschiede werden deutlicher betrachtet man die Verschuldung des Finanzsektors. Großbritannien einen der größten Finanzsektoren dessen Verschuldung von 2000 bis 2008 um 87% des BIP anstieg. Dieser machte 2008 über 9 % des BIP aus.<sup>150</sup> In den USA stieg die Verschuldung des Finanzsektors im gleichen Zeitraum um 16% des BIP und in Spanien um 58%.<sup>151</sup> Für den Finanzsektor werden jedoch nicht alle Formen von Derivaten<sup>152</sup> berücksichtigt.

Auch im Unternehmenssektor werden Unterschiede ersichtlich, so spielte in Spanien der Bausektor eine Sonderrolle Dieser machte 2007 knapp 12 % des BIP aus, was fast doppelt so hoch ist wie in anderen Europäischen Ländern.<sup>153</sup> Insgesamt stieg die Verschuldung des Unternehmenssektors in Spanien von 2000 bis 2008 um 64% des BIP, in Großbritannien um 45% und um 14% in den USA.<sup>154</sup>

Nach Ausbruch der Krise kam es zu einem Abbau der der Verschuldung. So betrug der Schuldenabbau der privaten Haushalte in den USA 11% des BIP, in Großbritannien 5% und in Spanien 3%. Der Schuldenabbau des Unternehmenssektors betrug in den USA 7% des BIP, in Großbritannien 14% und in Spanien 4%.<sup>155</sup>

Vor der Krise kam es zu einem massiven Anstieg der Verschuldung. Die Krise zwang den Privatsektor sich zu entschulden. Der Schuldenabbau und der darauf folgende Nachfrageeinbruch lösten die schwerste Rezession seit der großen Depression aus. Diese ließ in allen betroffenen Ländern das BIP schrumpfen und die Arbeitslosigkeit ansteigen. Somit kam die Finanzkrise in der Realwirtschaft an.

Dieser Krisenverlauf bestätigt die Aussage von These 1a, die besagt:

'Die stark gestiegene Verschuldung privater Haushalte und des Finanzsektors vor der Krise war wesentliche Ursache der Finanz- und Wirtschaftskrise sowie deren Ausmaß.'

## **2. Übergang von der Finanz- und Wirtschaftskrise zur Staatsschuldenkrise**

In diesem Teil soll dargestellt werden, aus welchen Gründen die Staatsverschuldung infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise anstieg und in einigen Ländern zu einer Staatsschuldenkrise führte. Hierbei wird auch betrachtet, inwiefern die Rahmenbedingungen der Währungsunion eine Rolle spielten.

<sup>150</sup> Broughton N, Maer L (2012) „Financial Services: Contribution to the UK Economy“ S. 3

<sup>151</sup> Roxburgh et al. (2012) „Debt and deleveraging - Uneven progress on the path to growth“ S. 18, 23, 27

<sup>152</sup> Nicht enthalten sind festverzinslich strukturierte Wertpapiere, die mit Forderungsrechten besichert sind, wie z.B. RMBS und CDO.

<sup>153</sup> z.B. Frankreich: 6,3 % ; Deutschland: 4 % ; Italien: 6,1 % ; Portugal: 6,8 % ; Großbritannien: 6,3 % - UNECE

<sup>154</sup> Roxburgh et al. (2012) „Debt and deleveraging - Uneven progress on the path to growth“ S. 18, 23, 27

<sup>155</sup> Roxburgh et al. (2012) „Debt and deleveraging - Uneven progress on the path to growth“ S. 18, 23, 27

## 2.1 Anstieg der Staatsverschuldung

Wie kam es infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise zu einem deutlichen Schuldenanstieg vieler Staaten?

### 2.1.1 Messmethode der Staatsverschuldung

Üblicherweise werden zur Messung der Staatsverschuldung die Schulden eines Staates im Verhältnis zu dessen BIP genutzt. Diese Messgröße ist geläufig, da die Größe einer Volkswirtschaft – ausgedrückt durch das BIP – deren Fähigkeit zur Schuldentilgung reflektiert.

Warum ist diese übliche Messart (Schulden/BIP) in der Krise problematisch? Die nominale Verschuldung ist in dieser Messung im Zähler. Dies bewirkt, dass im Falle einer steigenden nominalen Verschuldung – ceteris paribus – die so gemessene Staatsverschuldung steigt. In einer Rezession sinkt definitionsgemäß das BIP, was bedeutet, dass in dieser Messung der Staatsverschuldung der Nenner sinkt. Daher steigt in diesem Fall die relative Staatsverschuldung (Schulden/BIP), selbst wenn die nominale Staatsverschuldung unverändert ist.

Die Wirtschaftskrise führte in eine gewaltige Rezession und hatte somit – unabhängig von der Entwicklung der nominalen Staatsverschuldung – eine höhere relative Staatsverschuldung zur Folge. In der Krise stieg die relative Staatsverschuldung nicht nur aufgrund eines schrumpfenden BIP, sondern auch, weil die nominale Staatsverschuldung zunahm, was den gemessenen Schuldenanstieg umso dramatischer erscheinen lässt.

### 2.1.2 Automatische Stabilisatoren

Ein Grund für den Anstieg der staatlichen Schulden war, dass die Sozialausgaben in einer Rezession steigen, was den Staatshaushalt zusätzlich belastet. So wurde z.B. mehr Arbeitslosengeld in Anspruch genommen, aufgrund der stark gestiegenen Arbeitslosigkeit. In allen in dieser Arbeit untersuchten Ländern stiegen die Sozialausgaben um mindestens 7% von 2008 auf 2009 an.<sup>156</sup>

Verschärft wurde diese Entwicklung dadurch, dass der Staatshaushalt durch sinkende Steuereinnahmen zunehmend belastet wurde, weil die Zahl der steuerpflichtigen Arbeitnehmer sank.

In einer Rezession sinken gewöhnlich die Steuereinnahmen, aufgrund sinkender Unternehmensgewinne. Auch diese Entwicklung ist in Folge der Krise zu erkennen, wenn man die

---

<sup>156</sup> Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013) - Social Expenditures (as % of GDP)

Veränderung der Steuereinnahmen in Prozent des BIP in den untersuchten Ländern betrachtet.<sup>157</sup>

Somit sind die Staatshaushalte in einer Rezession von zwei Seiten unter Druck: Einerseits durch steigende Sozialausgaben und andererseits durch sinkende Steuereinnahmen.

### 2.1.3 - Konjunkturprogramme

In einer Rezession stützen steigende Sozialausgaben den privaten Konsum und haben daher eine stabilisierende Wirkung. Zum anderen sinkt die staatliche Belastung der Wirtschaft durch Steuern, z.B. aufgrund sinkender Gewinne. Diese Mechanismen werden auch als „automatischen Stabilisatoren“ bezeichnet.

Ebenso wirkt konjunkturell stabilisierend, dass der Großteil der Staatsausgaben konjunkturunabhängig ist, wie z.B. Ausgaben für Bildung oder Verteidigung.<sup>158</sup> Trotz dieser automatisch stabilisierenden Wirkung kann es bei besonders schwerwiegenden Konjunkturinbrüchen notwendig werden, dass der Staat die Wirtschaft weitergehend stützt – so wie es in der Krise der Fall war.

In dieser Rezession war der Nachfrageausfall des Privatsektors so groß, dass eine riesige Nachfragerücke zu entstehen drohte. Um dem Einbruch des privaten Konsums und der Investitionen entgegenzuwirken, legten viele Staaten Konjunkturpakete auf. Hätten die Staaten nicht reagiert, wäre eine Wiederholung der großen Depression zu befürchten gewesen. Diese temporären Konjunkturpakete mussten wiederum durch neue Staatsschulden finanziert werden.

Diese Entwicklung wird zusätzlich verdeutlicht, betrachtet man den den Einbruch des privaten Konsums in den USA seit 2008, der sich erst nach über 2 Jahren wieder auf Vorkrisenniveau erholt.<sup>159</sup>

Die Größe der Konjunkturpakete unterschied sich von Land zu Land, wobei z.B. die USA und Deutschland relativ große Konjunkturpakete auflegten. So umfasste das im Februar 2009 initiierte Programm der USA \$ 790,3 Milliarden.<sup>160</sup> In Deutschland wurden zwei Konjunkturpakete aufgelegt. Das erste 2008, welches Steuererleichterungen in Höhe von geschätzten € 19,4 Mrd. umfasste und das zweite 2009 in Höhe von € 50 Mrd. das z.B. die „Abwrackprämie“ und Subvention der Kurzarbeit beinhaltet.<sup>161</sup>

---

157 Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013) - Total Tax Revenue (as % of GDP)

158 Brügelmann R (2010) „Die Wirkung von Konjunkturprogrammen“ S. 5f.

159 Bureau of Economic Analysis (2013) - Personal Consumption Expenditures

160 US-Government (2013)

161 Bundeszentrale für Politische Bildung (2009) „Konjunkturpaket II“

### 2.1.4 Bankenrettung

Am Beispiel der Bankenrettung lässt sich belegen, dass die Verschuldung des Finanzsektors direkt die Staatsverschuldung erhöhte.

Am Beispiel der USA wurde bereits dargestellt, dass die Rettung bzw. Stützung von Finanzinstituten aufgrund ihres „too big to fail“ Status unumgänglich erschien, woraufhin diese mit Milliarden Dollar durch den Staat gestützt wurden. Zu vergleichbaren staatlichen Interventionen auf den Finanzmärkten kam es weltweit und auch in der Europäischen Union. Diese Bankenrettung durch die Staaten erhöhte wiederum die Staatsverschuldung.

Extrem war die Höhe der Kosten der Bankenrettung in Irland da diese gemessen in Prozent des BIP über 24% betragen.<sup>162</sup> Dies war sehr viel höher als in anderen Ländern, da der irische Staat alle finanziellen Verbindlichkeiten irischer Banken garantierte in dem Glauben, dass diese lediglich illiquide und nicht insolvent seien.<sup>163</sup>

Für die € 39,44 Mrd. Kosten der Bankenrettung zahlte jeder irische Bürger durchschnittlich € 8618 alleine schon im Zeitraum von 2008 – 2012. Die Kosten der Bankenrettung in Deutschland betragen für denselben Zeitraum € 42,58 Mrd., was jedoch aufgrund der größeren Bevölkerung Deutschlands „lediglich“ € 520 pro Kopf bedeutet.<sup>164</sup>

Die genannten Kosten für die Bankenrettungen der verschiedenen Länder sind allerdings als vorläufige Zahlen zu betrachten, da die Staaten noch immense Summen an Kapital in diverse Anlageformen der Banken gebunden haben. Bei diesen ist jedoch nicht klar, ob und wie hoch eventuell anfallende Verluste sein werden. So hat z.B. Deutschland 2012 noch ausstehende „Eventualverbindlichkeiten“ von € 58,48 Mrd.<sup>165</sup>

### 2.1.5 Zwischenfazit

All diese Faktoren wirkten zusammen und verursachten einen starken Anstieg der staatlichen Verschuldung. Aus der folgenden Grafik wird ersichtlich, dass der Anstieg der Staatsverschuldung nicht von der Höhe der Staatsverschuldung von vor der Krise abhängig ist, denn einige Länder mit dem höchsten Anstieg der Staatsverschuldung – wie z.B. Spanien oder Irland – galten vor der Krise als Musterländer aufgrund ihrer niedrigen Staatsverschuldung. So sank deren Staatsverschuldung vor der Krise kontinuierlich und befand sich auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau (unter 40

---

<sup>162</sup> Eurostat (2013)

<sup>163</sup> Honohan P (2012) „Recapitalisation of Failed Banks: Some Lessons from the Irish Experience“

<sup>164</sup> Kosten Bankenrettung 2008-2012: Eurostat (2013) - Bevölkerung von 2011: Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013)

<sup>165</sup> Eurostat (2013)

% des BIP).

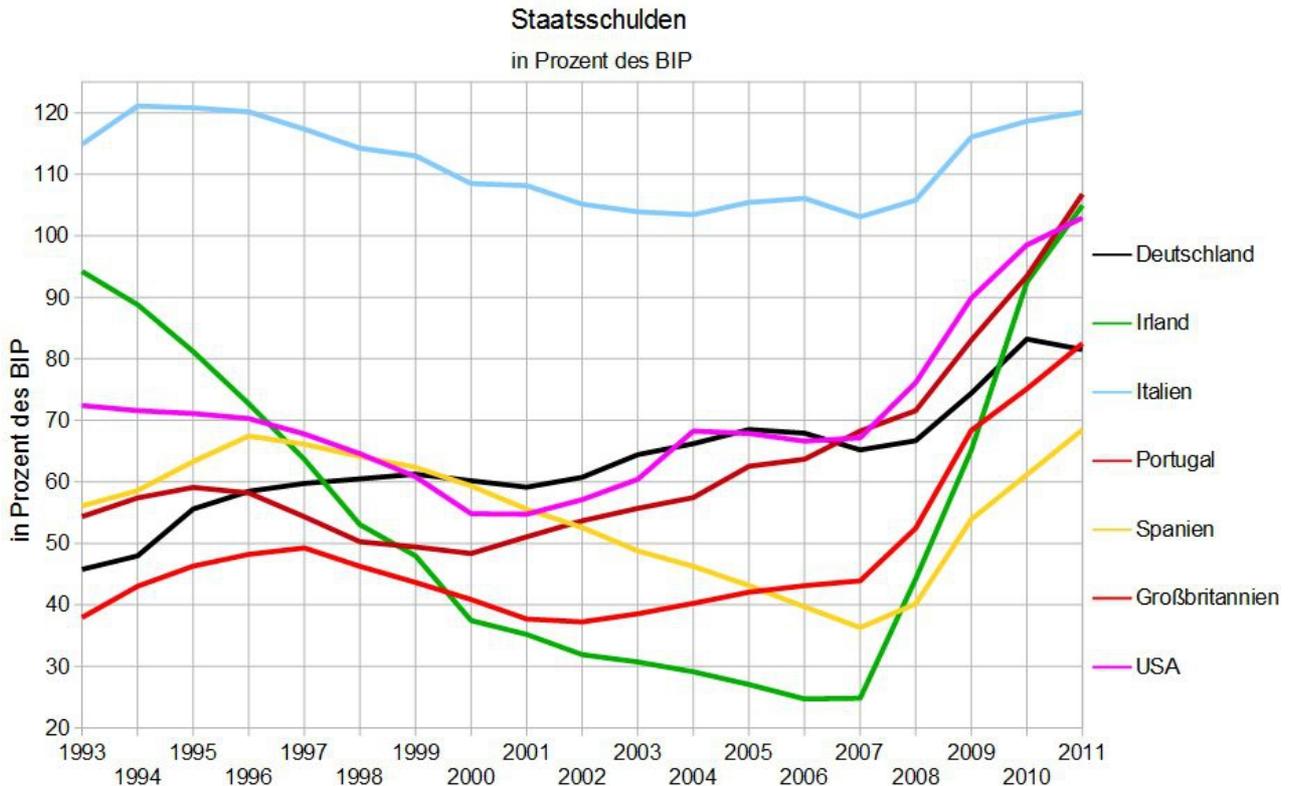


Abbildung 8

166

Die Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise, die von der gestiegenen Verschuldung privater Haushalte und des Finanzsektors ausgelöst wurde, wirkten sich auf die Staatsverschuldung aus. Zu dem staatlichen Schuldenanstieg kam es aufgrund der automatischen Stabilisatoren sowie der staatlichen Reaktionen auf die Finanz- und Wirtschaftskrise in Form von Konjunkturpaketen und der Bankenrettung.

Dies sind die stützenden Argumente für These 2a, die folgendermaßen lautet:

'Die deutliche Steigerung der Staatsverschuldung infolge der Finanz- und Wirtschaftskrise ist nicht Ursache, sondern Folge der gestiegenen Verschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors.'

Diese These widerspricht der häufig geäußerten Meinung<sup>167</sup>, dass die Staatsverschuldung eine

166 Internationaler Währungsfonds (2013b)

167 Jung et al. (2011) „Welt am Abgrund“: - „Vor allem aber lässt sich die Lehre aus der jüngsten Krise in zwei Worten zusammenfassen: solide Staatsfinanzen. Ohne die Schuldenexzesse des vergangenen Jahrzehnts wäre wohl kein Land ernsthaft in Schieflage geraten. Es hat sich gezeigt, dass Schuldenquoten, also der Anteil der Verschuldung an der Wirtschaftsleistung, von 80, 90 oder mehr als 100 Prozent früher oder später Zweifel an der Kreditwürdigkeit eines Landes aufkommen lassen.“

Schönmann-Finck (2010) „Die Sündenböcke der Politik“: - „Der Vorsitzende des Wissenschaftlichen Beirates des Finanzministeriums, Clemens Fuest, wies die politische Kritik an der Spekulation um den Euro zurück. 'Diese Krise haben nicht Spekulanten verursacht, sie decken nur die Schwächen auf', sagte der Ökonom der 'Hannoverschen Allgemeinen Zeitung'. 'Diese Krise haben Regierungen verursacht, die Schulden aufgehäuft haben, die sie nicht bezahlen können.'“

Handelsblatt (2011) „Weber: Eurobonds lenken von den Ursachen ab“: - „Generell sollten sich die Akteure Weber

Ursache der Wirtschaftskrise sei.

## 2.2. Entstehung der Staatsschuldenkrise

Aufgrund ihrer in der Krise stark gestiegenen Verschuldung wurde nun das Risiko eines Staatsbankrotts einiger Staaten des Euroraums befürchtet. Diese Befürchtungen spiegelten sich in der Höhe der zu zahlenden Zinsen für die jeweiligen Staatsanleihen wider. Jedoch waren nicht alle Staaten mit hoher Verschuldung von solchen Zinsanstiegen im gleichen Maße betroffen.

### 2.2.1 Neubewertung der Risiken der Staatsverschuldung durch die Finanzmärkte

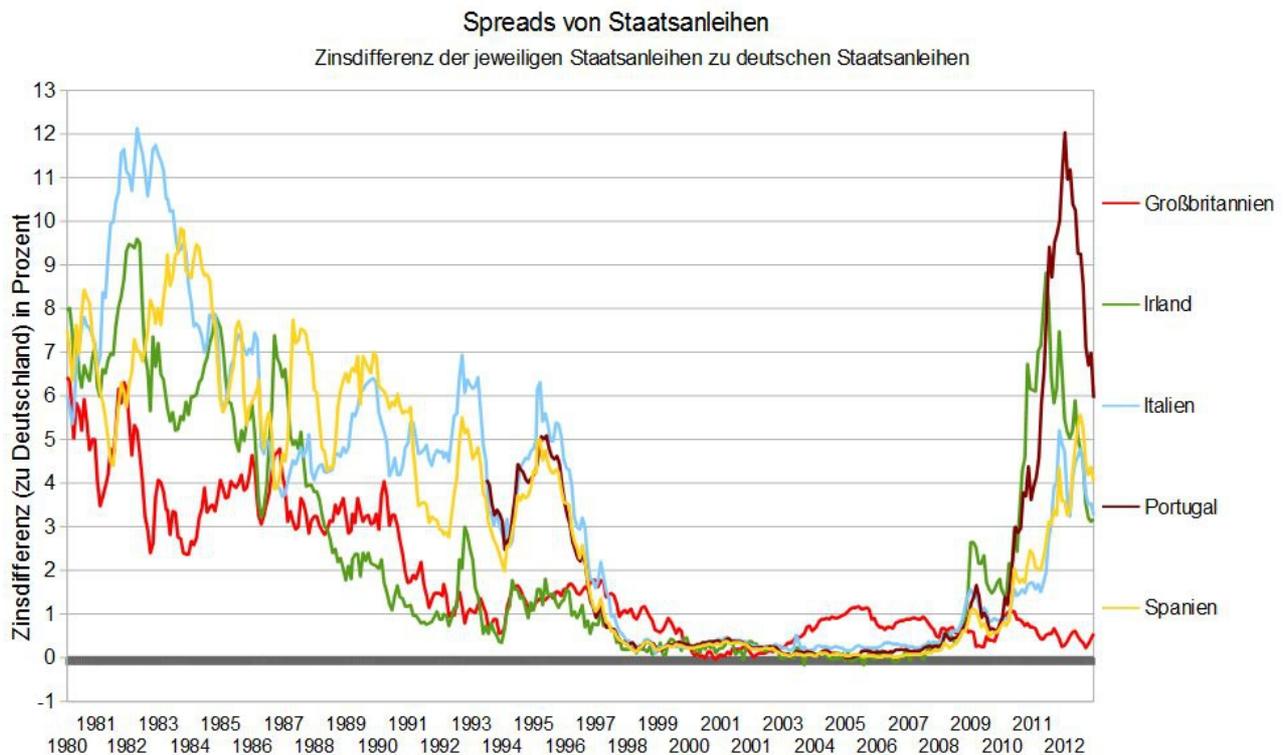


Abbildung 9

168

Die obige Grafik stellt den zentralen Gegenstand dieses Kapitels anschaulich dar. Wie zu erkennen ist, gab es vor der Euro-Einführung bei den dargestellten Ländern große Differenzen der zu

zufolge weniger um neue Instrumente zur Bekämpfung von Krisensymptomen bemühen und stattdessen die Ursachen bekämpfen. Hier nannte Weber die hohen Staatsschulden und die weltweiten Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen.“

Herz W (2012) „Wie aus der Finanz- eine Schuldenkrise gemacht wurde“: - "Die Banken als eigentliche Verursacher gerieten aus dem Blickfeld, stattdessen saßen die Staaten mit hohen Schulden auf der Anklagebank, weil sie nach gängiger Lesart 'über ihre Verhältnisse gelebt haben!'"

Weidmann J (2011) „Keine weiteren Risiken!“: - “Die aktuelle Krise ist keine Krise des Euro. Es handelt sich um eine Staatsschuldenkrise einzelner, kleinerer Länder im Euroraum, die nicht zuletzt durch die Missachtung der Regeln entstanden ist. ”

168 Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013)

zahlenden Zinsen für Staatsanleihen, welche jeweils das geschätzte Risiko des Zahlungsausfalls durch die Märkte ausdrückten. So mussten z.B. Spanien oder Italien deutlich höhere Zinsen für ihre Staatsanleihen als Deutschland zahlen, da Deutschland als der zahlungskräftigere Schuldner betrachtet wurde, also das Risiko eines Zahlungsausfalls als geringer betrachtet wurde.

Mit der Einführung des Euro als gemeinsame Währung am 1. Januar 1999<sup>169</sup> ging eine Angleichung der zu zahlenden Zinsen für Staatsanleihen der Ländern des Euroraums einher. Dies ist anhand der Grafik dargestellt, die die Zinsdifferenz (spreads) verschiedener europäischer Länder zu Deutschland wiedergibt. Eine Angleichung ist bereits vor diesem exakten Datum zu beobachten, da die Euro-Einführung ein langer politischer Prozess war, der somit von den Märkten antizipiert werden konnte.

Wie in der Grafik zu sehen ist, gab es von 1998 bis 2010 praktisch kaum eine Differenz zwischen den zu zahlenden Zinsen für Staatsanleihen der Länder der Währungsunion und Deutschland trotz unterschiedlichster fiskalischer Situationen. Nach dem Ausbruch der Krise stiegen die Zinsen für die Staatsanleihen einiger europäischer Länder jedoch extrem stark an (insbesondere der PIGSI – Portugal, Irland, Griechenland, Spanien und Italien). Investoren machten sich nun – aufgrund der in der Krise stark angestiegenen Staatsverschuldung – Sorgen um die Zahlungsfähigkeit dieser Länder. Es waren jedoch nicht alle Länder von diesen Zinsanstiegen ihrer Staatsanleihen betroffen, bei manchen – wie z.B. Deutschland – fielen die Zinsen auf historische Tiefstände. Woran lag diese Divergenz in der Risikobewertung?

Die typische Erklärung war, dass die Schulden der betroffenen Länder zu hoch seien und sie folglich Probleme haben würden, diese zurückzuzahlen.

Wie gezeigt wurde (siehe Abbildung 8 - Staatsschulden in Prozent des BIP), hatten viele der betroffenen Länder jedoch vor der Krise vergleichsweise niedrige Schuldenniveaus. Weiterhin: Ab welchem Punkt wird die Verschuldung eines Staates zu einem Problem? Länder wie Japan haben Schulden im Wert von über 200 % des BIP und zahlen extrem niedrige Zinsen. Und selbst innerhalb der EU gab es Länder, die höhere Schuldenniveaus hatten. Somit muss es weitere Gründe für die unterschiedliche Reaktion der Investoren geben.

DeGrauwe und Ji untersuchten den Zusammenhang zwischen der Staatsverschuldung eines Landes und den zu zahlenden Zinsen für Ihre Staatsanleihen. Vor der Krise gab es nach ihren Untersuchungen keinen erkennbaren Zusammenhang zwischen der Höhe der Staatsverschuldung und der Höhe der „spreads“<sup>170</sup>. Folglich haben vor der Krise auch die Finanzmärkte keinen

---

169 1999 wurde der Euro als Buchgeld im Bankensystem eingeführt, wodurch praktisch alle Transaktionen bereits in Euro abliefen. Am 1. Januar 2002 wurde der Euro schließlich als Bargeld eingeführt.

170 Differenzen der zu zahlenden Zinsen für Staatsanleihen im Vergleich zu den Zinsen (in diesem Fall) deutscher Staatsanleihen

Zusammenhang zwischen der Zahlungsfähigkeit eines Landes und der Höhe seiner Schulden gesehen und haben daher vor der Krise keinen Druck auf hoch verschuldete Staaten ausgeübt.<sup>171</sup>

Dies änderte sich infolge der Krise, was dazu führte, dass es in einigen Ländern innerhalb der Eurozone (hauptsächlich bei den PIGSI) zu einem starken Zinsanstieg für Staatsanleihen kam. Dieser steile Anstieg war jedoch eine Überreaktion, die keine Basis im tatsächlichen Anstieg der Staatsverschuldung der Länder hatte. Stattdessen wurden Investoren von der negativen Marktstimmung beeinflusst, die seit 2010 vorherrschte.<sup>172</sup>

Diese negative Marktstimmung wurde zusätzlich verstärkt durch eine Reihe von Herabstufungen vieler Länder durch die Ratingagenturen. So wurden alleine von der Ratingagentur Fitch acht Länder der Währungsunion im Zeitraum von 2009 bis 2012 abgewertet, z.B. Portugal und Spanien je fünf mal.<sup>173</sup> Andere Ratingagenturen werteten sogar Länder wie Deutschland, Frankreich, Großbritannien und die USA ab.

„The main finding is that a sovereign rating downgrade influences financial markets not only in the country affected, but also in other euro area countries.“<sup>174</sup>

Zusammengefasst argumentieren DeGrauwe und Ji, dass an den Finanzmärkten die Risiken systematisch falsch eingeschätzt wurden. Dieser Erklärungsansatz begründet sowohl die scheinbare Abwesenheit von Risiko in dem Jahrzehnt vor der Krise, als auch den plötzlichen und drastischen Anstieg der Zinsen für Staatsanleihen seit 2009/2010.

“If you want to keep borrowing money, you need to convince your lender that you can repay. That much is clear. But in times of crisis, market confidence [...] turns into what philosophers call a “social construction” – something that is real only because we believe it to be. For, if economic logic were clear-cut, governments wouldn’t have to justify what they do on the basis of market confidence. It would be evident which policies work and which do not, and pursuing the “right” policies would be the surest way to restore confidence. The pursuit of market confidence would be superfluous. [...] it would be nice if markets would clarify what they mean by “confidence” so that we would all know what we are really dealing with. Of course, “markets” are unlikely to do any such thing.”<sup>175</sup>

In der Zeit vor der Krise – die insbesondere für die Ländergruppe der PIGSI eine Boom-Phase war – war das Risikobewusstsein gering (siehe Abbildung 9 – Spreads von Staatsanleihen) und dementsprechend waren die Risikoprämien (Zinsen) niedrig. In der Krise (dem „Bust“) kam es dann zu einer sehr starken Risikoaversion, die sich in stark gestiegenen Risikoprämien (Zinsen)

171 DeGrauwe P, Ji Y (2012) „Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone“ S. 6

172 DeGrauwe P, Ji Y (2012) „Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone“ S. 17

173 Fitch Ratings (2013) “Sovereign Ratings History”

174 Arezki R, Candelon B, Sy A N R (2010c) „Bad News Spreads“

175 Rodrik D (2010) „The Market Confidence Bugaboo“

widerspiegelte.<sup>176</sup>

Diese Argumentationslinie wird zusätzlich gestärkt durch die Tatsache, dass nur Länder, die Teil der Währungsunion waren, plötzlich deutlich höhere Zinsen für ihre Staatsanleihen zahlen mussten. Selbst Länder mit vergleichbar hohen Schulden und hohem Schuldenanstieg waren von Zinserhöhungen ausgenommen, wenn sie eine eigene Währung hatten (z.B. Großbritannien).<sup>177</sup>

Die von starken Zinserhöhungen ihrer Staatsanleihen betroffenen Länder (PIGSI) hatten alle unterschiedliche Motive, ihre Währung abwerten zu wollen – z.B. aufgrund mangelnder Wettbewerbsfähigkeit und/oder um die Schulden „wegzuinflationieren“<sup>178</sup>. Nur ist ihnen dies in einer Währungsunion unmöglich, da die Geldpolitik für den gesamten Währungsraum durch die EZB bestimmt wird und somit nicht den Bedürfnissen jedes einzelnen Landes angepasst werden kann.<sup>179</sup>

Wie dargestellt ist die Staatsverschuldung in vielen Ländern durch die Krise aufgrund verschiedener Faktoren absolut und relativ angestiegen. An welchem Punkt ist die Höhe der Staatsverschuldung (relativ zum BIP) ein Problem? Eine mögliche Antwort ist, dass die Staatsverschuldung dann zum Problem wird, wenn die Refinanzierungskosten steigen.

## 2.2.2 Liquiditätskrisen und die Rolle der Währungsunion

Die Höhe der Zinsen für Staatsanleihen reflektieren die Gefahr eines Zahlungsausfalls – also eines Staatsbankrotts. Deren Höhe wird bei den regelmäßig stattfindenden Auktionen von Staatsanleihen bestimmt. Dabei verstärken höhere Zinsen auf Staatsanleihen deren Ausfallrisiko, da die höheren Zinszahlungen den Staatshaushalt stärker belasten.

Als Fallbeispiel nimmt De Grauwe einen direkten Vergleich zwischen Großbritannien (GB) und Spanien vor. GB hat im Gegensatz zu Spanien eine eigene Währung und damit die Kontrolle über die eigene Geldpolitik. Angesichts der Ausgangssituation (siehe Abbildung 9 und 8) wird die paradoxe Situation ersichtlich, dass GB seit Ausbruch der Krise trotz eines höheren Schuldenstandes (im Verhältnis zum BIP) deutlich niedrigere Zinsen für seine Staatsschulden zahlen muss.

Würden Investoren einen Zahlungsausfall von GB erwarten, so würden diese Investoren Staatsanleihen von GB verkaufen. Dies würde einen Anstieg der Zinsen für diese Staatsanleihen zur Folge haben. Durch den Verkauf von Staatsanleihen besäßen die Finanzinvestoren nun Britische

---

176 Barrios et al. (2009) „Determinants of Intra-Euro Area Government Bond Spreads During the Financial Crisis“ S. 1

177 DeGrauwe P, Ji Y (2012) „Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone“ S. 17

178 „weginflationieren“ bedeutet, dass der nominale Wert der Schulden unverändert bleibt, jedoch der reale Wert bei einer Währungsabwertung relativ sinkt, wodurch die Schuldenbelastung sinkt.

179 Scharpf F (2011) „Die Währungsunion selbst ist das Problem“

Pfund. Würden die Investoren ihr Kapital aus GB abziehen wollen, würden sie ihre Britischen Pfund auf den Devisenmärkten verkaufen. Die Folge wäre, dass der Kurs des Pfunds auf den Devisenmärkten fallen würde, bis ein neuer Käufer zu einem niedrigeren Kurs gefunden wäre. Dies ließe die umlaufende Geldmenge in GB unverändert und – noch wichtiger – die Britischen Pfund würden im Geldmarkt von GB verbleiben und in Britische Anlagen investiert werden, ein Teil davon wahrscheinlich in Staatsanleihen von GB selbst. Doch selbst wenn dies nicht der Fall wäre und die Regierung von GB könnte sich nicht zu akzeptablen Zinsen refinanzieren, so würde die Bank of England (die britische Notenbank) selbst Staatsanleihen aufkaufen und der Regierung somit Liquidität zur Schuldenfinanzierung sichern. Somit können Investoren keine Liquiditätskrise in GB herbeiführen, da die Bank of England im Zweifelsfall stets Liquidität zur Verfügung stellen kann.<sup>180</sup>

In Spanien hingegen gestaltet sich die Lage anders. Nachdem die Investoren spanische Staatsanleihen verkaufen würden, was deren Zinsen ansteigen ließe, könnten die Investoren die durch den Verkauf erhaltenen Euro außerhalb Spaniens investieren, z.B. in deutsche Staatsanleihen. Demnach würden Euro das spanische Bankensystem verlassen, da es nicht wie im Falle einer eigenständigen Währung einen Devisenmarkt oder einen flexiblen Wechselkurs gibt, um diese Entwicklung aufzuhalten. Somit würde die verfügbare Liquidität in Spanien schrumpfen und die Regierung wäre in einer Liquiditätskrise, in der sie ihre Schulden nicht zu angemessenen Zinsen refinanzieren könnte. Da die spanische Regierung – wie jede europäische Regierung – keinen Einfluss auf die EZB hat, kann sie die EZB nicht dazu veranlassen, spanische Staatsanleihen aufzukaufen. Daher kann eine Liquiditätskrise großen Ausmaßes zu einem spanischen Staatsbankrott führen. Da die Finanzmärkte sich dieser Situation bewusst sind, können sie über die Märkte für Staatsanleihen großen Druck auf die Regierungen ausüben und letztendlich jedes Mitgliedsland auf diese Weise unter Druck setzen.<sup>181</sup>

Ein weiterer Unterschied besteht darin, dass im Falle Großbritanniens der Kurs des Pfunds auf den Devisenmärkten fallen würde, was die Inflation in GB steigen ließe (unter anderem durch höhere relative Preise für Importe). Die Erlöse aus den Verkäufen der spanischen Anleihen verließen hingegen den spanischen Geldmarkt, ohne Auswirkungen auf die Inflationsrate Spaniens zu haben. Tatsächlich ließ sich diese Entwicklung beobachten: So war die Inflation in GB von 2009 bis 2011 stets höher als die Spaniens. Die Abwertung des britischen Pfund auf den Devisenmärkten (mehr als 30 % gegenüber dem Euro von Anfang 2008 bis Anfang 2009) trug daher zur Inflation in GB bei.<sup>182</sup>

Diese Analyse zeigt, dass Länder in einer Währungsunion eher in eine Liquiditätskrise geraten

<sup>180</sup> DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 4

<sup>181</sup> DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 4 f.

<sup>182</sup> DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 6

können als Länder mit einer eigenen Währung. Dies kann zu einem sich selbst verstärkenden Kreislauf führen. Wenn Investoren anfangen, die Zahlungsfähigkeit eines Landes zu bezweifeln, reagieren sie mit einem Abzug der Liquidität aus den nationalen Geldmärkten (ein „plötzlicher Stopp“). Die folgende Liquiditätskrise lässt die Zinsen für Staatsanleihen in die Höhe schnellen. Dies erhöht wiederum den Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des Staates. Angesichts dieses Verlaufs können Investoren argumentieren, dass es von Anfang an richtig war, ihr Geld abzuziehen. Man kann es als sich-selbst-erfüllende-Prophezeiung betrachten: Ein Staat wird zahlungsunfähig, da die Investoren die Zahlungsunfähigkeit befürchten.<sup>183</sup>

Solch eine Interaktion zwischen Liquidität und Zahlungsfähigkeit ist in einem Land mit einer eigenen Währung nicht vorhanden, da die Liquidität in den nationalen Geldmärkten verbleibt (es gibt keinen „plötzlichen Stopp“). Da bei einem Verkauf der Landeswährung, deren Kurs fällt – also die Währung an Wert verliert – führt der Versuch, Liquidität abzuziehen, zu einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit, was zu einer Stabilisierung beiträgt.<sup>184</sup>

Das mangelnde Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit eines Landes in einer Währungsunion hat auch negative Konsequenzen für die nationalen Banken. Wenn die Investoren nationalen Staatsanleihen verkaufen, erleiden die Banken Verluste auf die nationalen Staatsanleihen, die sie halten. Da die nationalen Banken meist die Hauptinvestoren von nationalen Staatsanleihen sind, können diese Verluste ihre Bilanzen empfindlich beeinträchtigen. Aufgrund dieser eingeschränkten nationalen Liquidität wird die Refinanzierung der Banken schwieriger, was erhöhte Zinszahlungen auf die Bankanleihen zur Folge hat. Somit wird die Fiskalkrise des Staates zu einer nationalen Bankenkrise, auch wenn die Banken zu Beginn der Fiskalkrise solide Finanzen hatten, wie es z.B. in Portugal der Fall war.<sup>185</sup>

### **2.2.3 Zahlungsbilanzen, Wettbewerbsfähigkeit und “internal devaluation” in der Eurozone**

Die Einführung des Euro als gemeinsame Währung hatte zunächst positive Effekte für alle Länder der Währungsunion. Aufgrund der vergleichsweise attraktiveren Renditen kam es zu einem starken Kapitalfluss aus den Ländern des sogenannten „Kerns“ (z.B. Deutschland, Benelux, Österreich, Finnland) in die Länder der sogenannten „Peripherie“ (z.B. Portugal, Spanien, Griechenland, Irland), da diese Investitionsmöglichkeiten mit höheren Renditen boten. Dank des Zustroms an Investitionskapital sanken die Kredit- und damit Investitionskosten der Peripherieländer was zu

---

183 DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 7

184 DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 8

185 DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“ S. 10

einem wirtschaftlichen Boom führte. Auch profitierten die Länder der „Peripherie“ von den deutlich gesunkenen Zinsen für ihre Staatsanleihen (siehe Abbildung 9 – Spreads von Staatsanleihen).<sup>186</sup> Zudem sanken die Inflationsraten in den Länder der „Peripherie“, was zusammen mit dem stärkeren Wechselkurs des Euro positiv für die Verbraucher dieser Länder war.

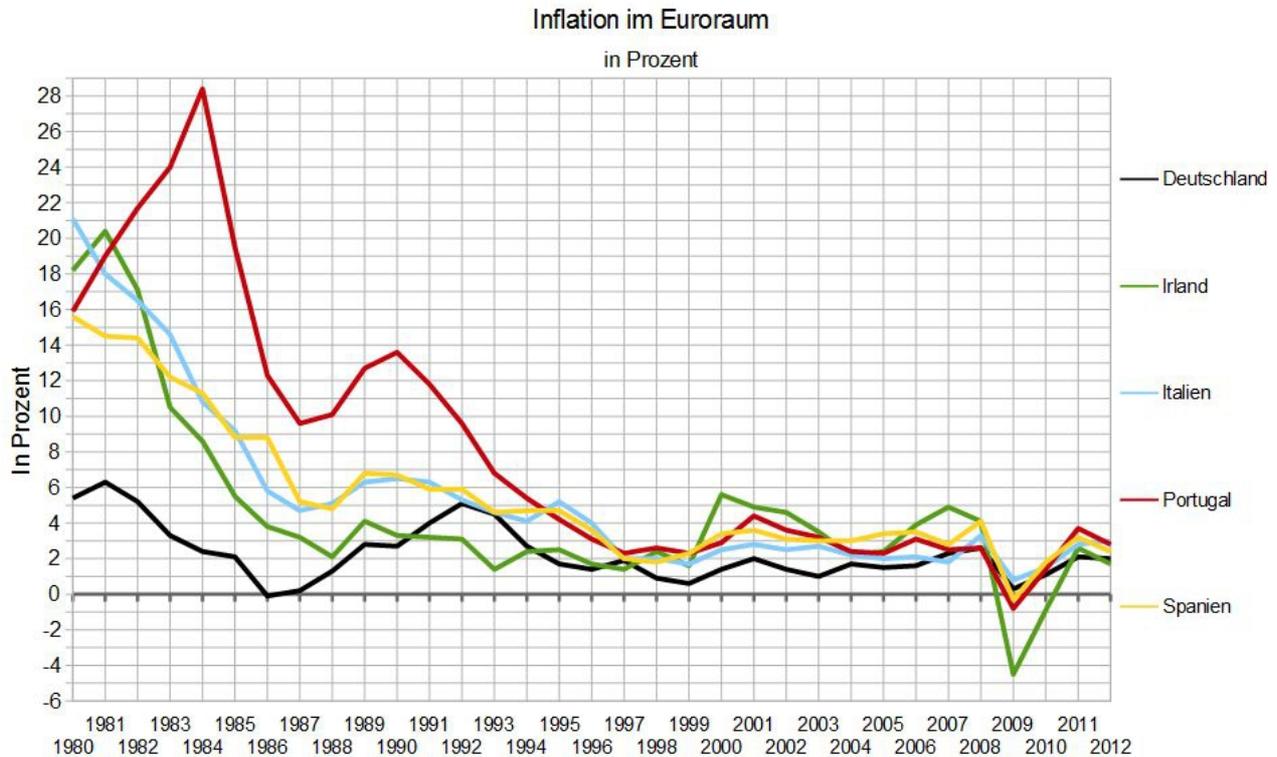


Abbildung 10

187

Die Länder des „Kerns“ profitierten hingegen von der Währungsunion durch den Euro, der im Vergleich zu ihrer früheren Landeswährung „schwächer“ war, was ihre Export- und Wettbewerbsfähigkeit stärkte.<sup>188</sup>

Seit Einführung der Gemeinschaftswährung kam es jedoch zu einer zunehmenden Divergenz der Lohnentwicklung in den Ländern des Euroraums. Zudem passte sich die Inflationsrate nicht vollständig an, sondern es blieb bei einer vergleichsweise höheren Inflationsrate der Länder der „Peripherie“ gegenüber den Ländern des „Kerns“.

Haben Länder eine eigenständige Währung mit flexiblen Wechselkursen, führt eine höhere Inflation normalerweise zu einer Abwertung. Diese Abwertung würde die Wettbewerbsfähigkeit stärken, da sich die Exporte des Landes verbilligen. Innerhalb einer Währungsunion führt die höhere Inflation

<sup>186</sup> Scharpf F (2011) „Die Währungsunion selbst ist das Problem“

<sup>187</sup> Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013)

<sup>188</sup> So wird laut der folgenden Studie z.B. ermittelt, dass Deutschlands realer Wechselkurs aufgrund der Euromitgliedschaft 15-20 % schwächer ist, als er mit eigener Währung wäre. Siehe Sheets N, Sockin R A (2012) „Germany’s ‘Windfall’ from Euro-Area Membership and European Imbalances“

eines einzelnen Landes jedoch nicht zwangsläufig zur Abwertung der Gemeinschaftswährung, so dass sich die Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes dadurch nicht verbessert.

Kommt es zu unterschiedlich hohen Inflationsraten in den Ländern der Währungsunion, geht dies meist einher mit stärkeren Lohnsteigerungen in den Ländern mit höherer Inflation. Dieser Zusammenhang existiert auch in der Eurozone.<sup>189</sup>

Seit der Einführung der Währungsunion entwickelten sich Inflation und Lohnstückkosten der Länder der Eurozone auseinander.<sup>190</sup> Es kam einerseits zu deutlichen Steigerungen der Lohnstückkosten<sup>191</sup> in der Peripherie (den PIGSI-Ländern) von ca. 30 % von 1999 bis 2008. Andererseits stagnierten z.B. in Deutschland die Lohnstückkosten.

Die Entwicklung der Lohnstückkosten in Deutschland ist insofern ein Sonderfall, weil es im Rahmen der Wiedervereinigung zu einem starken Anstieg der Arbeitslosenquote kam. Dies führte zu einer deutlichen Lohnzurückhaltung mit sinkenden Reallöhnen. So sanken im Zeitraum von 2001 bis 2009 die deutschen Reallöhne gar um 6,3 %.<sup>192</sup> Dadurch kam es zu einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands im Vergleich zu anderen europäischen Ländern, insbesondere gegenüber den PIGSI.<sup>193</sup>

Diese beschriebenen Faktoren führten zu einer Auseinanderentwicklung der Wettbewerbsfähigkeit der Länder der Eurozone, was sich wiederum in Ungleichgewichten der Leistungsbilanz niederschlug. Die Leistungsbilanz („current account“) erfasst unter anderem den Warenverkehr eines Landes. Exportiert ein Land mehr Waren etc. ins Ausland, als es importiert, entsteht somit ein Leistungsbilanzüberschuss und umgekehrt. Kumuliert man zur Verdeutlichung die Leistungsbilanzen der PIGSI Länder und vergleicht diese mit Deutschland, so wird die Entstehung der Ungleichgewichte seit Einführung des Euro noch anschaulicher.

---

189 Belke A, Schnabl G, Zemanek H (2009) „Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area“ S. 7

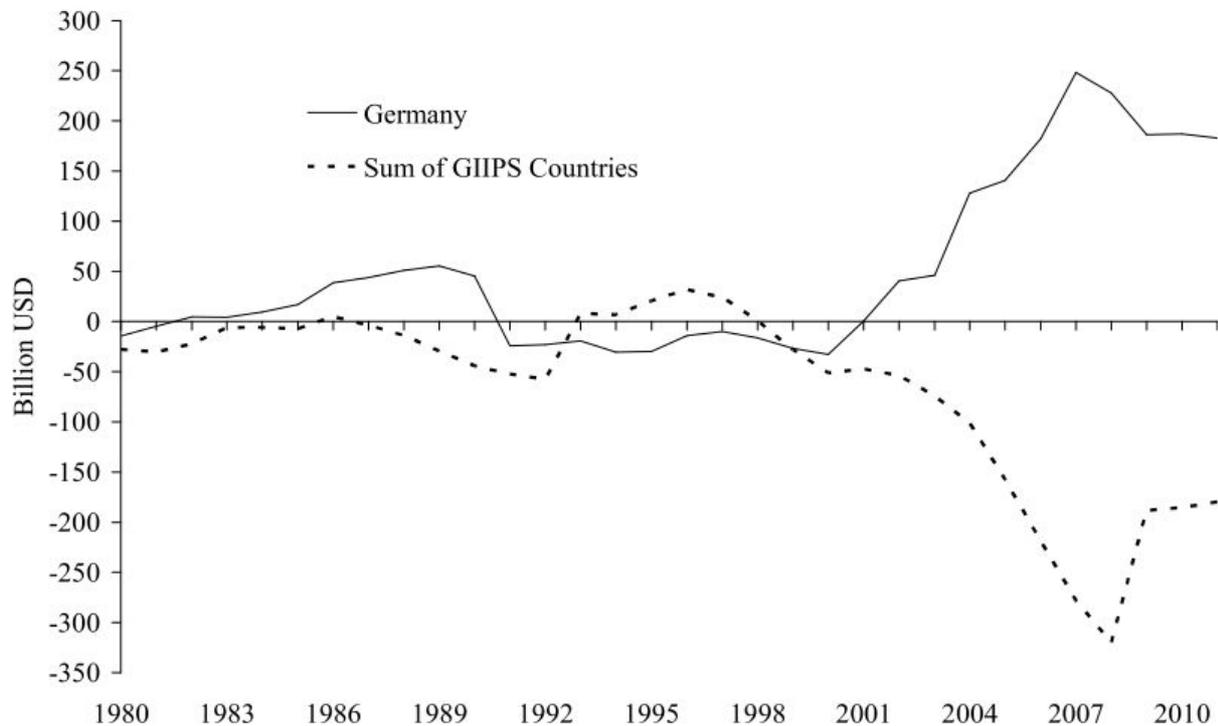
190 Belke A, Schnabl G, Zemanek H (2009) „Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area“ S. 5 ff.

191 Die OECD definiert die Lohnstückkosten folgendermaßen: „Unit labour costs (ULC) measure the average cost of labour per unit of output and are calculated as the ratio of total labour costs to real output.“ Sie spiegeln somit nicht die reine Lohnentwicklung wieder sondern die Lohnkosten im Verhältnis zur Produktivität. Daher kann bei gleichem Lohn eine hohe Produktivität die Lohnstückkosten senken und umgekehrt eine geringe Produktivität diese erhöhen.

192 Schulten T (2012) „Europäischer Tarifbericht des WSI – 2011/2012“ S. 455

193 Scharpf F (2011) „Die Währungsunion selbst ist das Problem“

Figure 5: Current Account Balances of Germany and GIIPS Countries



Source: IMF.

Abbildung 11

194

Nahezu spiegelbildlich hierzu entwickelte sich die Kapitalbilanz<sup>195</sup> dieser Länder. Die Kapitalbilanz eines Landes gibt den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr wieder. Sie ist positiv, wenn mehr Kapital in dieses Land hinein als heraus transferiert wird und im umgekehrten Fall ist sie negativ.

Investoren z.B. aus Deutschland beteiligten sich durch Kapitalinvestitionen am Immobilienboom in Ländern wie Irland und Spanien, was zu deren Kapitalbilanzüberschuss beitrug.<sup>196</sup> Infolge der Krise wurde dieses Kapital großteils abgezogen, was ähnlich wie im vorigen Kapitel beschrieben, einem „sudden stop“ gleichkam.<sup>197</sup> Dies verschärfte die Krise in diesen Ländern weiter aufgrund der negativen Folgen für Kreditvergabe und damit Investitionen.

194 Abad et al. (2012) „Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU“ S. 9

195 „Die Kapitalbilanz ist derjenige Teil der Zahlungsbilanz, der den Kapitalverkehr mit dem Ausland erfasst. Sie zeigt die grenzüberschreitenden Transaktionen aufgliedert nach Direktinvestitionen, Wertpapieren, Finanzderivaten, übrigen Kapitalverkehr sowie der Veränderung von Währungsreserven zu Transaktionswerten. In der Kapitalbilanz stehen den transaktionsbedingten Veränderungen der Forderungen an das Ausland (deutsche Anlagen im Ausland) die entsprechenden Veränderungen der Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland (ausländische Anlagen im Inland) gegenüber. Ein negatives Vorzeichen der einzelnen Posten in der Kapitalbilanz steht für einen Netto-Kapitalexport (Abfluss von Kapital), ein positives Vorzeichen zeigt, dass es zu einem Netto-Kapitalimport gekommen ist.“ - Bundesbank (2013) „Kapitalbilanz“

196 Abad et al. (2012) „Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU“ S. 4

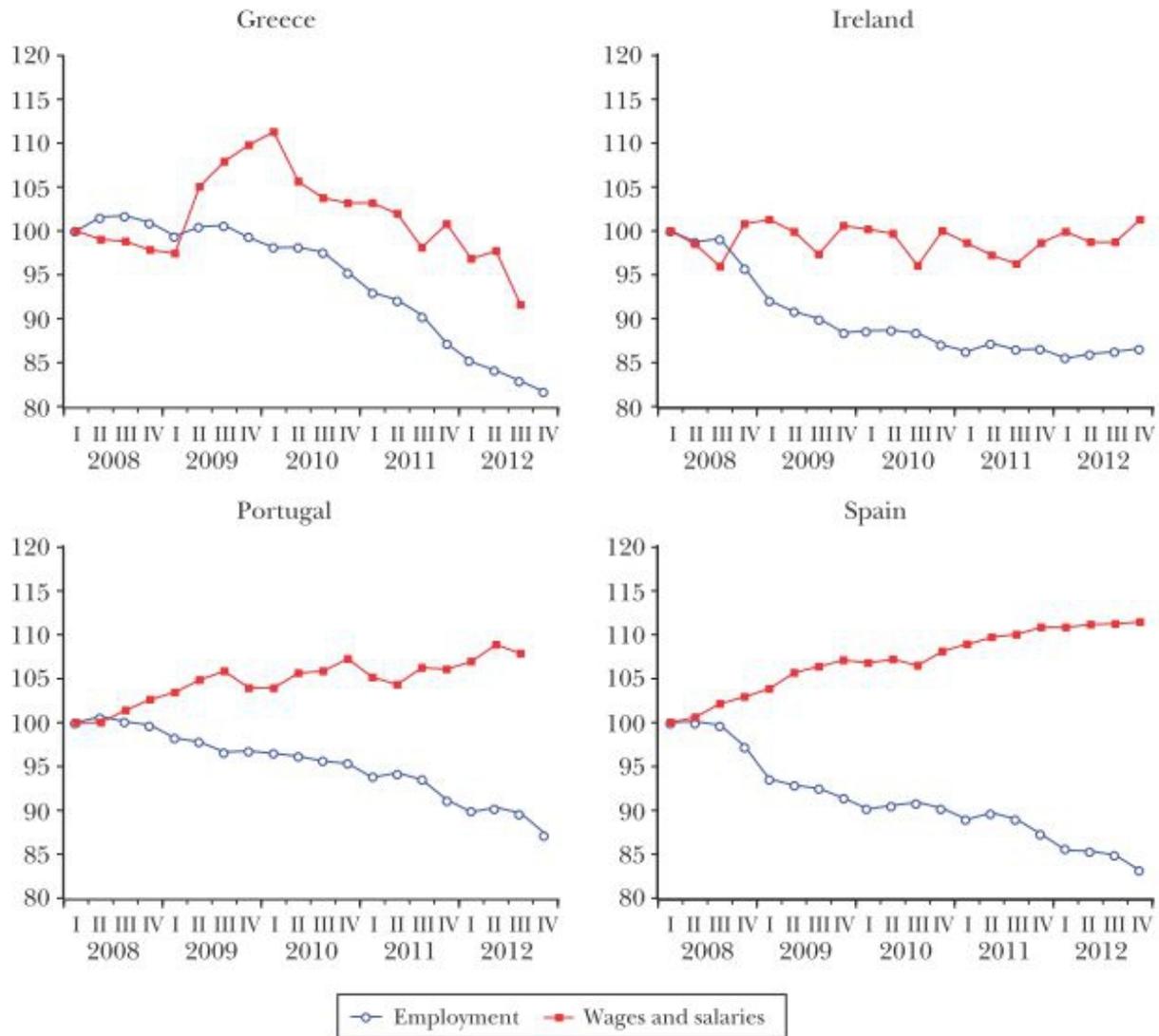
197 Wolf M (2011) „Merkozy Failed to Save the Eurozone“

Wie beschrieben gerieten die PIGSI nach dem Übergang der Finanzkrise zur Staatsschuldenkrise ins Visier der Anleger. Dies hatte zur Folge, dass die Zinsen, die für ihre Staatsanleihen verlangt wurden, steil anstiegen (siehe Abbildung 9 – Spreads von Staatsanleihen). Angesichts ihrer großen Leistungsbilanzdefizite und vergleichsweise hohen Lohnstückkosten waren sie nun unter massiven Druck, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern.

Hätten die PIGSI – Länder eine eigene Währung, wäre dies recht einfach. Sie müssten ihre Währung abwerten, um ihre Exporte auf Kosten der Importe zu fördern, um so ihre Leistungsbilanzen auszugleichen. Innerhalb der Währungsunion ist dies jedoch nicht möglich.

Da die Wettbewerbsfähigkeit nicht über die Abwertung der Währung verbessert werden konnte, geschah dies durch die sogenannte „internal devaluation“ (interne Abwertung). Das bedeutet, dass die Lohnkosten gesenkt werden müssen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu stärken. Löhne selbst sind jedoch „abwärtsrigide“. Dies bedeutet, dass sie nicht ohne weiteres gesenkt werden können, nicht zuletzt aufgrund von Tarif- und Arbeitsverträgen. Eine andere Möglichkeit Lohnkosten zu senken, sind Entlassungen. Dazu kam es insbesondere in der Ländergruppe der PIGSI.

### Average Nominal Wages and Salaries and Total Employment, 2008–2012



Source: Eurostat.

Note: The wage data are adjusted for working days; no seasonal adjustment in the case of Ireland.

Abbildung 12

198

Wie dargestellt, kam es infolge der Finanzkrise zu einer Risikoneubewertung der Staatsverschuldung der Länder der Eurozone durch die Finanzmärkte. Aus diesen Gründen konnte die Neubewertung der Staatsverschuldung durch die Finanzmärkte Länder der Währungsunion in eine Liquiditätskrise stürzen. Dies mündete in einigen Ländern der Währungsunion schließlich in einer Staatsschuldenkrise.

Seit Einführung der Währungsunion entstanden große Ungleichgewichte u.a. in den Leistungsbilanzen. Wobei das große Leistungsbilanzdefizit der PIGSI unter anderem ein Symptom deren geschwächter Wettbewerbsfähigkeit war.

Diese Zusammenhänge werden durch These 2b formuliert:

'Als Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise kam es ausschließlich in einigen Ländern der Eurozone zu einer Staatsschuldenkrise, da die Anpassungsmechanismen einer Währungsunion Mitgliedsländer anfälliger für Druck durch die Finanzmärkte machten. Welche Länder der Eurozone davon betroffen waren, erklärt sich durch die Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen, die seit Einführung der Währungsunion entstanden sind.'

### **3. Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Staatsschuldenkrise**

In diesem Teil der Arbeit soll die wirtschaftspolitische Reaktion einiger Staaten und deren Auswirkungen auf die Krise erläutert werden.

#### **3.1 Rettungspakete und Sparpolitik**

Wie beschrieben, entwickelte sich die Finanz- und Wirtschaftskrise in einigen Ländern der Währungsunion zu einer Staatsschuldenkrise, weil Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der betroffenen Staaten aufgekommen war. Die Staatsschuldenkrise hatte unterschiedliche Ursachen, jedoch war allen betroffenen Staaten der deutliche Zinsanstieg ihrer Staatsanleihen gemeinsam, was deren Zahlungsfähigkeit gefährdete.

Um die betroffenen Staaten vor einem Zahlungsausfall zu bewahren, und um ein Übergreifen der Krise auf andere Länder zu verhindern, wurden seit 2010 Hilfsprogramme aufgelegt. Die Hilfsprogramme werden beaufsichtigt und durchgeführt von der sogenannten Troika. Diese besteht aus der Europäischen Kommission, der EZB und dem IWF.<sup>199</sup>

Als die Staatsschuldenkrise sich zuspitzte, nahmen einige Staaten die zur Verfügung stehenden Hilfsprogramme in Anspruch, um ihre Schulden bedienen zu können und so dem eskalierenden Druck der Finanzmärkte entgegenzuwirken. Den Anfang machte Griechenland im Mai 2010, gefolgt von Irland im November des gleichen Jahres. Im Mai 2011 folgte Portugal und im Oktober des gleichen Jahres wurde ein zweites Rettungspaket für Griechenland vereinbart.<sup>200</sup> Im Juli 2012 wurde für Spanien ein Hilfspaket zur Verfügung gestellt, dass die spanischen Banken rekaptalisieren sollte.<sup>201</sup> Als vorläufig letzter Staat nahm Zypern im Mai 2013 ein Hilfsprogramm der Troika in Anspruch.<sup>202</sup>

Diese Programme waren von Seiten der Troika an Bedingungen geknüpft, die die betroffenen

<sup>199</sup> Bundesregierung (2013) „Was sind ESM, EFSM und EFSF?“

<sup>200</sup> Bundesministerium für Finanzen (2013a) „Europäische Finanzhilfen: EFSF und EFSM“

<sup>201</sup> Bolzen S (2012) „100 Milliarden für Spanien lassen die Märkte kalt“ ;

FAZ (2012b) „100 Milliarden Euro für Spanien

<sup>202</sup> Bundesministerium für Finanzen (2013b) „Europäische Finanzhilfen: ESM“

Staaten zum Sparen verpflichteten.

Auf der Ausgabenseite wurden diese Staaten – Griechenland, Irland, Portugal, Zypern – durch die Auflagen der Troika zu Einsparungen unter anderem bei den Löhnen und Renten der Staatsbediensteten verpflichtet, sowie zu Kürzungen der Sozialausgaben, wie z.B. dem Arbeitslosengeld. Bis auf Irland wurden zudem in allen Ländern Entlassungen im öffentlichen Sektor beschlossen sowie Kürzungen bzw. Gebührenerhöhungen im Gesundheitssektor.<sup>203</sup>

Auf der Einnahmenseite wurden in allen diesen Ländern Steuererhöhungen durchgesetzt, wobei diese meist die Mehrwert- und Einkommensteuer betrafen. In Zypern und insbesondere in Griechenland wurden zudem zahlreiche Privatisierungen von staatlichen Betrieben vereinbart.

Weiterhin kam es in Irland und Griechenland zu Eingriffen in den Arbeitsmarkt, was unter anderem die Senkung der jeweiligen Mindestlöhne zur Folge hatte. Die Restrukturierung des Bankensektors war Teil aller Hilfsprogramme.

Das Bankenrettungsprogramm von Spanien war mit keinerlei staatlichen Sparauflagen verbunden, jedoch setzte die spanische Regierung nahezu zeitgleich ein umfassendes – und bezüglich der ergriffenen Maßnahmen sehr ähnliches – Sparprogramm um.<sup>204</sup>

Somit übte die Troika mittels der Hilfsprogramme erheblichen Spardruck auf die betroffenen Länder aus.

„Wer unter den Rettungsschirm EFSF schlüpft, muss einen Teil seiner finanz- und wirtschaftspolitischen Souveränität aufgeben.“<sup>205</sup>

### **3.2 Theoretische Grundlagen zu den Folgen von Fiskalpolitik in einer Rezession und deren Bedeutung für die Staatsschuldenkrise**

Nachdem viele Staaten zunächst mit Konjunkturpaketen auf den Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise reagierten, gingen sie im Verlauf der Staatsschuldenkrise dazu über, Sparmaßnahmen zu ergreifen, unter anderem im Rahmen der Hilfsprogramme der Troika.

Nicht nur Staaten mit stark ansteigenden Zinsen für ihre Staatsanleihen fingen an, die Staatsausgaben zu kürzen, auch Staaten wie Deutschland oder Großbritannien (siehe Abbildung 13

203 Europäische Kommission (2010) „The First Economic Adjustment Programme for Greece“, S. 12ff.

Europäische Kommission (2011a) „The Economic Adjustment Programme for Ireland“, S. 19 ff.

Europäische Kommission (2011b) „The Economic Adjustment Programme for Portugal“, S. 41 ff.

Europäische Kommission (2012) „The Second Economic Adjustment Programme for Greece“, S. 21 ff.

Europäische Kommission (2013) „The Economic Adjustment Programme for Cyprus“, S. 39 ff.

204 REUTERS (2012) „Spain Unveils New Austerity Under European Pressure“ ;

BBC (2012) „Spain Budget Imposes Further Austerity Measures“ ;

Kelland K (2013) „Spanish Austerity Cuts Put Lives At Risk, Study Finds“;

Handelsblatt (2012) „Spanien will mehr als 100 Milliarden Euro einsparen“;

Tremmler G (2012) „Mariano Rajoy announces €65bn in austerity measures for Spain“

205 Hildebrand J (2012) „Spanien fürchtet das Stigma des Rettungsschirms“

– Veränderungen der Staatsausgaben in Prozent zum Vorjahr) gingen nach dem Auslaufen der Konjunkturprogramme zu einem Sparkurs über.

Die Ausgangssituation hatte sich jedoch nicht grundlegend verändert. Die Nachfrage des Privatsektors (Konsum und Investitionen) war noch immer auf sehr niedrigem Niveau, da dieser sich weiterhin entschulden musste. Deshalb ging vom nichtstaatlichen Sektor kaum ein positiver Wachstumsimpuls aus. Die bestehende Nachfragerücke wurde nun jedoch nicht mehr durch Staatsausgaben – in Form von Konjunkturpaketen – kompensiert, sondern zum Teil durch den staatlichen Sparkurs noch verschärft.

Die Staaten, die auf einen Sparkurs zum Schuldenabbau setzten, taten dies zum Teil, weil sie die These der sogenannten „expansionary austerity“ folgten. Deren Kernaussage – die durch Alberto Alesina und dessen Untersuchungen einer Gruppe von OECD-Staaten weite Verbreitung fand – besagt, dass Sparpolitik selten wachstumshemmend und häufig sogar wachstumsfördernd auf das BIP wirken würde.<sup>206 207</sup>

Diese Sicht war so einflussreich, dass sie unter anderem 2010 vom damaligen Präsident der Europäischen Zentralbank, Jean-Claude Trichet vertreten wurde.<sup>208 209</sup>

Der IWF<sup>210</sup> und andere Ökonomen<sup>211</sup> widersprechen den Thesen Alesinas und kommen zu gegensätzlichen Schlüssen. So kommt z.B. der IWF in seinen Untersuchungen zu dem Ergebnis, dass bei einer Haushaltskürzung in Höhe von 1 % des BIP, die Binnennachfrage um ca. 1 % schrumpft und die Arbeitslosigkeit um 0,3 % steigt – die Sparpolitik also negative Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung hat.<sup>212</sup>

Abgesehen von dieser Feststellung, dass staatliche Sparpolitik üblicherweise negative Folgen für das BIP hat, besteht große Übereinstimmung, dass dies in besonderem Maße für staatliche Sparmaßnahmen während einer Rezession gilt, da Sparmaßnahmen sich in diesem Fall besonders negativ auf die Gesamtnachfrage und damit auf das BIP auswirken.<sup>213</sup>

Vielmehr gibt es eine wachsende Literatur zum sogenannten Multiplikatoreffekt, die belegt, dass sich höhere Staatsausgaben in einer Rezession besonders effektiv auf das Wachstum auswirken.

Der Multiplikatoreffekt gibt die Effektivität erhöhter Staatsausgaben wieder, indem diese in

---

206 Siehe auch: Alesina A, Perotti R (1995) „Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries“; Alesina A, Perotti R (1996) „Fiscal Adjustments in OECD Countries - Composition and Macroeconomic Effects“; Alesina A, Ardagna S (2010) „Large Changes in Fiscal Policy - Taxes versus Spending“ bzw. Für eine Zusammenfassung der Debatte: Chowdhury A (2012) „Revisiting the evidence on expansionary fiscal austerity: Alesina’s hour?“

207 Internationaler Währungsfonds (2010b) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 93

208 Europäische Zentralbank (2010) „Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Libération“

209 Coy P (2010) „Keynes vs. Alesina. Alesina Who?“

210 Internationaler Währungsfonds (2010b) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 94-97

211 Guajardo J, Leigh D, Pescatori A (2011) „Expansionary Austerity - New International Evidence“ S. 29

212 Internationaler Währungsfonds (2010b) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 113

213 Battini N, Callegari G, Melina G (2012) „Successful Austerity in the United States, Europe and Japan“ S. 23

Relation gesetzt werden zu ihren Auswirkungen auf das BIP. So bedeutet ein Multiplikator von 1, dass eine Erhöhung der Staatsausgaben um € 1 eine Steigerung des BIP von ebenfalls € 1 bewirkt.<sup>214</sup> Ein Multiplikator über 1 bedeutet, dass die Staatsausgaben weitere private Investitionen und Konsum auslösen, was ein zusätzliches Wachstum bedeutet. Ein Multiplikator unter 1 wird durch sogenanntes „crowding out“ bezeichnet. In diesem Fall verdrängen höhere Staatsausgaben private Investitionen.<sup>215</sup>

Multiplikatoren der Staatsausgaben variieren stark sowohl von Staat zu Staat als auch zeitlich, abhängig vom konjunkturellen Umfeld. Unterscheidet man die Multiplikatoren in Rezessionen und Wachstumsphasen, wird diese Variation besonders deutlich. So konnten z.B. Baum, Poplawski-Ribeiro und Weber bei einer langfristigen Untersuchung der G7-Staaten nachweisen, dass die Multiplikatoren in Rezessionen erheblich größer als 1<sup>216</sup> und in Wachstumsphasen meist kleiner als 1 sind.<sup>217</sup> Diese Ergebnisse scheinen sich zu bestätigen, da Studien in der Frühphase der Krise Multiplikatoren finden, die deutlich über 1 lagen.<sup>218 219</sup>

Infolge der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise ist es zu einer Nachfragerückgang aufgrund von überschuldeten privaten Haushalten und Finanzinstituten gekommen. Dies spricht dafür, dass es in dieser Situation nicht zu einem „crowding out“ gekommen wäre.<sup>220</sup>

Ein weiterer Grund, dass „crowding out“ nicht zutrifft, ist die anhaltende Nullzinspolitik, da höhere Staatsausgaben in dieser Situation nicht zu höheren Zinsen führen.<sup>221 222</sup> Im Gegenteil ist in dieser Ausgangslage der Multiplikatoreffekt aufgrund der Nullzinspolitik voraussichtlich wesentlich größer als üblicherweise in einer Rezession.<sup>223</sup>

Staatliche Sparmaßnahmen bewirken normalerweise eine deutliche Abwertung der Landeswährung, was die Nettoexporte fördert. Wenn jedoch viele Staaten zugleich versuchen abzuwerten, sind staatliche Sparmaßnahmen weniger wirksam, weil nicht alle Staaten die Nettoexporte zur gleichen Zeit steigern können. Wenn viele Staaten zugleich sparen, sind die abfedernden Nebeneffekte staatlicher Sparmaßnahmen – die Förderung der Nettoexporte aufgrund einer Währungsabwertung – stark verringert.<sup>224 225</sup>

Da die einzelnen Länder der Eurozone ihre Währung nicht abwerten konnten, war es für sie nicht

214 Mankiw G N (2009) „Principles of Economics“ S. 745 ff.

215 Mankiw G N (2009) „Principles of Economics“ S. 748

216 Battini N, Callegari G, Melina G (2012) „Successful Austerity in the United States, Europe and Japan“ S. 23

217 Baum A, Poplawski-Ribeiro M, Weber A (2012) „Fiscal Multipliers and the State of the Economy“ S. 7

218 Blanchard O, Leigh D (2013) „Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers“ S. 19

219 Internationaler Währungsfonds (2012b) „Coping with High Debt and Sluggish Growth“ S. 43

220 Baum A, Poplawski-Ribeiro M, Weber A (2012) „Fiscal Multipliers and the State of the Economy“ S. 5

221 Krugman P R (2008b) „Deficits and the Future“

222 DeLong J B, Summer L H (2012) „Fiscal Policy in a Depressed Economy“ S. 22

223 DeLong J B, Summer L H (2012) „Fiscal Policy in a Depressed Economy“ S. 3

224 Internationaler Währungsfonds (2010c) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 4 f.

225 Internationaler Währungsfonds (2010c) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 110

möglich, die negativen Auswirkungen der staatlichen Sparmaßnahmen abzumildern. Dadurch waren die Länder der Währungsunion, die staatliche Sparmaßnahmen ergriffen hatten, besonders stark von deren negativen Auswirkungen betroffen.<sup>226</sup>

Es wurden bisher die Gründe erläutert, warum davon auszugehen ist, dass die staatlichen Sparmaßnahmen zu diesem Zeitpunkt der Krise zunächst negative Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung haben würden. Eine typische Begründung dieser staatlichen Sparmaßnahmen war jedoch, dass diese langfristig positiv wirken würden.<sup>227</sup>

Die zu erwartenden langfristig positiven Effekte sind jedoch angesichts der Ausgangslage unsicher.

„The analysis in this paper shows that withdrawing fiscal stimuli too quickly in economies where output is already contracting can prolong their recessions without generating the expected fiscal saving. This is particularly true if the consolidation is centred around cuts to public expenditure—likely reflecting the fact that reductions in public spending have powerful effects on the consumption of financially-constrained agents in the economy—and if the size of the consolidation is large.“<sup>228</sup>

Zudem kann an den langfristig positiven Effekten angesichts des konjunkturellen Umfelds gezweifelt werden wegen der negativen Auswirkungen der staatlichen Sparmaßnahmen, unter anderem auf die langfristige Arbeitslosigkeit und damit auf die natürliche Arbeitslosenquote, sowie das Produktionspotenzial. Dieses Phänomen ist auch als „Hysteresis“ bekannt und kann eine Volkswirtschaft langfristig auf einen niedrigeren Wachstumspfad führen.<sup>229 230</sup>

Fasst man die dargelegten Argumente zusammen, so sprechen diese einerseits dafür, dass staatliche Sparmaßnahmen in einer Rezession besonders wachstumshemmend wirken und andererseits, dass staatliche Mehrausgaben wachstumsfördernd sind. Somit kann Austeritätspolitik angesichts der Ausgangslage als kontraproduktiv betrachtet werden.

Insofern stützt die in diesem Kapitel geführte Argumentation die Aussage von These 3, die besagt:

'Die Reaktion vieler Staaten, zum Schuldenabbau, auf Sparen zu setzen (Austeritätspolitik), verschärfte die Wirtschaftskrise.'

### 3.3 Darstellung der Reaktion der Staaten und deren Auswirkungen

In diesem Kapitel sollen die realwirtschaftlichen Auswirkungen der staatlichen Sparpolitik während der Krise empirisch überprüft werden.

226 Internationaler Währungsfonds (2010c) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 93 ff.

227 Internationaler Währungsfonds (2010c) „Recovery, Risk and Rebalancing“ S. 93

228 Battini N, Callegari G, Melina G (2012) „Successful Austerity in the United States, Europe and Japan“ S. 32

229 Siehe u.a.: Blanchard O, Summers L H (1986a) „Hysteresis in Unemployment“ ; Blanchard O, Summers L H (1986b) „Hysteresis And The European Unemployment Problem“ ; Léon-Ledesma M A (2002) „Unemployment Hysteresis in the US States and the EU - A Panel Approach“ ; DeLong J B, Summer L H (2012) „Fiscal Policy in a Depressed Economy“

230 DeLong J B, Summer L H (2012) „Fiscal Policy in a Depressed Economy“ S. 2

Zunächst stellt sich die Frage, wie staatliche Sparmaßnahmen der verschiedenen Länder auf vergleichbare Art und Weise dargestellt werden können. Hierzu bietet sich die Betrachtung der jährlichen prozentualen Veränderung der jeweiligen nominalen Staatsausgaben an.

Wie bereits erläutert steigen in einer Rezession die Sozialausgaben, da mehr Menschen z.B. Arbeitslosengeld und andere staatliche soziale Leistungen in Anspruch nehmen. Somit gibt es einen „automatischen“ Anstieg eines Teils der Staatsausgaben infolge der Krise aufgrund steigender Sozialausgaben. Dies verschleiert das Ausmaß der tatsächlich ergriffenen Sparmaßnahmen.

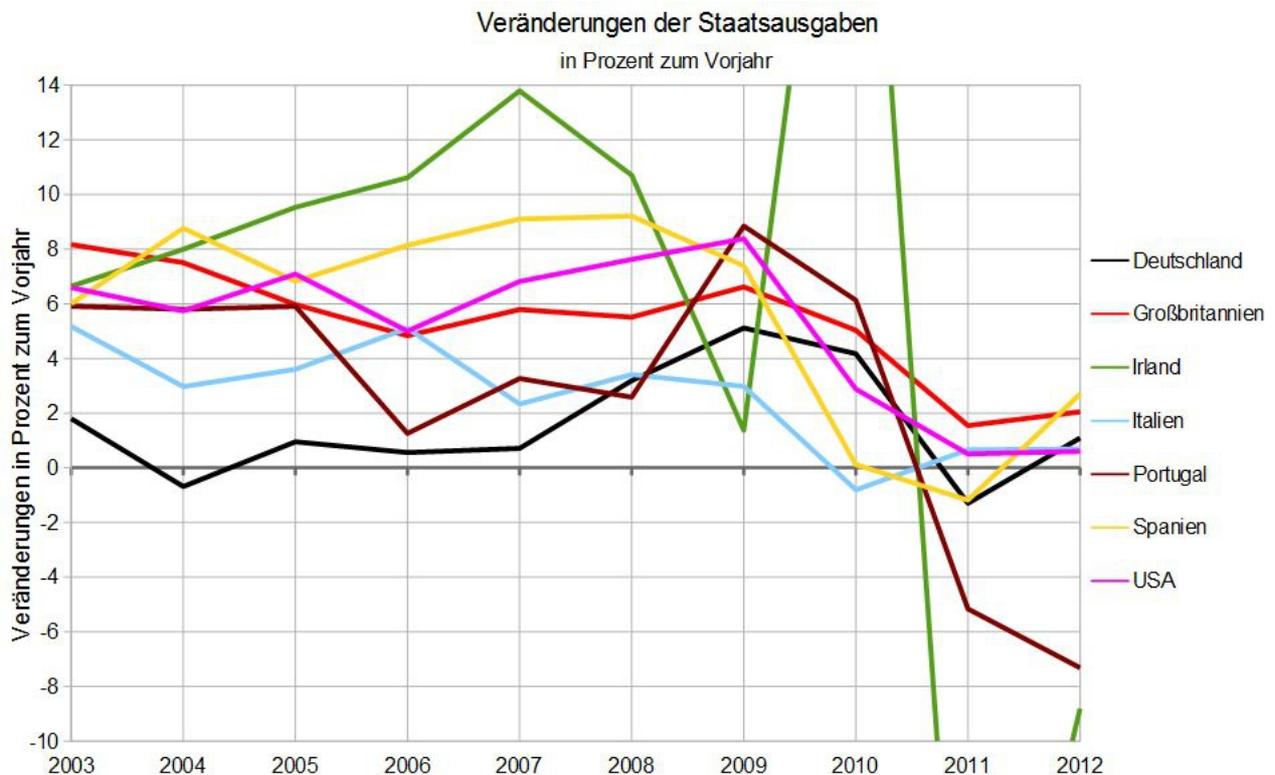


Abbildung 13

231

Betrachtet man nun die jährliche prozentuale Veränderung der Staatsausgaben wird deutlich, dass Irland ein Sonderfall ist, da aufgrund der massiven Bankenrettung durch den irischen Staat die Staatsausgaben von 2009 auf 2010 einmalig immens anstiegen. Weil die Bankenrettung eine einmalige Ausgabe war, fielen die Staatsausgaben im folgenden Jahr ebenso drastisch, daher fallen Irlands Daten von 2009 bis 2011 aus dem Rahmen.

Ebenfalls ist zu erkennen, dass alle anderen dargestellten Länder ab 2009 den Anstieg ihrer Staatsausgaben verringert haben – trotz des Anstiegs der Sozialausgaben.

Die Auswirkungen dieser Sparpolitik auf die Realwirtschaft sind nicht einfach nachzuweisen. Zum

einen gibt es unter den dargestellten Länder keines, das im Gegensatz zu den anderen Ländern – abgesehen von den anfänglichen Konjunkturpaketen – auf längerfristig expansive Fiskalpolitik zur Stimulierung der Konjunktur gesetzt hat. Daher gibt es kein Gegenbeispiel zur Sparpolitik, lediglich deren unterschiedlich starke Abstufungen.

Als Indikatoren der realwirtschaftlichen Entwicklung werden BIP und Arbeitslosenquote herangezogen: das BIP als Maß der wirtschaftlichen Gesamtleistung und die Arbeitslosenquote, um die soziale Beteiligung an der wirtschaftlichen Entwicklung darzustellen. Hierbei ist von besonderem Interesse, ob und wann die Staaten ihr Vorkrisenniveau bezüglich der beiden genannten Indikatoren wieder erreichen.

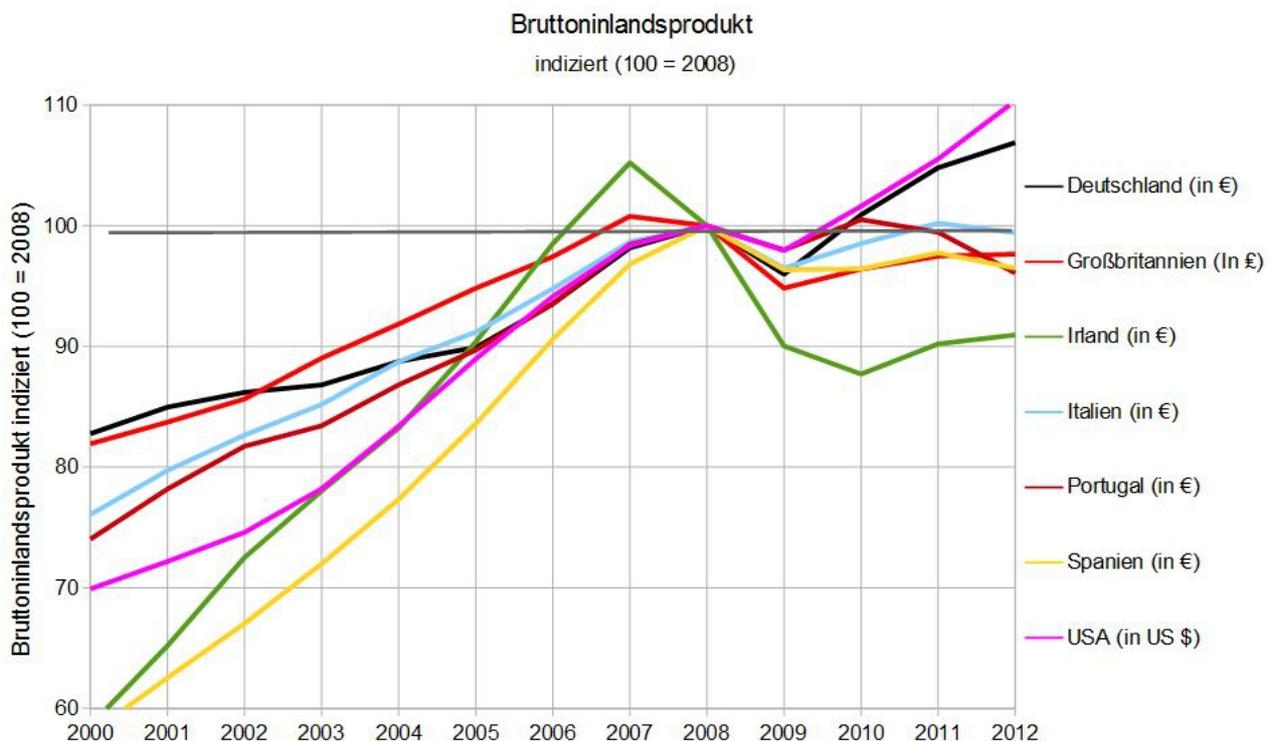


Abbildung 14

232

Die Entwicklung des BIP zeigt, dass es nach dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise in allen dargestellten Ländern zu einem Rückgang des BIP gekommen ist – in Großbritannien und Irland sogar bereits ein Jahr vor den anderen Ländern.

Die Arbeitslosenquote zeigte bereits früher die negativen Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise. An dieser Stelle soll insbesondere das Ausmaß der Jugendarbeitslosigkeit betont werden. Diese gibt die Arbeitslosenquote der unter 25-jährigen wieder. Diese hat insbesondere in den südeuropäischen Euroländern erschreckende Ausmaße erreicht. So liegt die Jugendarbeitslosigkeit 2013 in Spanien bei 56 %, in Italien bei 40 %, in Portugal bei 36,8 % und in

Irland bei 28,5 % – wobei der EU-Durchschnitt der Jugendarbeitslosigkeit bei 23,3 % liegt.<sup>233</sup> (siehe Abbildung 7 – Arbeitslosenquote in Prozent)

Eine solch hohe Jugendarbeitslosigkeit hat negative soziale Folgen für ein Land. Darüber hinaus kann diese hohe Arbeitslosenquote generell – und die Jugendarbeitslosigkeit im Besonderen – zu einem Anstieg der sogenannten natürlichen Arbeitslosenquote und infolgedessen zu einer Minderung des Produktionspotenzials führen. Dies wurde im vorigen Kapitel als „Hysteresis“ beschrieben. Damit ist die hohe Arbeitslosigkeit und insbesondere die hohe Jugendarbeitslosigkeit ein Indikator für ein langfristig geschmälertes Wachstumspotenzial der betroffenen Länder.

Es gibt zwar kein Gegenbeispiel zur Sparpolitik, aber es gab unterschiedliche Ausmaße der staatlichen Sparmaßnahmen. Irland und Portugal führten die schärfsten staatlichen Sparmaßnahmen durch. Sie gelten hinsichtlich der Umsetzung der Auflagen der Troika-Programme als Vorbilder<sup>234</sup>, da sie diese bisher komplett umgesetzt haben. Betrachtet man jedoch zum jetzigen Zeitpunkt die Entwicklung ihres BIP und ihrer Arbeitslosenquote, fällt es schwer, von einem Erfolg der ergriffenen Austeritätspolitik zu sprechen.

Zugleich wird deutlich, dass die realwirtschaftliche Entwicklung nicht nur von der Sparpolitik abhängig ist, sondern durch verschiedene Faktoren beeinflusst wird. So ist auffällig, dass nur die Ländergruppe der sogenannten PIGSI von einem außergewöhnlich starken Anstieg der Arbeitslosigkeit betroffen sind. Was ist dieser Ländergruppe gemeinsam? Wie beschrieben sind sie zum einen Mitglieder der Währungsunion und wiesen zum anderen vor Ausbruch der Krise starke Ungleichgewichte in ihren Zahlungsbilanzen auf.

Im Gegensatz dazu weist Deutschland trotz der Krise eine außerordentlich positive Entwicklung auf. Mögliche Erklärungsansätze für diesen Erfolg sind z.B. das Ausbleiben einer Immobilienblase in Deutschland vor der Krise und die exportorientierte Wirtschaft. Diese profitierte von der beschriebenen Reallohnzurückhaltung und einem realen Wechselkurs, der durch die Euromitgliedschaft schwächer ist, als er mit eigener Währung wäre<sup>235</sup>. Dies führte zu einer verbesserten Wettbewerbsposition und hatte große Außenhandelsüberschüsse zur Folge.

Dies sind Beispiele für weitere Faktoren, die auf die realwirtschaftliche Entwicklung der Staaten Einfluss haben.

---

<sup>233</sup> Griechenland führt diese Statistik mit 61,5 an.  
 statista (2013) „Jugendarbeitslosenquote in den Mitgliedsländern der Europäischen Union im August 2013 (saisonbereinigt)“

<sup>234</sup> Esterházy Y (2011) „Musterknabe unter den Sorgenkindern“ ;  
 Spiegel Online (2012) „Weg aus der Euro-Krise: Portugal punktet mit erfolgreichen Reformen“

<sup>235</sup> So wird laut der folgenden Studie z.B. ermittelt, dass Deutschlands realer Wechselkurs aufgrund der Euromitgliedschaft 15-20 % schwächer ist, als er mit eigener Währung wäre. Siehe Sheets N, Sockin R A (2012) „Germany's 'Windfall' from Euro-Area Membership and European Imbalances“

Betrachtet man die theoretischen Argumente zu den Auswirkungen der Austeritätspolitik stützen diese die Aussage von These 3.

'Die Reaktion vieler Staaten, zum Schuldenabbau, auf Sparen zu setzen (Austeritätspolitik), verschärfte die Wirtschaftskrise.'

Betrachtet man jedoch die realwirtschaftlichen Indikatoren (BIP und Arbeitslosenquote), so kann diese nicht eindeutig bestätigt werden

## 4. Fazit

In dieser Arbeit werden Ursachen und Verlauf der aktuellen Krise aufgezeigt. Hierbei spielten zahlreiche Faktoren eine Rolle. Die stark gestiegene Verschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors waren dabei von entscheidender Bedeutung.

Dieser Anstieg der Verschuldung wurde ermöglicht und gefördert durch Veränderungen im Finanzsystem, wie der Entstehung und der Expansion des unregulierten Schattenbankensystems, sowie des außerordentlichen Wachstums moderner Finanzprodukte. Diese und andere Entwicklungen, wie z.B. das geringe Risikobewusstsein vor Ausbruch der Krise – angefeuert durch die Fehleinschätzungen der Ratingagenturen –, bestätigen die Aussage von These 1b. Hinzu kamen die ans Kriminelle grenzenden Praktiken bei Vergabe und Weiterverkauf von Immobilienkrediten.

Die zentrale Bedeutung der gestiegenen Verschuldung von privaten Haushalte und des Finanzsektors geht auch hervor aus dem Verlauf der Finanzkrise. So führten die Wertverluste am US-Immobilienmarkt und der mit diesem in Verbindung stehenden Werten zu massiven Eigenkapitalverlusten, nicht zuletzt durch die weit verbreitete hohe Fremdkapitalfinanzierung. Die durch die Wertverluste überschuldeten Akteure waren in ihren Handlungsspielräumen stark eingeschränkt. Dies führte soweit, dass sie – um ihre Bilanzen zu bereinigen – einem starken Sparzwang ausgesetzt waren. Daraus resultierten unter anderem Zwangsverkäufe, die den Krisenverlauf verschärften, da sie wiederum negativen Druck auf die Anlagepreise ausübten. Diese und andere sich selbst verstärkende Mechanismen – im Sinne eines Teufelskreises – ließen die Finanzkrise eskalieren.

Die Finanzkrise hinterließ einen Großteil des Privatsektors (private Haushalte und Finanzsektor) überschuldet. Da diese ihre Schulden abbauen mussten, führte der resultierende Sparzwang zu einem Einbruch der Gesamtnachfrage in einem seit der großen Depression nicht gekannten Ausmaß. Diese Situation wird als „balance-sheet recession“ bezeichnet. Was für einzelne Akteure rational und richtig ist – sich zu entschulden –, ist gesamtwirtschaftlich jedoch schädlich, wenn es praktisch der gesamte Privatsektor zur selben Zeit tut, da es die Gesamtnachfrage weiter reduziert. Dieses Phänomen ist als Sparparadoxon (paradox of thrift) bekannt.

Diese Argumente stützen somit die Aussage von These 1a, dass die Verschuldung des Privat- und Finanzsektors eine wesentliche Ursache für das Ausmaß der Finanz- und Wirtschaftskrise war.

Die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise führten zu einem Anstieg der Staatsverschuldung. Dazu kam es aufgrund der Messart der Staatsverschuldung, den Effekten der sogenannten automatischen Stabilisatoren und den Konjunkturpaketen, die die Staaten auflegten, um die Nachfragerlücke zu kompensieren. Ein weiterer Grund für die Zunahme der Staatsverschuldung war, dass Staaten Banken retten mussten, da diese als „too big to fail“ galten. Deren Scheitern wurde verhindert, um eine Ansteckung des Finanzsystems und die negativen Folgen für die Gesamtwirtschaft zu vermeiden.

Damit wird die Aussage von These 2a bestätigt, dass der starke Anstieg der Staatsverschuldung Resultat der Finanz- und Wirtschaftskrise ist, die wiederum Konsequenz der gestiegenen Verschuldung der privaten Haushalte und des Finanzsektors ist.

In der Folge kam es zu einer Neubewertung der Risiken der Staatsverschuldung durch die Finanzmärkte, was in einigen Länder der Eurozone schließlich zu einer Staatsschuldenkrise führte. Dies hing mit den Anpassungsmechanismen der Währungsunion zusammen, die Mitgliedsländer anfälliger machte für den Druck der Finanzmärkte. Daher kam es in einigen Staaten der Eurozone durch den starken Anstieg der Zinsen ihrer Staatsanleihen zu einer Liquiditätskrise, die schließlich in einer Staatsschuldenkrise mündete.

Die seit der Gründung der Eurozone entstandenen Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen der Mitgliedsstaaten waren unter anderem Ausdruck ihrer divergierenden Wettbewerbsfähigkeit. Insbesondere der „sudden stop“ des Kapitalzuflusses und der folgende Kapitalabfluss aus den PIGSI-Ländern verschärfte deren Liquiditätskrise.

Diese Entwicklungen untermauern die Aussage von These 2b bezüglich der Rolle der Währungsunion sowohl für die Staatsschuldenkrise, als auch für die Ungleichgewichte in den Zahlungsbilanzen.

Da den Ländern der Währungsunion die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch Währungsabwertung nicht möglich war, kam es zur internen Abwertung (internal devaluation). Das bedeutete Lohnkostensenkungen in Form von Entlassungen, was zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führte.

Die von der Staatsschuldenkrise betroffenen Länder waren schließlich auf Hilfsprogramme der Troika angewiesen, um ihre laufenden finanziellen Verpflichtungen erfüllen zu können. Diese Hilfsprogramme waren mit strikten Sparauflagen verbunden.

Die für diese Arbeit herangezogene wirtschaftswissenschaftliche Literatur lässt den Schluss zu, dass staatliche Sparmaßnahmen in einer Rezession einerseits besonders wachstumshemmend

wirken und andererseits, dass staatliche Mehrausgaben in einer Rezession wachstumsfördernd sind. Dies trifft insbesondere in der aktuellen Krise aufgrund der speziellen Rahmenbedingungen zu, wie z.B. der Nullzinspolitik. Somit sprechen die theoretischen Argumente dafür, dass die Austeritätspolitik angesichts der beschriebenen Ausgangslage kontraproduktiv ist. Selbst die angenommenen langfristigen positiven Effekte von staatlicher Sparpolitik können in der gegenwärtigen Lage als fraglich betrachtet werden.

Die realwirtschaftlichen Auswirkungen der ergriffenen staatlichen Sparmaßnahmen lassen hingegen keine eindeutigen Schlüsse zu, da zu viele Faktoren auf die Realwirtschaft (BIP und Arbeitslosenquote) einwirkten.

Trotzdem ist die Aussage von These 3 schlüssig – nicht zuletzt aufgrund ihrer starken theoretischen Grundlagen. Denn angesichts einer bestehenden balance-sheet recession – mit der Überschuldung eines Teils der privaten Haushalte und des Finanzsektors – geht keinerlei konjunktureller Impuls von einem Großteil des Privatsektors aus. Da der Unternehmenssektor bezüglich seiner Investitionen ebenfalls zurückhaltend ist – aufgrund des Einbruchs des Konsums und den verschärften Kreditkonditionen –, geht von diesem sehr wahrscheinlich auch kein Wachstumsimpuls aus. Eine Situation, in der alle sparen – private Haushalte, Finanzsektor und Unternehmen –, führt zu einem Rückgang der Gesamtnachfrage, schwächt also die Konjunktur. Dies bezeichnete Keynes als Sparparadoxon (paradox of thrift). Wenn in solch einer Situation auch noch der Staat spart, geht die Gesamtnachfrage noch weiter zurück und verstärkt so die negativen Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft.

Wie an der tatsächlichen Entwicklung von BIP und Arbeitslosenquote zu erkennen, ist die Krise in vielen Ländern noch lange nicht vorbei.

In dieser Arbeit wird die Währungsunion an verschiedenen Stellen als Faktor aufgeführt, der die Krise verschlimmert. Damit ist nicht beabsichtigt zu implizieren, dass ein Ende der Währungsunion die bestehenden Probleme lösen würde. Die negativen Folgen, die zum Teil eingetreten sind, hätten bereits bei der Konstruktion der Währungsunion berücksichtigt werden müssen. Angesichts des Einflusses, den die Finanzmärkte auf die Refinanzierung der Staatshaushalte haben, würde ein Ausstieg aus der Währungsunion während der ungelösten Krise jedoch unabsehbare Risiken bergen. Schließlich macht die vorliegende Arbeit deutlich, dass ein dringender Regulierungsbedarf der Finanzmärkte besteht. Leider ist in dieser Hinsicht bislang wenig Fortschritt zu verzeichnen. Einige Probleme haben sich sogar verschlimmert, so sind z.B. Finanzinstitute, die als „too big to fail“ angesehen werden, nun deutlich größer als vor der Krise, was deren Regulierung erschwert.<sup>236</sup>

---

236 Belvedere M J (2013) „No 'Irrational Exuberance' in Stocks Now: Greenspan“ ; Kaplan M (2012) „ROUBINI: The

## 5. Literaturverzeichnis

- Abad J, Löffler A, Schnabl G, Zemanek H (2012) „Fiscal Divergence, Current Account and TARGET2 Imbalances in the EMU“, Universität Leipzig, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Working Paper, Nr. 105
- Adrian T, Kimbrough K, Marchioni D (2011) „The Federal Reserve’s Commercial Paper Funding Facility“ Federal Reserve Bank of New York - Economic Policy Review, May 2011
- Alesina A, Perotti R (1995) „Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries“, NBER Working Paper Nr. 5214
- Alesina A, Perotti R (1996) „Fiscal Adjustments in OECD Countries - Composition and Macroeconomic Effects“, NBER Working Paper Nr. 5730
- Alesina A, Ardagna S (2010) „Large Changes in Fiscal Policy - Taxes versus Spending“, aus 'Tax Policy and the Economy', NBER Band 24
- Arezki R, Candelon B, Sy A N R (2010c) „Bad News Spreads“, Internationaler Währungsfonds, Finance & Development - December 2010, Band 47, Nr. 4. (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/12/Arezki.htm>
- Austin A D (2012) „Auction-Rate Securities“. Congressional Research Service - Report for Congress
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2008) „Ratings in Structured Finance - What Went Wrong and What Can Be Done to Address Shortcomings“, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers Nr. 32
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2013) „BIS Effective Exchange Rate Indices“, (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.bis.org/statistics/eer/>
- Baradaran Mehrsa (2012) „Reconsidering the Separation of Banking and Commerce“, Scholarly Works. Artikel 842 (zuletzt eingesehen am 25.10.2013) - [http://digitalcommons.law.uga.edu/fac\\_artchop/842](http://digitalcommons.law.uga.edu/fac_artchop/842)
- Barnett-Hart A K (2009) „The Story of the CDO Market Meltdown: An Empirical Analysis“
- Barrios S, Iversen P, Lewandowska M, Setzer R (2009) „Determinants of Intra-Euro Area Government Bond Spreads During the Financial Crisis“, European Commission, Economic Papers Nr. 388
- Battini N, Callegari G, Melina G (2012) „Successful Austerity in the United States, Europe and Japan“, IMF Working Paper. WP/12/190

- Baum A, Poplawski-Ribeiro M, Weber A (2012) „Fiscal Multipliers and the State of the Economy“, IMF Working Paper. WP/12/286
- BBC (2012) „Spain Budget Imposes Further Austerity Measures“, (27. September 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.bbc.co.uk/news/business-19733995>
- Belke A, Schnabl G, Zemanek H (2009) „Current Account Imbalances and Structural Adjustment in the Euro Area: How to Rebalance Competitiveness“, Forschungsinstitut zur Zukunft der Arbeit, IZA Policy Paper Nr. 7
- Belvedere M J (2013) „No 'Irrational Exuberance' in Stocks Now: Greenspan“ CNBC (15. März 2013). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.cnbc.com/id/100556999>
- Bernanke B S (1983) „Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in Propagation of the Great Depression“, National Bureau of Economic Research, Working Paper Nr. 1054
- Black W K (2012) „Examining Lending Discrimination Practices and Foreclosure Abuses“. Testimony before the Senate Committee on the Judiciary
- Blanchard O, Summers L H (1986a) „Hysteresis in Unemployment“, NBER Working Paper Nr. 430
- Blanchard O, Summers L H (1986b) „Hysteresis And The European Unemployment Problem“, NBER Macroeconomics Annual 1986, Band 1
- Blanchard O, Leigh D (2013) „Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers“, IMF Working Paper. WP/13/1
- Blundell-Wignall A, Wehinger G, Slovik P (2009) „The Elephant in the Room: The Need to Deal with What Banks Do“, OECD Journal: Financial Markets Trends, Band 2009 – Ausgabe 2.
- Board of Governors of the FED (2013) „Financial Accounts of the United States - Flow of Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts“
- Bolzen S (2012) „100 Milliarden für Spanien lassen die Märkte kalt“, Die WELT (20. Juli 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.welt.de/wirtschaft/article108348227/100-Milliarden-fuer-Spanien-lassen-die-Maerkte-kalt.html>
- British Bankers Association (2012) Daten von <http://www.bba.org.uk/> (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)
- Broughton N, Maer L (2012) „Financial Services: Contribution to the UK Economy“, House of Commons Library
- Brügelmann R (2010) „Die Wirkung von Konjunkturprogrammen“, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, IW-Trends 37. Jahrgang, Ausgabe 4/2010
- Buchter H (2008) „Das Gift der Spekulanten - Die Pleitewelle“, ZEIT (21. Juni 2008). (zuletzt

eingesehen am 26.10.2013) - <http://www.zeit.de/2008/26/Finanzkrise>

Bundesbank (2013) „Kapitalbilanz“, (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/K/kapitalbilanz.html>

Bundesministerium für Finanzen (2013a) „Europäische Finanzhilfen: EFSF und EFSM“, (11. September 2013). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-efsf-efsm.html)

Bundesministerium für Finanzen (2013b) „Europäische Finanzhilfen: ESM“, (11. September 2013). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung\\_des\\_Euro/Zahlen\\_und\\_Fakten/europaeische-finanzhilfen-esm.html](http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/Stabilisierung_des_Euro/Zahlen_und_Fakten/europaeische-finanzhilfen-esm.html)

Bundesregierung (2013) „Was sind ESM, EFSM und EFSF?“ (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSSFundESM/esm\\_efsm\\_efsf/\\_node.html#](http://www.bundesregierung.de/Webs/Breg/DE/Themen/Euro/EFSSFundESM/esm_efsm_efsf/_node.html#)

Bureau of Economic Analysis (2013) Daten von <http://www.bea.gov/> (zuletzt eingesehen am 02.11.2013); US-Department of Commerce

Bureau of Labor Statistics (2013) Daten von <http://www.bls.gov/> (zuletzt eingesehen am 02.11.2013); US-Department of Labor

Chen K, Fleming M, Jackson J, Li A, Sarkar A (2011) „An Analysis of CDS Transactions: Implications for Public Reporting“, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report Nr. 517

Claessens S, Kose M A (2013) „Financial Crises: Explanations, Types, and Implications“, IWF Working Paper Nr. 28 2013

Chowdhury A (2012) „Revisiting the evidence on expansionary fiscal austerity: Alesina’s hour?“, [voxeu.org](http://www.voxeu.org) (28. Februar 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.voxeu.org/debates/commentaries/revisiting-evidence-expansionary-fiscal-austerity-alesina-s-hour>

CNBC (2010) „US Does Not Have Capitalism Now: Stiglitz“ (19. Januar 2010). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.cnbc.com/id/34921639>

Coy P (2010) „Keynes vs. Alesina. Alesina Who?“, Bloomberg Businessweek, (29. Juni 2010). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.businessweek.com/stories/2010-06-29/keynes-vs-dot-alesina-dot-alesina-who>

Crawford C (2011) „The Repeal of the Glass-Steagall Act and the Current Financial Crisis“, Journal of Business & Economics Research, Band 9, Nr. 1.

- DeGrauwe P (2011) „The Governance of a Fragile Eurozone“, Centre for European Policy Studies, CEPS Working Document Nr. 346
- DeGrauwe P, Ji Y (2012) „Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone“, Centre for European Policy Studies, CEPS Working Document Nr. 361
- DeLong J B, Summer L H (2012) „Fiscal Policy in a Depressed Economy “
- Diamond D W, Dybvig P H (1983) „Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity“, The Journal of Political Economy, Band 91, Nr. 3.
- Donovitz F (2007) „Steigt der Dax auf 9000 Punkte?“, STERN (13. Juli 2007). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.stern.de/wirtschaft/geld/boersenhype-steigt-der-dax-auf-9000-punkte-593028.html>
- Eggertsson G B, Krugman P R (2010) „Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach“
- Esterházy Y (2011) „Musterknabe unter den Sorgenkindern“, Wirtschaftswoche (21. Oktober 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.wiwo.de/politik/ausland/irland-musterknabe-unter-den-sorgenkindern-seite-all/5758780-all.html>
- Europäische Kommission (2010) „The First Economic Adjustment Programme for Greece“, Occasional Papers Nr. 61
- Europäische Kommission (2011a) „The Economic Adjustment Programme for Ireland“, Occasional Papers Nr. 76
- Europäische Kommission (2011b) „The Economic Adjustment Programme for Portugal“, Occasional Papers Nr. 79
- Europäische Kommission (2012) „The Second Economic Adjustment Programme for Greece“, Occasional Papers Nr. 94
- Europäische Kommission (2013) „The Economic Adjustment Programme for Cyprus“, Occasional Papers Nr. 149
- Europäische Zentralbank (2010) „Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB, and Libération“, Interview vom 8. Juli 2010 durchgeführt von Jean Quatremer. (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp100713.en.html>
- Europäische Zentralbank (2013) Daten von [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)
- Eurostat (2013) Daten von <http://epp.eurostat.ec.europa.eu> (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)
- FAZ (2012a) „Deutsche Finanzbeamte wollen griechische Steuern eintreiben“, (25. Februar 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/verschuldetes->

[griechenland-deutsche-finanzbeamte-wollen-griechische-steuern-eintreiben-11662073.html](http://www.griechenland-deutsche-finanzbeamte-wollen-griechische-steuern-eintreiben-11662073.html)

Federal Reserve (2013) Daten von <http://www.federalreserve.gov/> - (zuletzt eingesehen am 02.11.2013); Board of Governors

Federal Reserve Bank of New York (2013) „Primary Dealers List“, (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.ny.frb.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.ny.frb.org/markets/pridealers_current.html)

Financial Crisis Inquiry Commission (2011) „The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States“

Financial Stability Board (2011) „Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation“

Fitch Ratings (2007) „The Impact of Poor Underwriting Practices and Fraud in Subprime RMBS Performance“

Fitch Ratings (2013) „Sovereign Ratings History“, Daten von [www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/sovereign\\_ratings\\_history.xls](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls) (zuletzt eingesehen am 26.10.2013)

Fisher I (1933) „The Debt-Deflation Theory of Great Depressions“, *Econometrica*, Ausgabe 1 - 1933

Focus (2011) „Griechen schulden ihrem Staat 60 Milliarden Euro“, (17. November 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/eu-expertenbericht-griechen-schulden-ihrem-staat-60-milliarden-euro\\_aid\\_685477.html](http://www.focus.de/finanzen/news/staatsverschuldung/eu-expertenbericht-griechen-schulden-ihrem-staat-60-milliarden-euro_aid_685477.html)

Ganßmann H (2009) „Unser schönes Geld“, *LeMonde Diplomatie*, Ausgabe vom Mai 2009

Guajardo J, Leigh D, Pescatori A (2011) „Expansionary Austerity - New International Evidence“, IMF Working Paper. WP/11/158

Guha K, Mackenzie M (2008) „Panic grips credit markets“, *Financial Times* (18. September 2008). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/8058d308-84d3-11dd-b148-0000779fd18c.html>

Handelsblatt (2011) „Weber: Eurobonds lenken von den Ursachen ab“, (25. September 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.handelsblatt.com/politik/international/schuldenkrise-weber-eurobonds-lenken-von-den-ursachen-ab/4658972.html>

Handelsblatt (2012) „Spanien will mehr als 100 Milliarden Euro einsparen“, (3. August 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.handelsblatt.com/politik/international/neue-streichungen-spanien-will-mehr-als-100-milliarden-euro-einsparen/6961152.html>

Henzel S, Sauer S (2006) „Konsequenzen der Inflationsunterschiede im Euroraum“, ifo

Schnelldienst.

Her Majesty's Treasury (2013) "Public Expenditure - Statistical Analyses 2013"

Herz W (2012) „Wie aus der Finanz- eine Schuldenkrise gemacht wurde“, Cicero Online (12. Mai 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.cicero.de/kapital/wie-aus-der-finanz-eine-schuldenkrise-gemacht-wurde/49258>

Hildebrand J (2012) „Spanien fürchtet das Stigma des Rettungsschirms“, Die WELT (6. Juni 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.welt.de/wirtschaft/article106428694/Spanien-fuerchtet-das-Stigma-des-Rettungsschirms.html>

Honohan P (2012) „Recapitalisation of Failed Banks: Some Lessons from the Irish Experience“, Central Bank of Ireland. Rede bei der 44th Annual Money, Macro and Finance Conference am 7. September 2012

Intercontinental Exchange (2010) „Evolution, Standardization and Clearing“, Global Credit Derivatives Markets Overview

Internationaler Währungsfonds (2008) „Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness“, Global Financial Stability Report

Internationaler Währungsfonds (2010a) „Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity“, Global Financial Stability Report

Internationaler Währungsfonds (2010b) „Recovery, Risk and Rebalancing“, World Economic Outlook. Oktober 2012

Internationaler Währungsfonds (2010c) „Recovery, Risk and Rebalancing“, World Economic Outlook. Oktober 2012

Internationaler Währungsfonds (2012a) „Growth Resuming, Dangers Remain“, World Economic Outlook. April 2012

Internationaler Währungsfonds (2012b) „Coping with High Debt and Sluggish Growth“, World Economic Outlook. Oktober 2012

Jung A, Pauly C, Reiermann C, Sauga M, Schmitz G P, Schulz T, Wagner W (2011) „Welt am Abgrund“, Der SPIEGEL, (08. August 2011). Ausgabe 32/2011

Karnitschnig M, Solomon D, Plevin L, Hilsenrath J E (2008) „U.S. to Take Over AIG in \$85 Billion Bailout; Central Banks Inject Cash as Credit Dries Up“, Wall Street Journal (16. September 2008). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://online.wsj.com/news/articles/SB122156561931242905>

Kaufmann S (2013) „Das Aus für Fannie und Freddie.“ Frankfurter Rundschau (8. August 2013)

- Kelland K (2013) „Spanish Austerity Cuts Put Lives At Risk, Study Finds“, REUTERS, (13. Juni 2013). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) <http://www.reuters.com/article/2013/06/13/us-austerity-spain-idUSBRE95C0DB20130613>
- Keoun B (2011) „Fed’s \$1.2 Trillion Loan Lifelines Dwarfed TARP: Glossary“, Bloomberg (22. August 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.bloomberg.com/news/2011-08-21/fed-s-1-2-trillion-liquidity-lifelines-dwarfed-tarp-glossary.html>
- Keynes J M (1936) „The General Theory of Employment, Interest, and Money“, New York; Palgrave Macmillan. Neuauflage von 1936
- Kodres L E (2013) „What Is Shadow Banking?“. IWF - Finance and Development, Band 50 Nr. 2
- Konczal M (2012) „How Mortgage Debt is Holding Back the Recovery“, The Roosevelt Institute
- Koo R C (2001) „The Japanese Economy in Balance Sheet Recession“, The National Association for Business Economists, Band 36. Ausgabe 2
- Koo R C (2003) „Balance Sheet Recession: Japan’s Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications“, Clementi Loop, Singapore; Wiley
- Koo R C (2011) „The World in Balance Sheet Recession: Causes, Cure, and Politics“, real-world economics review, Ausgabe Nr. 58
- Krugman P R (2008a)<sup>2</sup> „The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008“, London; Norton.
- Krugman P R (2009) „Die neue Weltwirtschaftskrise“, Frankfurt, M.; Campus-Verlag
- Krugman P R, Wells R (2009) „Economics“, New York, Worth Publishers
- Léon-Ledesma M A (2002) “Unemployment Hysteresis in the US States and the EU - A Panel Approach”, Bulletin of Economic Research 54:2
- Mankiw G N (2009)<sup>5</sup> „Principles of Economics“, Mason, OH; South-Western Publishing.
- Minsky H P (1982a) „Debt Deflation Processes in Today's Institutional Environment“, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Nr. 143
- Minsky H P (1982b) „Can ‘it’ Happen Again?“, New York; M E Sharpe
- Minsky H P (1986) „Stabilizing an Unstable Economy“, New York; McGraw-Hill. Neuauflage von 2008
- O'Rourke K H, Taylor A M (2013) „Cross of Euros“, Journal of Economic Perspectives. Band 27, Nr. 3

Office for National Statistics (2013) Daten von <http://www.ons.gov.uk> - (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)

Office of the Comptroller of the Currency (2013) „Counterparty Risk“, US-Department of the Treasury (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.occ.gov/topics/capital-markets/financial-markets/counterparty-risk/index-counterparty-risk.html](http://www OCC.gov/topics/capital-markets/financial-markets/counterparty-risk/index-counterparty-risk.html)

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) (2013) Daten von <http://www.oecd-ilibrary.org> - (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)

von Peter G (2005) „Debt-deflation: Concepts and a Stylised Model“, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Working Paper Nr. 176

REUTERS (2012) „Spain Unveils New Austerity Under European Pressure“, (11. Juli 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.reuters.com/article/2012/07/11/us-spain-economy-cuts-idUSBRE86A0CP20120711>

Rodrik D (2010) „The Market Confidence Bugaboo“, Project Syndicate (12. Juli 2010). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.project-syndicate.org/commentary/the-market-confidence-bugaboo>

Roxburgh C, Lund S, Daruvala T, Manyika J, Dobbs R, Forn R, Croxson K (2012) „Debt and deleveraging - Uneven progress on the path to growth“, Mckinsey

Rushe D (2013) „JP Morgan agrees to \$5.1bn fine with mortgage regulator“, The Guardian (26. Oktober 2013). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.theguardian.com/business/2013/oct/26/jp-morgan-fine-mortgage-regulator>

S&P Dow Jones Indices LLC (2012) „S&P/Case-Shiller Home Price Index“, Daten von <http://us.spindices.com> (zuletzt eingesehen am 02.11.2013)

Scharpf F (2011) „Die Währungsunion selbst ist das Problem“, Max Planck Institut für Gesellschaftsforschung (18. August 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.mpg.de/4397700/eurokrise>

Schlötzer C (2011) „Ein Loch von 60 Milliarden Euro“, Süddeutsche Zeitung, (18. November 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/griechenland-kaempft-um-steuern-ein-loch-von-milliarden-euro-1.1192637>

Schönmann-Finck (2010) „Die Sündenböcke der Politik“, FOCUS (11. Mai 2010). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - [http://www.focus.de/finanzen/news/tid-18229/spekulanten-die-suendenboecke-der-politik\\_aid\\_507255.html](http://www.focus.de/finanzen/news/tid-18229/spekulanten-die-suendenboecke-der-politik_aid_507255.html)

Schulten T (2012) „Europäischer Tarifbericht des WSI – 2011/2012“, Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Institut (WSI) der Hans-Böckler-Stiftung, WSI Mitteilungen 6/2012

Sheets N, Sockin R A (2012) „Germany's 'Windfall' from Euro-Area Membership and European Imbalances“, citigroup, Empirical and Thematic Perspectives – 27. Januar 2012

Statista (2013) „Jugendarbeitslosenquote in den Mitgliedsländern der Europäischen Union im August 2013 (saisonbereinigt)“, (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://de.statista.com/statistik/daten/studie/74795/umfrage/jugendarbeitslosigkeit-in-europa/>

Stiglitz J E (2009a) „The Anatomy of a Murder: Who Killed America's Economy?“, Critical Review, Band 21. Ausgabe 2 & 3

Stiglitz J E (2009b): „America's Socialism for the Rich“, The Economists' Voice

Teslik L H (2008) „The U.S. Financial Regulatory System.“, Council on Foreign Relations. (zuletzt eingesehen am 25.10.2013) - <http://www.cfr.org/financial-regulation/us-financial-regulatory-system/p17417#>

The International Organization of Securities Commissions (2012) „The Credit Default Swap Market“, Report to the Board of the International Organization of Securities Commissions

Tremmler G (2012) „Mariano Rajoy announces €65bn in austerity measures for Spain“, The Guardian, (11. Juli 2012). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.theguardian.com/business/2012/jul/11/mariano-rajoy-spain-65bn-cuts>

US-District Court - Central District of California (2010) „Securities and Exchange Commission -v- Angelo Mozilo, et Al.“, Aktenzeichen: CV 09-3994-JFW (MANx)

US-General Accounting Office (1986) „Fact Sheet for Members of Congress - Information on Nonbank Banks“, Aktenzeichen GAO/GGD-86-46FS

US-Securities and Exchange Commission (2008) „Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies“

US-Senate: Permanent Subcommittee on Investigations (2011) „Wall Street and the Financial Crisis: Anatomy of a Financial Collapse“

Vermann E K (2012) „Wait, Is Saving Good or Bad - The Paradox of Thrift“, Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Newsletter; Mai 2012

Weidmann J (2011) „Keine weiteren Risiken!“, Süddeutsche Zeitung (14. Juni 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/schuldenkrise-in-griechenland-die-notenbanken-uebernehmen-keine-weiteren-risiken-1.1108108>

Wolf M (2011) „Merkozy Failed to Save the Eurozone“, Financial Times (6. Dezember 2011). (zuletzt eingesehen am 02.11.2013) - <http://www.ft.com/cms/s/0/396ff020-1ffd-11e1-8662-00144feabdc0.html>

Yellen J L (2009) „A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers“, Vortrag bei der 18. Hyman P. Minsky Conference on the State of the U.S. and World Economies (16. April 2009)

Yellen J L (2013) „Interconnectedness and Systemic Risk: Lessons from the Financial Crisis and Policy Implications“, Rede vor der American Economic Association & American Finance Association; am 4. Januar 2013

## Potsdamer Beiträge zur Sozialforschung

- |             |   |  |  |
|-------------|---|--|--|
| Nr. 1/1995  | - | Dieter Holtmann  | Modelle der Sozialstruktur   |
| Nr. 2/1996  | - | Dieter Holtmann  | Entwicklungstendenzen in der Sozialstruktur und in der politischen Landschaft  |
| Nr. 3/1997  | - | Ulf Rostalsky  | Entwicklungstendenzen von Beschäftigungsverhältnissen in den neuen Bundesländern   |
| Nr. 4/1998  | - | Birgit Schäfer   | Ein Vergleich der Berufsstrukturen von Ost- und Westdeutschland, Norwegen und den USA: Schichtselbsteinstufung und Einstellungen in Abhängigkeit von beruflichen Lagen   |
| Nr. 5/1998  | - | Steffen Weber  | Der Einfluss wohlfahrtsstaatlicher Charakteristika auf individuelle gesellschaftlich-politische Einstellungen. Ein Vergleich von Einstellungen in Norwegen, Deutschland (West) und in den USA                          |
| Nr. 6/1999  | - | Christian Dössel   | Lebenszufriedenheit unter dem Einfluss ausgewählter objektiver und subjektiver Faktoren im innerdeutschen Vergleich. Eine Längsschnittanalyse mit den Daten des SOEP   |
| Nr. 7/1999  | - | Birgit Schäfer   | Ein Vergleich der geschlechtsspezifischen Berufsstrukturen von Ost- und Westdeutschland, Norwegen und den USA: Schichtselbsteinstufung und Einstellungen in Abhängigkeit von geschlechtsspezifischen beruflichen Lagen |
| Nr. 8/1999  | - | Tilo Görll   | Regionalisierung des Wählerverhaltens in den neuen Bundesländern   |
| Nr. 9/2000  | - | Mona Youssef   | Sozialstrukturelle und ökonomische Bestimmungsgründe der Wettbewerbsfähigkeit  |
| Nr. 10/2000 | - | Dieter Holtmann  | Variations of welfare capitalism after the decline of state socialism: Bargaining societies on the basis of value orientations and resources of action   |
| Nr. 11/2000 | - | Claudia Vogel  | Einstellungen zur Frauenerwerbstätigkeit. Ein Vergleich von Westdeutschland, Ostdeutschland und Großbritannien   |
| Nr. 12/2001 | - | Elisabeth Holtmann   | Sozialwissenschaftliche Erklärungsansätze zum Thema „Gewalt und Fremdenfeindlichkeit“  |
| Nr. 13/2001 | - | Claudia Buchheister, Tilo Görll  | Einstellungen und Wahlen als Indikatoren der Fremdenfeindlichkeit - Empirische Analysen -  |
| Nr. 14/2001 | - | Elke Goltz, Roger Sitter   | Regionale Unterschiede in der Gewaltkriminalität im Land Brandenburg – Empirische Analyse anhand ausgewählter Strukturdaten  |
| Nr. 15/2002 | - | Elisabeth Holtmann, Dieter Holtmann, Tilo Görll, Elke Goltz, Claudia Buchheister | Zur Prävention von Kriminalität, Gewalt und Fremdenfeindlichkeit durch die Gremien kommunaler Kriminalitätsverhütung im Land Brandenburg   |

Nr. 16/2002	-	Claudia Buchheister	Intergenerationale Bildungs- und Erwerbsmobilität in Ost- und Westdeutschland - Eine empirische Analyse –
Nr. 17/2003	-	Andrea Ziegel	Kurz- und langfristige Bestimmungsgründe für Parteiaffinitäten in Ostdeutschland
Nr. 18/2003	-	Andrea Schäfer	Inklusion oder Exklusion? Erwerbsübergänge in und aus Teilzeitarbeit in Deutschland.
Nr. 19/2003	-	Lena Jacobi	Die Dunkelziffer der Armut – Eine Analyse der Nichtanspruchnahme von Sozialhilfe in Deutschland.
Nr. 20/2004	-	Dieter Holtmann, Elisabeth Holtmann, Tilo Görl u.a.	Gewalt und Fremdenfeindlichkeit. Erklärungsfaktoren sowie Handlungsempfehlungen zu den kriminalpräventiven und zivilgesellschaftlichen Potentialen.
Nr. 21/2004	-	Silke Hans	Migrants in Germany, Sweden and the United Kingdom: Patterns of Assimilation and Welfare
Nr. 22/2004	-	Judith Weigand	Geschlechtsspezifische Erwerbsverläufe im internationalen Vergleich Der Einfluss der Geburt des ersten Kindes auf weibliche Erwerbsverläufe in Deutschland und Großbritannien
Nr. 23/2005	-	Berit Postel	Charakterisierung von Lebensstilen durch Wertorientierungen
Nr. 24/2005	-	Tilo Görl	Klassengebundene Cleavage-Strukturen in den neuen und alten Bundesländern im Zeitverlauf
Nr. 25/2006	-	Florian Alber	Wohlfahrtsregime und Einstellungen zur Wohlfahrtsproduktion – Ein Vergleich elf westlicher Länder
Nr. 26/2006	-	Dieter Holtmann	Internationaler Vergleich der Performanz von Wohlfahrtsregimen
Nr. 27/2006	-	Michael Mutz	Soziale Chancengleichheit in Bildungssystemen – Länderunterschiede und ihre strukturellen Ursachen
Nr. 28/2007	-	Daniel Porep	Sektorale Beschäftigungsentwicklung im Land Brandenburg – Eine empirische Untersuchung der Beschäftigungsentwicklung und deren Ursachen
Nr. 29/2008	-	Silke Grau	Geschlechtsspezifische Arbeitszeitmuster im internationalen Vergleich
Nr. 30/2009	-	Frank Schneider	Wohlfahrtsstaatlichkeit in Lateinamerika
Nr. 31/2010	-	Adina Eggert	Kinderarmut in der Bundesrepublik Deutschland - Ursachen, Folgen und der Einfluss des Wohlfahrtsstaates
Nr. 32/2011	-	Marie Grohmann	Zur Vereinbarkeit von flexiblen Arbeitsmärkten und sozialer Sicherheit am Beispiel der Bundesrepublik Deutschland
Nr. 33/2012	-	Nicole Scholze	Aktuelle familienpolitische Entwicklungen – ein Vergleich von Schweden, Großbritannien und Deutschland
Nr. 34/2013	-	Tom Wefers	Ursachen, Verlauf und Folgen der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise

---

Die Beiträge dieser Reihe stehen alle online unter: [http://opus.kobv.de/ubp/schriftenreihen\\_ebene2.php?sr\\_id=8](http://opus.kobv.de/ubp/schriftenreihen_ebene2.php?sr_id=8)

Herausgeber dieser Reihe:

Prof. Dr. Dieter Holtmann

Dieter.Holtmann@uni-potsdam.de

Methoden der empirischen Sozialforschung

Tel. (0331) 977-3569

Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliche Fakultät, Universität Potsdam

August - Bebel - Str. 89

14482 Potsdam

ISSN 1612-6602