

---

# Einstürzende Kreditmärkte

## US-Hypotheken- und globale Finanzkrise Ursachen und Lehren

Horizonte20xx-Tagung  
Berlin, 25. November 2008

Hans-Joachim Dübel  
Finpolconsult.de, Berlin

---

## Fragen, die ich heute mit Ihnen diskutieren möchte

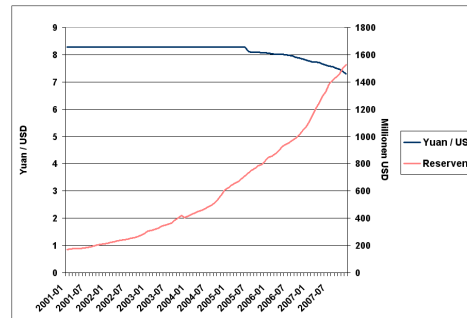
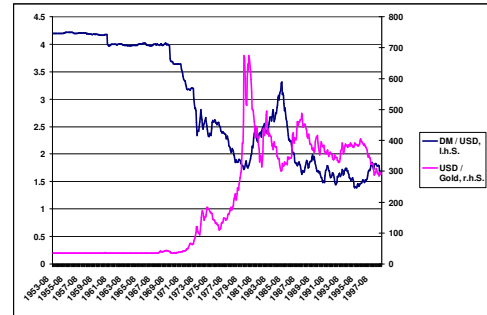
- Der Weg in die US-Hypotheken- und globale Finanzkrise
- Die Gründe: Markt- oder Staatsversagen?
- Ist Europa nur ein Kollateralschaden? Konsequenzen?
- Was muss im Regulierungsbereich getan werden?

# Makroökonomische Konstellation

- Politisch gewollte **Kreditlenkung** aus den Ueberschussländern Asien, Golfstaaten in die USA → "Bretton Woods II".  
Analogie: D in den 50ern und 60ern
- USA mit "**ewigem Schuldenprivileg**", da in eigener Währung verschuldet. Erlaubt Umverteilungspolitik über Kredit anstatt Steuern.
- Politisch abhängige Zentralbanken, Investoren** drücken Zinsniveau:
  - China/Japan: Langfristzinsen (insb.2002, post 9/11)
  - USA: Kurzfristzinsen, Mr.1% (Greenspan)
- Bewusste Nutzung der **Kapitalmärkte zur Kanalisierung der Liquidität**. Dadurch geringe gemessene Inflation.

## Bretton Woods I und II – Aufgabe der Fest-Wechselkurs-Politiken

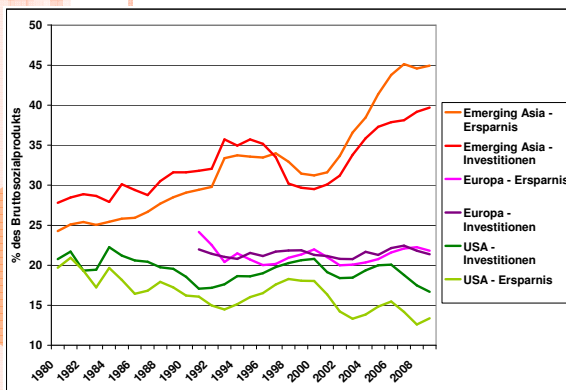
Deutschland, 1950-2000  
Goldpreis



China 2006/7  
Chinesische Währungsreserven

# Die globale Kreditdroge - Produzenten und Abhängige

## Volkswirtschaftliche Spar- und Investitionsquoten in Asien, Europa und den USA, 1980 – 2008

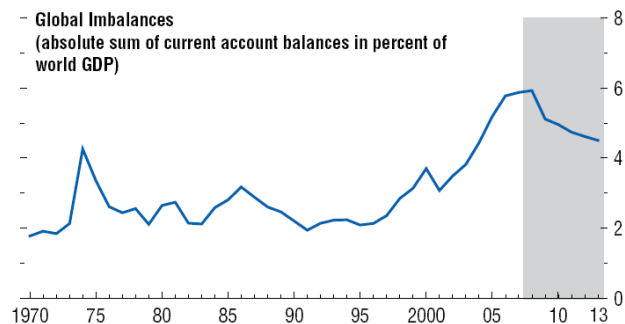


Ist der IWF Schuld?

Wg. Empfehlung Festkurssysteme, hohe Währungsreserven, hohe Ersparnis.

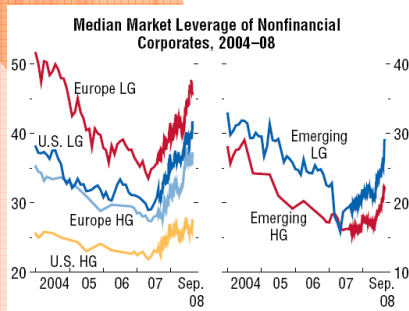
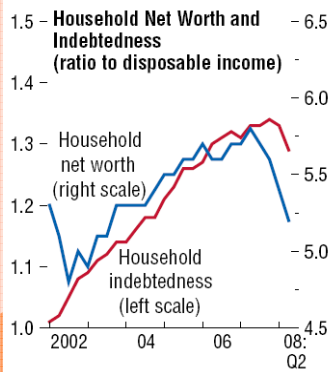
Emerging Asia stellt nach der Asien-Krise Ende der 90er Jahre **das Modell um..**

## Globaler Ungleichgewichtsindikator Summe der Zahlungsbilanzen



Quelle: IWF

# Der Weg in die Schuldenkrise des US-Privatsektors

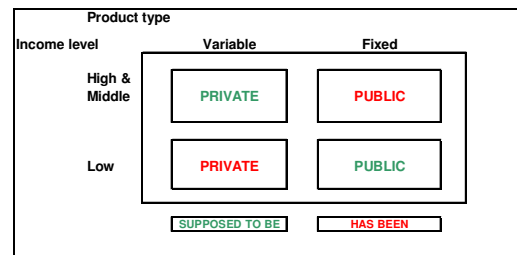


- 25 Jahre Deregulierung und Förderpolitik durch Kredit
  - Community Reinvestment Act 1977
  - Aufhebung Zinswuchergrenzen 1982
  - Banken/Sparkassenliberalisierung 1982
  - Deregulierter Derivatemarkt 1990er
  - Banking Act 1999
  - Aufhebung Glass-Steagall 2002
  - Selbstregulierung Investmentbanken 2004
- Hypothekarkredit:
  - Sparkassenkrise und Salomon Brothers, MBS-Markt 1982
  - Aufstieg von Fannie / Freddie ab 1982
  - Erste Subprime-Krise 1998
  - Hauspreisblase Mitte 2000s
  - Zweite Subprime-Krise 2007
  - Nahe-Prime- und Prime-Krise 2008/10
- Unternehmenskredit:
  - Michael Milken, Drexel Lambert, 1985
  - Erste Junk-Bond-Krise 1988
  - "Heuschrecken"- und CDS/CDO-Boom Mitte 2000s
  - Zweite Junk-Bond-Krise 2009/10

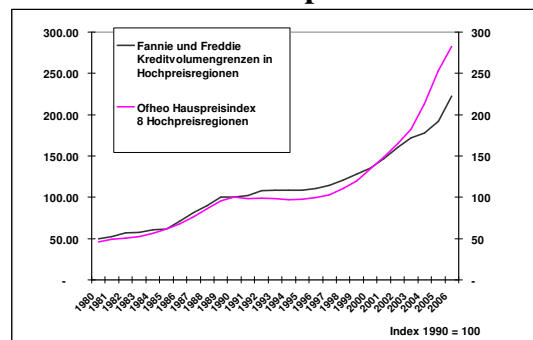
# US-Hypothekarkreditmarkt – wie der Staat NICHT intervenieren sollte

- Hohe staatliche Kreditgarantien im falschen Marktsegment; treibt Private ins Risiko
- Wohnungspolitik ohne Mietwohnungsbau und Vorsparen, dafür Schuldzinsenabzug
- 'Credit'-Investoren ersetzen Hypo-Versicherungen; schaffen 'non-traditional mortgage products'
- Parallelsystem von faktisch nicht-regulierten Brokern, Finanzfirmen, Investmentbanken
- Fragmentierung von Regulierung und Regulierern

## “90-Grad-Drehung” des US-Hypo-Systems durch staatliche Fehlintervention

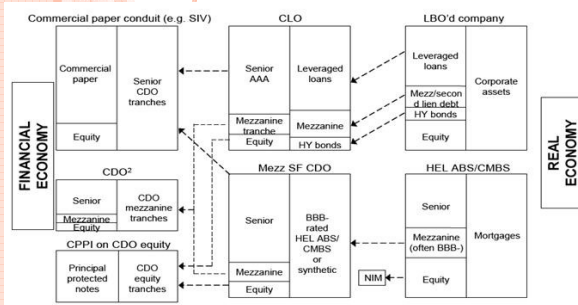


## Staat drehte an der Hauspreisschraube mit



# Kapitalmarktkrise 2007/8 – am Giftmüll erstickt

## Die CDO-Giftmüll-Fabrik



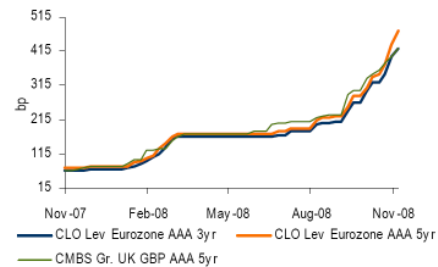
Ergebnis des Fokus des Privatsektors auf **Hoch-Risikokredite**, **US-Deregulierung** (Glass-Steagall, SEC) und hoher Nachfrage durch **Investoren**.

**Komplexität = hohe Gebühren** f. Investmentbanken und Ratingagenturen, und hohe Zinsniveaus für Investoren

Komplexität versteckt aber **extreme Risiken**, bewusste Manipulationen.

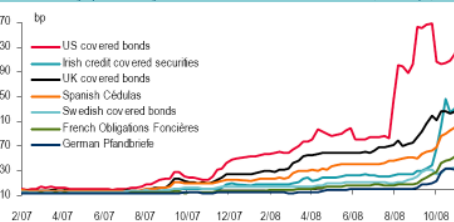
**WARUM** haben Emittenten aber selbst investiert?

## Spreadausweitung und Illiquidität in Problemmärkten..

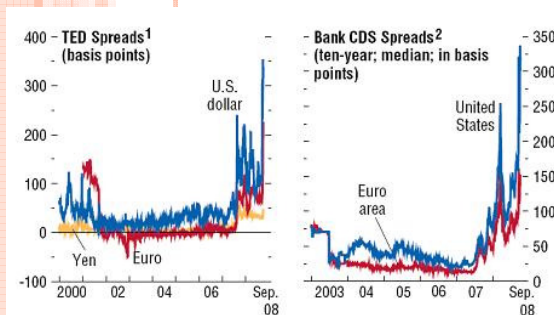


..trifft auch sichere Produkte, wie Pfandbriefe

Chart 5: Secondary spreads of 5-year €-denominated Jumbo covered bonds (mid-swaps)



# US-Bankenkrise 2008 – Moscow on the Potomac

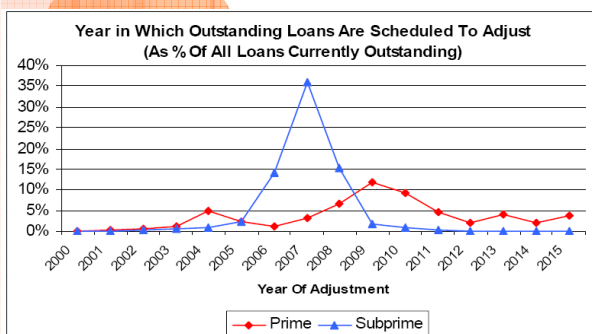


- Kernursache: **prozyklische Verschuldung** → Investmentbanken seit 2004 Hebel von >40
- Bei Kapitalmarktspezialisten: **hohe Roll-over-Risiken** (US Investmentbanken, HRE/Depfa)
- 2007 Bankenkrise = Funding-Krise, daher mehr **Spareinlagen, Bankcharter**
- September 08: Verstaatlichung **Fannie/Freddie** wg. Roll-over (aber spreads, Hypozinsen steigen weiter)
- Oktober 08: **TARP** – Fokus erst Liquidität, dann Solvenz, was nun?
- November 08 bis: **Rettingsprogramm für Haushalte?**
- 2009: Was passiert mit dem **Unternehmenssektor?** Autos, Bau und mehr?

# US-Krise dauert noch Jahre

50 ways to leave your lender..

*Just slip out the back, jack  
Make a new plan, stan  
You dont need to be coy, roy  
Just get yourself free  
Hop on the bus, gus  
You dont need to discuss  
much  
Just drop off the key, lee  
And get yourself free*



Achtung !! Es gibt **drei US-Hypothekenkrisen..**

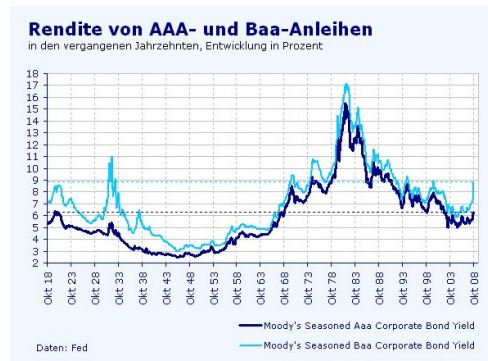
Subprime (2007), Alt-A - nahe-Prime (2008, 9, Prime (2009 bis..)

Und drei Motive

Betrug, Cash-Flow / unsichere Produkte, Negatives Eigenkapital !!

Dazu: Kreditkarten, Autokredite

**Unternehmenskreditkrise** 2009 bis



# Europa – Gefangen im Finanzplatz-Egoismus

Einlagensicherungsgrenzen, Veränderungen 2008

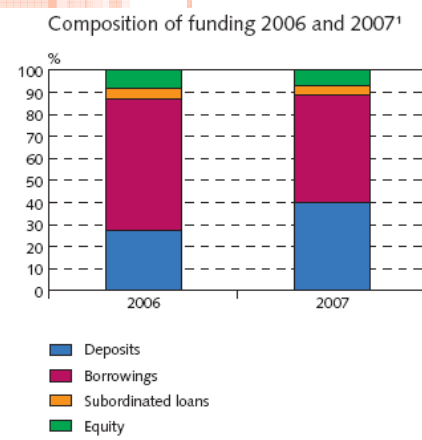
	January 2008	October 2008	Change
Ireland	20,000	Unlimited	n.a.
Portugal	25,000	Unlimited	n.a.
Germany <sup>(2)</sup>	20,000	Unlimited	n.a.
United States <sup>(1) (3)</sup>	68,965	172,413	150.0%
Italy	103,291	103,291	0.0%
Spain	20,000	100,000	400.0%
Greece	20,000	100,000	400.0%
France	70,000	70,000	0.0%
United Kingdom <sup>(1)</sup>	46,667	66,667	42.9%
Sweden <sup>(1)</sup>	26,596	53,191	100.0%
Denmark <sup>(1)</sup>	40,270	50,000	24.2%
Belgium	40,000	50,000	25.0%
Finland	25,000	50,000	100.0%

Quelle: Finpolconsult

- **Steuer- und Regulierungsarbitrage**
  - Bsp. Irland und Depfa, UK, Schweiz
- **Achse der Insolventen** – aus der zweiten Reihe der EU/EEA-Finanzzentren:
  - Island, Irland, Schottland
  - NRW/Bayern, Oesterreich
  - Schweden, Italien, Lettland
- Krisenreaktion löste **Serie von Gefangenen-dilemmata** aus, d.h. zwingt Nachbarn zum Nachziehen:
  - Einlagensicherung (IRL, DE)
  - Staatsgarantien (UK)
  - Staatsbeteiligungen (BE/FR, UK)
  - Bad banks (D, CH)
- **Kaum Fortschritte** bei EU-Regulierungen
  - Hypo-Regulierung liegt seit Jahren brach
  - Krisenschnellschuesse bei Fonds, Ratingagenturen nach jahrelanger Blockade

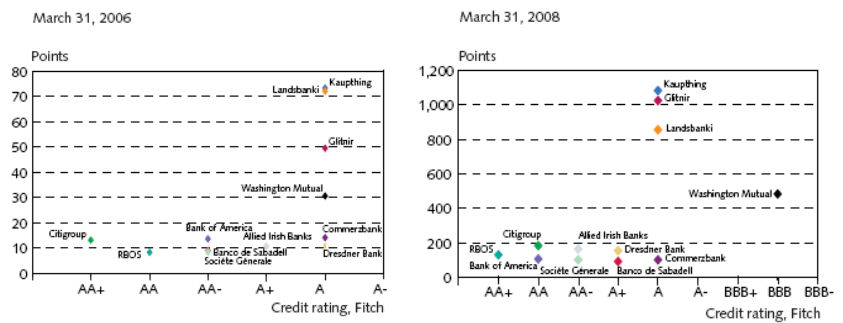
# Island's europäischer Einlagenfischzug

## Finanzierungsstruktur 2007 vs. 2006



1. Largest commercial banks' consolidated accounts.  
Sources: Commercial banks' annual reports, Central Bank of Iceland.

## Kreditsicherungskosten für erstrangige Schulden

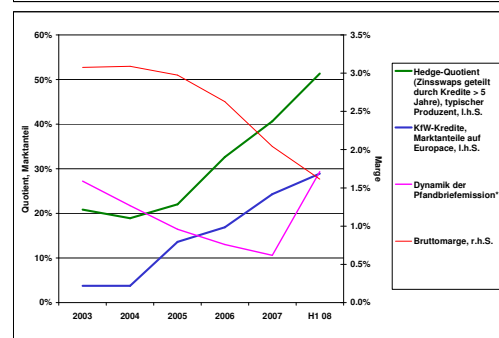
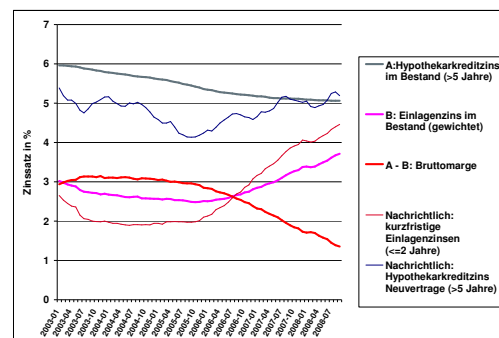


- Bereits 2006 hohe Kreditsicherungskosten
- Fehlbewertung durch Ratingagenturen 2006 absehbar
- Zentralbank spricht von 'Fehlannahmen' des Marktes
- Banken reagieren durch Aenderung der Finanzierungsstruktur → Einlagen gegen 'Kampfzinsen'.
- Aber Zinsniveaus entsprechen bei weitem nicht den Risiken.
- Rolle der EU-Aufseher, Bankenpass, EU Einlagensicherung?

# Deutsche Fehler (und *nur* deutsche)

- o Bankenregulierung:
  - Hohe Zinsrisiken, **Sparkassenmodell**
  - Hohe Liquiditätsrisiken bei Spezialisten
  - **Mangelnder politischer Kontrollwille** (Landesbanken)
  - SIVs, KfW, IKB & co.. Pleiten, Pech und Pannen.
  - **Politisch abhängige Aufseher**, Bundesbank = CDU, BAFIN = SPD
  - Banken kaufen Aufseher (Deuba)
- o Bankensystem
  - Brüsseler Erklärung verfrachtet 100 Mrd. **Steuergelder via Landesbanken ins Spielcasino.**
  - Verschleppte Restrukturierung, v.a. bei öffentlichen Banken
- o Kapitalmarktregulierung
  - **Volle Einlagensicherung** zerstört Kapitalmarkt
  - Porsche, VW und andere **verdrahtete Insider**
  - Pfandbriefe (hohe Subordinierung erhöht Run-Risiko, HRE) u.v.a.m.

## Bestandsmargen im Hypogeschäft, Hedge-Strategien



# Zusammenfassung - Krisenursachen

## o Staatsversagen

- Asien - Kreditlenkung / Sparschwemme, Fix-Wechselkurspolitik
- US - Privatverschuldung statt Sozialstaat
- US - Geldpolitik – Konjunkturpolitik statt Preisstabilität
- US- und EU-Regulierer von der Politik entmachtet
- EU - Staatsinterventionen (v.a. DE) und nationale Egoismen

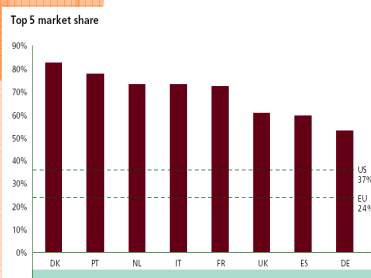
## o Marktversagen

- US - Investmentbanken, US- und EU-Banken (Hohe Privatverschuldung, Leverage (Hebel), Zinsrisiken, exzessive Komplexität, Gehälter)
- US - Ratingagenturen, Wirtschaftsprüfer arbeiten gegen Investoren
- US und EU: Kein ko-operativer Ansatz der Industrie zur Krisenprävention
- US und EU: Exzessiver Lobbyismus, 'Kaufen' von Regulierern.
- US - Privathaushalte: Verschuldung ohne Reue?

# Lösungen - auf der Suche ..



## EU-Marktkonzentration, Hyposektor



Bankensubventionen sind es jedenfalls nicht !

- o Wie lange, wieviel?
- o Langfristige Bankenstruktur?
- o Nationalismus?

## 4 Schritte zur sicheren neuen Katastrophe

- o Schritt 1: Teilverstaatlichung (Eigenkapital, Einlagensicherung)
- o Schritt 2: Staatlich gelenkte Konzentration (nationale Champions)
- o Schritt 3: Gravitation – Tod der Kapitalmärkte und der Transparenz (Schwarzes Loch Universalbank)
- o Schritt 4: Explosion durch zu hohe Risikokonzentration und Intransparenz (Banken-Supernova)

## Mögliche Lösungen im Regulierungsbereich

Institutionelle Reformen (v.a. EU)

- Beschränkung des Staates, v.a. staatlicher Einlagensicherung
- Stärkung der Aufsichtsbehörden, **FDIC-Modell?**
- EU **Cross-Border-Aufsicht**
- EU **Cross-Border-Markt** durchsetzen

Bankenreform

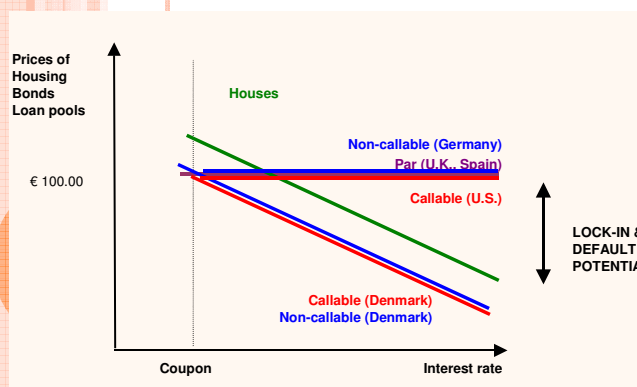
- Kapitalhaltung auch für Zins- und Liquiditätsrisiken! Insgesamt höheres **Eigenkapital**
- Neue **Managementregeln**: Boni strecken, unabhängiger Risiko-Vorstand, X-1 Boardmeetings.
- Zwang zur Emission von nachrangigen Schulden, **CDS als Frühwarnindikator**.
- **Verbraucherschutz**, auch Schutz von KMU oder Kommunen?

Kapitalmarkt reformieren:

- Schattenbanken abschaffen, Fonds-Transparenz
- Neues **Regime für Spezialisten**
- Risikotransfermärkte reformieren, z.B. Verbriefung, Pfandbriefe, CDS.
- **'Steuer' auf komplexe Produkte**, Derivate-Infrastruktur verbessern
- Kontrolle und neue Finanzierungsstrukturen der Gatekeeper (Rating, Wirtschaftsprüfung)

## Mögliche USA Hypomarkt-Lösung (Soros)

**Strategisches Dilemma – Schuldner schulden 100%, aber Marktwerte sind viel geringer**



Quelle: Finpolconsult.

○ Kernprobleme:

- 'Wilder' Privatsektor ohne gemeinsame Standards
- **Schuldner sitzen in der Falle** – negatives Eigenkapital
- **Banken verweigern Schuldenreduzierung**, bis es zu spät ist
- Komplexe Verbriefungsstrukturen erschweren Entscheidungen

○ Lösungsvorschlag:

- Dänischer Pfandbrief (hybrid aus MBS und dt. Pfandbrief)
- **Rückkaufoption** f. Schuldner, erlaubt einfache Restrukturierung
- **Nutzung TARP für Schuldenreduzierung**
- Daneben Privatisierung GSE

---

# Lehren aus der Finanzkrise

## Staatsversagen:

- Asien-Reformen: Wechselkurspolitik, Konsumankurbelung, Demokratie?
- US muss Wirtschaftsmodell umstellen, von Verschuldung auf Transfers
- Staaten sollten Konjunkturzyklen zulassen.
- Zentralbanken sollten unabhängig sein.
- Regulierer sollten unabhängiger werden, Machtzuwachs.

## Marktversagen:

- Bankenkapitalisierung rauf, Schattenbanken abschaffen, mehr Fondstransparenz.
- Komplexität ist Marktversagen, muss besteuert werden – Investor muss Produkt, das er kauft, verstehen.
- Anreizsysteme reformieren – Verbriefung, Rating, WP.

---

# END

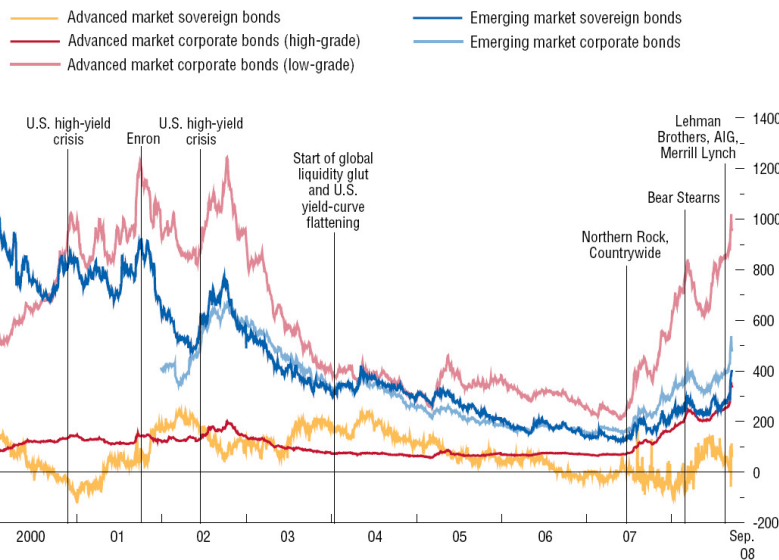
Hans-Joachim (Achim) Dübel

Finpolconsult.de

[aduebel@finpolconsult.de](mailto:aduebel@finpolconsult.de)

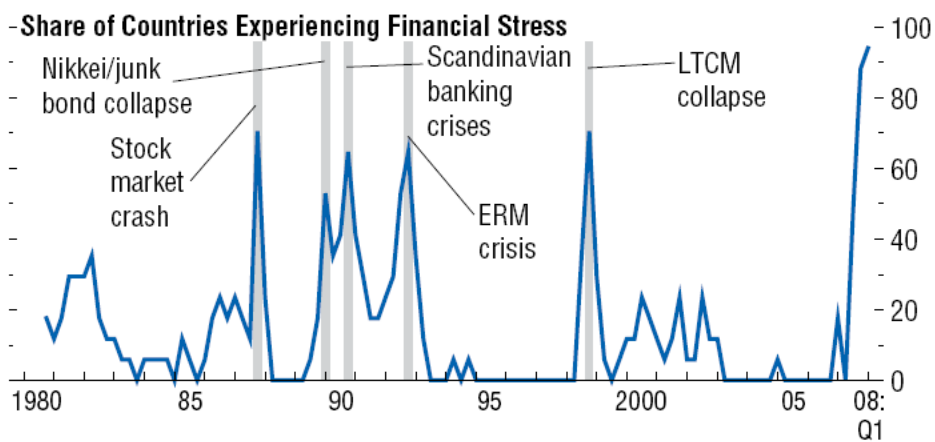
# Die Krise im Zeitablauf – Entstehung, Ausbruch

**Advanced and Emerging Markets: Sovereign and Corporate Bond Spreads, 2000–08<sup>1</sup>**  
(In basis points)



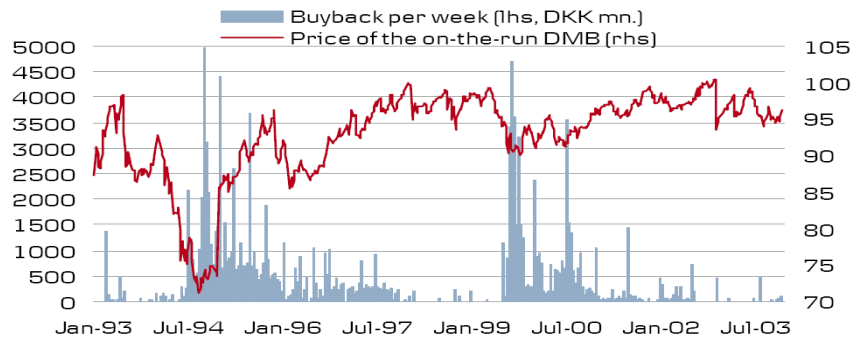
Quelle: IWF

# Die Zukunft: Kreditkrisen werden uns immer begleiten



Quelle: IWF

# Rückkaufoption in der Praxis (Dänemark)



- Buybacks of bonds where the bond price is 90 or below

- In Denmark's 1-1-System (one loan = one bond), consumers can act like firms. As bond prices fall (rates increase), consumers buy back their debt at the market price.
- They hence realize a capital gain, which can be reinvested to a new loan after a move. This avoids lock-in and keeps housing and bond markets liquid. Moreover it reduces duration risk for callable loans (esp. vis-à-vis the U.S.comparator).
- Are 1-1 issuance models (consumer-investor) the future of mortgage finance?