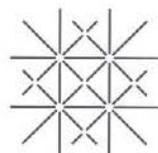


Wirtschafts krise



UNI
BASEL

Die Finanzkrise auf einen Blick

Axel Kind

Wie verlief die aktuelle Finanzkrise bisher? Wo liegen ihre Ursachen und was sind mögliche Auswege daraus? Eine Auslegeordnung.

Der in den Medien sehr oft verwendete Begriff «Finanzkrise» deutet implizit auf einen bestimmten und klar erkennbaren negativen Zustand der Finanzwirtschaft hin. In Wirklichkeit hat die gegenwärtige «Finanzkrise» mehrere unterschiedliche Phasen erlebt, die sich stark voneinander unterscheiden. Es lassen sich drei Hauptphasen abgrenzen.

Häuser, Banken, Konjunktur *Phase 1: Hypothekemarktkrise.* Diese Phase fällt in das erste Halbjahr 2007, als es im US-Hypothekarmarkt zu ersten erhöhten Kreditausfällen für «schlechte» (subprime) Schuldner kam. Finanzschwache Haushalte und Leute, die Häuser mittels der grosszügigen Kreditvergabe von Hypothekenanbietern gekauft hatten, waren nicht mehr in der Lage, die Zinsen zurückzuzahlen. Als Folge dieser weit verbreiteten Zahlungsunfähigkeit ging eine Reihe privater Kreditvergabeinstitute bankrott (so etwa New Century Financial, das grösste Institut, im April 2007). Damals war die «Finanzkrise» lediglich eine Hypothekemarktkrise, wie sie in dieser Form schon früher vorgekommen war.

Phase 2: Bankenkrise. Die nächste Phase wurde im Juli 2007 eingeleitet, als zwei Hedge Funds der Investmentbank Bear Stearns, die mit einem hohen Verschuldungsgrad in Hypothekarinstrumente investiert hatten, für bankrott erklärt werden mussten. Dass Bear Stearns den Bankrott dieser Fonds nicht abwenden konnte, hat grundsätzliche Fragen über ihre Zahlungsfähigkeit und die Stabilität des gesamten Bankensystems aufgeworfen.

Phase 3: Globale Konjunkturkrise. Diese Phase wurde durch den Bankrott von Merrill Lynch im September 2008 eröffnet, einer

der Ikonen des US-Bankensystems. Von da an breitete sich in den Finanzmärkten eine Welle von Unsicherheit und Furcht aus, die negative Effekte auch auf die gesamte reale Weltwirtschaft auslöste.

Da jedes dieser Ereignisse die Natur und das Ausmass der Krise grundlegend veränderte, ist es wichtig, sich diese drei Phasen zu vergegenwärtigen. Dafür lässt sich auf die Informationen abstützen, welche die Finanzmärkte selbst liefern. Eine davon ist die implizite Volatilität von Optionsmärkten, die das Ausmass des wahrgenommenen Risikos auf Finanzmärkten misst. Je höher die implizite Volatilität, desto grösser das Risiko und die Unsicherheit auf den Finanzmärkten. Die drei Phasen der Krise zeichnen sich durch ein ansteigendes Unsicherheitsniveau aus, wobei auffällt, dass dieses Niveau in der dritten Phase besonders hoch ist, nicht vergleichbar mit jenem in früheren Krisen.

Reihe von Ursachen Forschende und Praktiker haben eine Reihe von möglichen Ursachen für das Entstehen dieser Krise vorgeschlagen. Obwohl keine der folgenden Ursachen allein die Krise ausgelöst hat, waren sie doch alle mitverantwortlich.

Staatsregulierung des US-Hypothekarmarkts: Eine der schwerwiegendsten Begleiterscheinungen der «Grossen Depression» in den USA der 1930er-Jahre war das sogenannte «Social Housing Disaster»: Die Banken waren wegen der schlechten wirtschaftlichen Aussichten nicht mehr gewillt, die Hypothekendarlehen an Private zu verlängern. Darauf beschloss die Regierung, die Vergabe von Hypotheken aus politischen Gründen zu unterstützen. In den letzten Jahrzehnten hat diese Politik der Vergabe von expliziten und impliziten Staatsgarantien in einem gewissen Ausmass die Marktmechanismen verzerrt, zusätzliche

Unsicherheiten geschaffen und insgesamt die Anreize einer seriösen Kreditvergabe der Kreditinstitute geschmälert.

Überhöhte Risiken in der Finanzierung von Banken: Welche Risiken sie eingehen möchte, ist einer der wichtigsten strategischen Entscheide, den eine Bank zu treffen hat. Ihr Verschuldungsgrad (leverage), also das Verhältnis von Fremdfinanzierung zu Eigenkapital, ist einer der Kernparameter, der ihr Risiko bestimmt. Auf der Suche nach hohen Aktienrenditen (die eine Zeitlang auch erreicht wurden) erhöhten viele Banken ihren Verschuldungsgrad und somit ihr Risiko. Zudem finanzierten sie sich zunehmend durch kurzfristige Kredite, was sie einem erhöhten Illiquiditätsrisiko aussetzte.

Gier und Entlohnungssysteme: Vor einigen Jahrzehnten bemängelten noch viele Ökonomen, dass die Entlohnung von Topmanagern wegen einer zu grossen fixen Salärkomponente zu wenig Leistungsanreize schaffe. Nach den Buchhaltungsskandalen von 2002 und der heutigen Finanzkrise sieht man dies ganz anders. Die variable Entlohnung, bestehend aus Mitarbeiteroptionen, Aktien und Boni, stieg in den letzten Jahren stark an, was das Bild der geldgierigen Manager und Banker verstärkte. Problematischer ist jedoch, dass in der Bankenlandschaft die Entlohnung fast ausschliesslich an die kurzfristige Leistung gekoppelt ist. Dies führt dazu, dass das Ausmass der eingegangenen Risiken nicht berücksichtigt wird und dass somit implizit Anreize für eine erhöhte Risikobereitschaft gesetzt werden.

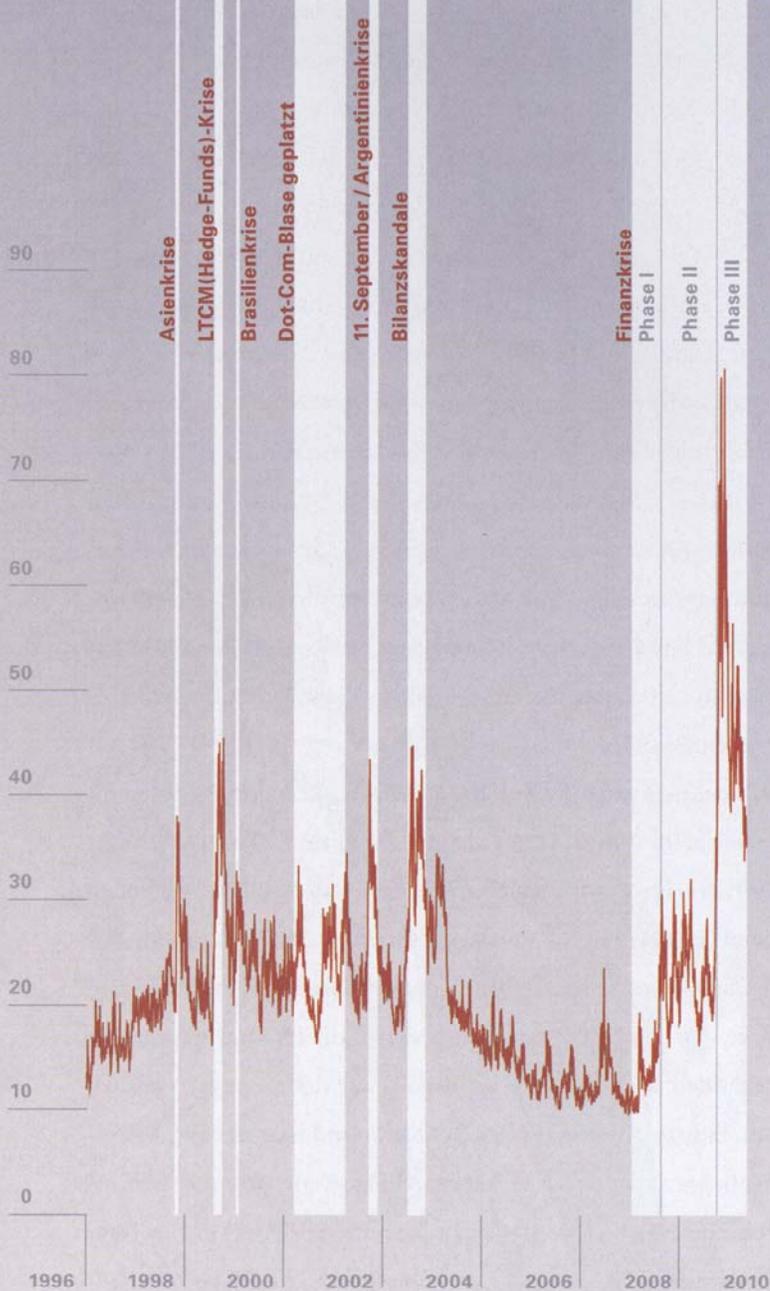
Fehlende Transparenz in hypothekarmarktbasierten Finanzprodukten: Eine bittere Ironie dieser Krise liegt darin, dass ausgerechnet die Verbriefung von Krediten, die wegen der Risikostreuung in der Finanzwissenschaft mit Nachdruck begrüsst wurde, zur Verbreitung der Krise vom US-Hypothekarmarkt ins internationale Bankensystem führte. Schuld an dieser Entwicklung waren die Komplexität und fehlende Transparenz in der Ausgestaltung der auf Hypothekarforderungen basierten Finanzprodukte. Es ist eine traurige Realität, dass viele Banken und Fonds in Wertpapiere investiert haben, deren Inhalt sie nicht verifizieren konnten oder nicht verstanden haben.

Fehlgeschlagene Risikoevaluation von Ratingagenturen: Die exzessive Sorglosigkeit bei Investitionsentscheidungen wurde auch durch die mangelhafte Risikoeinschätzung dieser Wertpapiere durch Ratingagenturen begünstigt. Einerseits war es selbst für diese nicht einfach, das Risikoprofil der Finanzinstrumente einzuschätzen. Andererseits hatten Ratingagenturen geringe Anreize, eine korrekte Risikobewertung vorzunehmen, weil sie von den gleichen Institutionen bezahlt wurden, deren Wertpapiere sie beurteilen mussten (Moral-Hazard-Problem).

Fehlgeschlagene Regulierung (Modellgläubigkeit): Schliesslich ist anzumerken, dass Banken selbstverständlich immer einer Staatsregulierung unterworfen waren. Dass diese Regulierung eine solch tief greifende Krise nicht abwenden konnte, wirft lange Schatten auf die Zweckmässigkeit der Kontrollmassnahmen. So liegt der Verdacht nahe, dass sich bei der Risikoeinschätzung die regulierten Banken, die Regulatoren und zum Teil auch die Wissenschaft zu stark und zu unkritisch auf mathematische Modelle mit ihren oft restriktiven Annahmen verliessen.

Umstrittene Impulspakete Die internationale Staatengemeinschaft zeigte Geschlossenheit bei der Bekämpfung der Krise und reagierte rasch auf drei Fronten: mit der Ausweitung der Geldmenge durch die Zentralbanken, mit der Erhöhung der sogenannten Fiskalimpulse, also Projekte zur Ankurbelung der Wirtschaft, und schliesslich mit Rettungspaketen für insolvente Banken. Während die Zentralbanken die Zinsen im Gleichtakt senkten, reagierten die Regierungen viel uneinheitlicher auf die Krise. Die Grafik rechts unten zeigt das Ausmass der Fiskalimpulse in Prozent des Bruttoinlandsprodukts, also dem Wert aller in einem Land in einem Jahr produzierten Güter, für ausgewählte Länder.

Zwar könnte man meinen, dass grosse Pakete gegen die Krise von Vorteil sind. Dennoch ist die Effektivität von solchen Fiskalimpulsen sehr umstritten – nicht aber die Kosten, die in Form einer höheren Staatsverschuldung verursacht werden und zukünftig abgebaut werden müssen. Grundsätzlich gibt es drei Auswege aus einer hohen Staatsschuld: Wirtschaftswachstum, Steuererhöhungen oder Inflation. Da in Zukunft nicht unbe-



Oben: Volatilität an den Aktienmärkten in den Finanzkrisen seit 1996 (helle Zonen): In der dritten Phase der aktuellen Krise wurde ein Unsicherheitsniveau sondergleichen erreicht (Grafik: Datastream).

Unten: Fiskalimpulse in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP): Bei der Wirtschaftsankurbelung liegt die Schweiz weit unter dem internationalen Durchschnitt (Grafik: UBS).

dingt von einem starken Wirtschaftswachstum ausgegangen werden kann, sind leider eher die letzteren beiden realistisch. Deshalb kann man aus Schweizer Sicht durchaus beruhigt sein, dass die bisherigen Fiskalimpulse im internationalen Vergleich eher bescheiden ausgefallen sind. Etwas problematischer ist die Notwendigkeit des im Oktober 2008 beschlossenen Rettungspakets zugunsten der UBS zu beurteilen, das nichts anderes als ein Transfer von Risiken ist: weg von der UBS und ihren Aktionären, hin zum Schweizer Staat und seinen Steuerzahlern.

Die schlimmsten Phasen der derzeitigen Finanzkrise scheinen – auf Kosten der Allgemeinheit und besonders der jüngeren Generation – allmählich überwunden zu sein. Die grosse Gefahr liegt nun darin, dass ausgerechnet die Art und Weise, wie die Krise bewältigt wurde, den Keim für eine neue (und durchaus sehr unterschiedliche) Krise in sich tragen kann. Denn: Neben der erhöhten Staatsverschuldung kann der Präzedenzfall einer staatlichen Sanierung von grossen Betrieben («too big to fail») nachteilige Anreize für die künftigen strategischen Unternehmensentscheidungen mit sich ziehen. Zudem lauert nach gravierenden Finanzkrisen auch immer die Gefahr einer übermässigen (Frust-)Regulierung, welche die (durchaus positive) Innovationskraft des Finanzsystems und dessen Leistungsfähigkeit schmälern kann. Die derzeitigen Regulierungsabsichten für Hedge Funds seitens der EU können als aktuelles Beispiel dieses erhöhten Regulierungswillens angesehen werden. ■

Prof. Axel Kind ist Assistenzprofessor und Leiter der Abteilung Corporate Finance an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Universität Basel.

