

Finanzkrise 2007/2008: Dossier

Dieses Mal ist alles anders!



Die Finanzkrise – eine Übersicht

Ende der 1990er Jahre und nach der Jahrtausendwende kam es in den USA zu einem beispiellosen Immobilienboom und danach zu einem ebenso einzigartigen Crash. Dieser infizierte nach und nach die gesamte Finanzbranche und weitete sich zu einer globalen Finanzkrise aus,

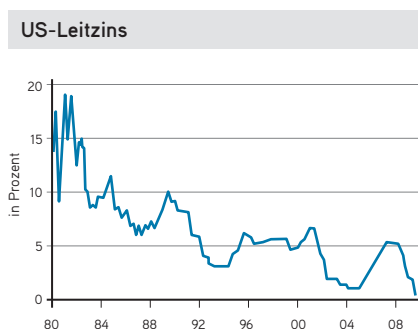
die auch die Realwirtschaft in Mitleidenschaft zog. Inzwischen befindet sich die Weltwirtschaft in der grössten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg; sie wird gelegentlich sogar mit der Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre verglichen. Wie ist es dazu gekommen?

Drei Ursachen spielten eine wesentliche Rolle: erstens historisch tiefe Zinsen, zweitens eine starke Ausweitung der Hypothekengabe, darunter auch an Schuldner mit geringer Kreditwürdigkeit, und drittens die Fehleinschätzung der Risiken der Kreditausweitung durch Banken, Investoren und Rating-Agenturen.

1. Historisch tiefe Zinsen

Nach dem Platzen der Spekulationsblase an der US-Technologiebörse um die Jahreswende 2000/2001 («Internet-blaste») und den Terroranschlägen vom 11. September 2001 gleitet die Weltwirtschaft in einen Konjunkturabschwung. Die US-Notenbank und andere Zentralbanken reagieren mit raschen und starken Zinssenkungen: In den USA wird der Leitzins von über 6 auf 1 Prozent gesenkt – den tiefsten Stand seit Ende der 1950er Jahre.

Die Zentralbanken belassen die Leitzinsen über mehrere Jahre hinweg auf tiefem Niveau und schaffen damit eine lange Periode des billigen Geldes. Das heisst, Kredite der Notenbank an die Geschäftsbanken sind günstig. Dadurch können auch die Geschäftsbanken ihren Kunden Kredite zu günstigeren Konditionen anbieten: Die Zinsen für Hypothekarkredite fallen. Das Kreditvolumen und die Verschuldung



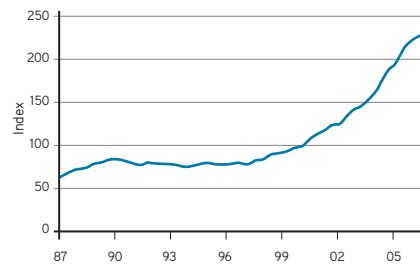
der Haushalte nehmen stark zu. Besonders ausgeprägt ist dies in den USA der Fall.

Dieser Prozess wird dadurch begünstigt, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren sehr viel gespart haben. Insbesondere aus China und den ölproduzierenden Staaten gelangt sehr viel Vermögen über das Finanzsystem in die Vereinigten Staaten. Geld ist also im Überfluss vorhanden – gesucht sind angemessene Renditen dafür. Der florierende US-Immobilienmarkt bietet attraktive Anlagemöglichkeiten. Dies heizt den Boom weiter an. An diesem Prozess sind Kapitalanleger (Investoren), Kreditvermittler (Banken und Immobilienmakler) und Kreditnehmer (Hypothekarschuldner) beteiligt:

- ▶ **Die Investoren** sind auf der Suche nach ertragsstarken Anlageformen für ihre Vermögen. Aufgrund tiefer Zinsen sind gewöhnliche Staats- und Unternehmensanleihen (Obligationen) wenig attraktiv. Aktien wiederum sind zu risikoreich. Interessant aber ist der US-Immobilienmarkt. Hier winken gute Renditen bei scheinbar geringen Risiken, gelten doch Immobilien traditionell als sichere Anlagen. Als Investoren treten neben privaten auch institutionelle Anleger wie Banken, Pensionskassen und Versicherungen aus aller Welt auf: Banken spielen in diesem Boom also eine mehrfache Rolle.
- ▶ **Die Hauskäufer und Hausbesitzer** sehen, dass die Hypothekarzinsen tief sind und ihr Einkommen steigt. Viele Menschen können sich jetzt den Traum vom Eigenheim erfüllen. Weil zudem mit weiter steigenden Häuserpreisen gerechnet wird, stocken viele Hausbesitzer ihre Hypotheken auf. Diese Neuverschuldung dient u.a. zur Finanzierung des Privatkonsums. Häuser sind ausserdem attraktive Spekulationsobjekte: Es wird massiv in Immobilien investiert, in der Hoffnung, diese später zu einem höheren Preis zu verkaufen.
- ▶ **Die Banken und Immobilienmakler** erkennen im Zusammenführen von Investoren und Kreditnehmern (Hauskäufer) ein ertragsstarkes Geschäft. Die Makler forcieren die Geschäftsabschlüsse und die Banken übernehmen diese Hypotheken bereitwillig. Infolge der steigenden Aktienpreise verfügen sie über genügend Eigenkapital, um das Kreditvolumen auszuweiten. Ausserdem gibt es neu die Möglichkeit, Hypotheken zu verbriefen, d.h., handelbar zu machen, und damit das Risiko abzutreten. Doch davon später im Abschnitt 3.

DIE FOLGE: Die Nachfrage nach Immobilien steigt aufgrund der tiefen Hypothekarzinsen und steigenden Einkommen. Banken und andere Investoren investieren gerne in Hypotheken, da die Rendite hier höher ist als bei anderen Anlagen. Viel Geld aus aller Welt fliesst daher über das internationale Finanzsystem in den US-Häusermarkt. Die Häuserpreise steigen, der Immobilienmarkt boomt.

Häuserpreisindex für 10 grosse US-Städte



2. Ausweitung der Hypothekengabe

Durch die starke Ausweitung der Kreditvergabe werden kreditwürdige Hypothekarschuldner rar. Gleichzeitig suchen Investoren immer noch nach Investmentmöglichkeiten im Häusermarkt. Um dieser Nachfrage nachzukommen, senken Banken die Anforderungen an die Kreditschuldner und vergeben immer häufiger Kredite an sogenannte Subprime-Schuldner. Das sind Haushalte mit tiefen Einkommen, die normalerweise als wenig kreditwürdig gelten. Aber die steigenden Häuserpreise verleiten Banken und Hypothekarschuldner zur falschen Annahme, dass die Geschäfte sicher sind und die Schuldenlast tragbar ist. Tatsächlich steigen die Kreditausfallrisiken im Subprime-Markt aber gewaltig an.

Eine wichtige Rolle bei der Ausweitung der Kreditvergabe an Subprime-Schuldner spielt die staatliche Wohnbauförderung in den USA. Mit der Unterzeichnung des «American Dream Downpayment Act» im Jahr 2003 beginnt die Regierung Bush, Haushalte mit tiefem Einkommen finanziell bei einem Hauskauf zu unterstützen.

Zudem sind die staatlich unterstützten Hypothekarinstitute Fannie Mae und Freddie Mac unter politischem Druck, sich stärker im Subprime-Markt zu engagieren. Das Subprime-Segment wächst rasch: Gehörte im Jahr 2000 erst jede zwanzigste neue Hypothek zur Subprime-Kategorie, ist es 2004 bereits jede fünfte.

DIE FOLGE: Der Immobilienboom wird weiter angeheizt und die Verschuldung der privaten Haushalte erreicht historische Höchstwerte. Das starke Wachstum des Subprime-Marktes bedeutet aber auch, dass die neuen Kredite mit höheren Risiken verbunden sind.

Doch weshalb werden die Anforderungen an die Schuldner ständig gesenkt und immer höhere Risiken eingegangen?

3. Fehleinschätzung der Risiken

Finanzinnovationen erlauben es den Banken scheinbar, das Hypothekengeschäft auszuweiten, ohne zusätzliche Risiken einzugehen. Die Innovation heisst Verbriefung.

Das Ganze funktioniert so: Immobilienmakler und lokale Hypothekarinstitute vermitteln Hypotheken an Kunden. Banken kaufen diese Hypotheken und geben auf dieser Grundlage hypothekarisch gesicherte, zinstragende Wertpapiere aus. Zur Praxis dieser Verbriefung kommt die Strukturierung von Finanzprodukten: Die Portfolios verbriefter Kredite werden in Tranchen mit unterschiedlichen Ausfallrisiken unterteilt, die von Rating-Agenturen entsprechend eingestuft werden. Tranchen mit einem guten Rating können auch von Instituten wie Versicherungen und Pensionskassen gekauft werden, die vom Gesetz her an hohe Ratings gebunden sind. So können die ursprünglichen Hypotheken scheinweise an Investoren aus aller Welt verkauft werden. Und wie gesagt gehören zu den Käufern häufig auch Banken.

Die Vorteile für die Banken liegen auf der Hand: Durch den Verkauf der verbrieften Hypotheken erhalten die Banken zum einen neue Gelder und verringern zum anderen ihre Risiken. Diese verteilen sich auf die Investoren aus aller Welt. Das Geschäft mit verbrieften und strukturierten Finanzprodukten auf der Basis von Hypotheken wächst wie der Subprime-Markt rasch: Mitte 2008 sind über 60% aller US-Hypotheken verbrieft und an Investoren verkauft.

Weshalb sieht fast niemand die Risiken, die mit den neuen Finanzinstrumenten verbunden sind?
Folgende Faktoren trüben den Blick:

► **Optimistische Zukunftserwartungen:**

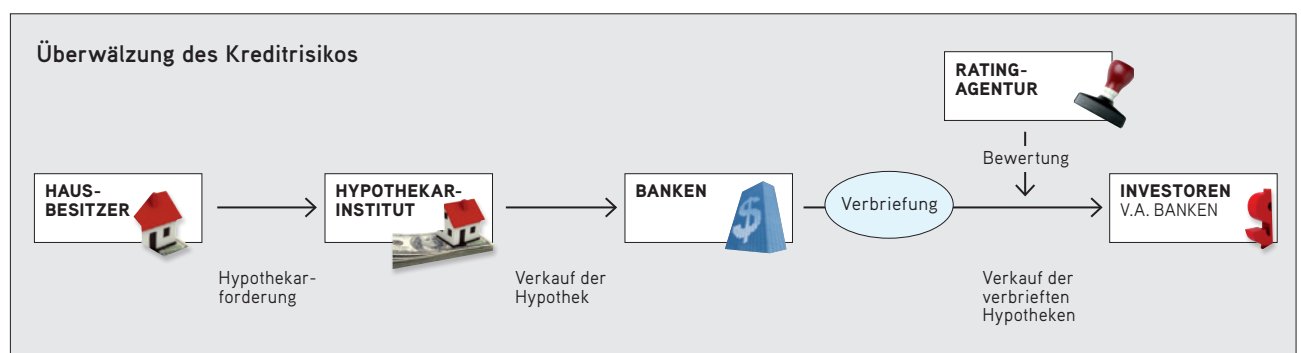
Die Marktteilnehmer sind in einem wirtschaftlich guten Umfeld allgemein sehr optimistisch und glauben an die Sicherheit von Immobilien.

Das Risiko von Zahlungsausfällen scheint minimal zu sein. Und sollte tatsächlich ein Schuldner seine Hypothek nicht mehr zurückzahlen können, so kann die Bank das Haus zwangsversteigern, d.h. verkaufen. Geht man von steigenden oder zumindest gleichbleibenden Häuserpreisen aus – was in den letzten Jahrzehnten tatsächlich der Fall war – so deckt der Verkaufserlös des Hauses den Wert der Hypothek und die Bank erleidet keinen Verlust. Daher rechnen die Rating-Agenturen bei der Bewertung der neuen Finanzprodukte nicht damit, dass die Verluste infolge von Zahlungsausfällen in Zukunft steigen werden.

► **Falsche Anreize:** Hypothekenv Verkäufer erhalten eine Umsatzprovision, tragen aber selber kein Risiko, weil sie die Hypotheken an Banken weiterverkaufen. Die Banker wiederum werden durch Bonussysteme zu kurzfristigem Gewinndenken und risikvollen Geschäften verleitet.

► **Intransparenz:** Da die Risiken mehrmals überwältigt und in komplexe Finanzprodukte verschachtelt werden, sind sie kaum mehr ersichtlich. Die Investoren sind daher gezwungen, den Bewertungen der Rating-Agenturen quasi blind zu vertrauen.

► **Fehlende Erfahrung bei der Regulierung und beim Rating:** Der Handel für die neuen Finanzprodukte ist ungenügend überwacht. Zudem haben sowohl die Regulierungsbehörden als auch die Rating-Agenturen kaum Erfahrung mit den neuartigen Finanzprodukten.



FAZIT: Durch die Praxis der Verbriefung wird das Risiko des Hypothekengeschäfts weitergegeben und verteilt. Gleichzeitig bewirkt die Komplexität der neuen Finanzprodukte, dass deren Risiko unterschätzt wird. Als Folge davon unterlegen die Banken diese Papiere mit zu wenig Eigenkapital.

4. Das Platzen der Blase (2006/2007)

Während der Hochkonjunktur in den Jahren 2004–2006 erhöht die US-Notenbank die Zinsen schrittweise, um die drohende Inflation zu bekämpfen. Auch die Hypothekarzinsen beginnen nun zu steigen. Vielen Subprime-Schuldnern steigt das Wasser rasch bis zum Hals: Sie werden zahlungsunfähig, die Kredite platzen und die Banken müssen die Häuser zwangsversteigern.

Die Zahl der zum Verkauf angebotenen Häuser nimmt rasch zu und die Häuserpreise fallen. Damit kommt ein Teufelskreis in Gang. Denn durch die sinkenden Häuserpreise sind weitere Hypotheken nicht mehr gedeckt und immer mehr Häuser werden zwangsversteigert.

Die rasch steigenden Verluste im Hypothekengeschäft bewirken eine drastische Einschränkung der Kreditvergabe für neue Hypotheken, wodurch die Nachfrage nach Häusern zurückgeht: Ein grösser werdendes Angebot steht damit einer sinkenden Nachfrage gegenüber. Als Folge davon gehen die Häuserpreise weiter zurück, was erneute Verluste, Krediteinschränkungen und Zahlungsausfälle nach sich zieht.

5. Die Folgen für das Finanzsystem (2007/2008) und die Massnahmen

Nachdem die Blase geplatzt ist, können die Banken ihre mit Hypotheken besicherten Finanzprodukte nicht mehr verkaufen und bleiben auf den faulen Papieren sitzen. Weil diese Finanzprodukte zudem stark an Wert verlieren, müssen Banken und andere Investoren riesige Bewertungskorrekturen und Abschreibungen vornehmen.

Bis Mitte 2008 schreiben die Banken weltweit 500 Mrd. US-Dollar ab. Da die Banken nicht mit so hohen Abschreibungen gerechnet haben, reicht das Eigenkapital häufig nicht aus, um die Verluste selber auffangen zu können. Eine Reihe von grossen Banken und Hypothekarinstituten in den USA sowie auch in Europa müssen Konkurs anmelden. Renommiertere Institute geraten an den Rand des Zusammenbruchs.

Gefährlich ist dabei, dass die Banken stark miteinander verflochten sind und gegenseitig hohe Verpflichtungen halten. Der Konkurs einer grossen Bank kann das ganze Finanzsystem erschüttern. Um dies zu verhindern, stützen Regierungen weltweit notleidende Banken mit Staatsgeldern.

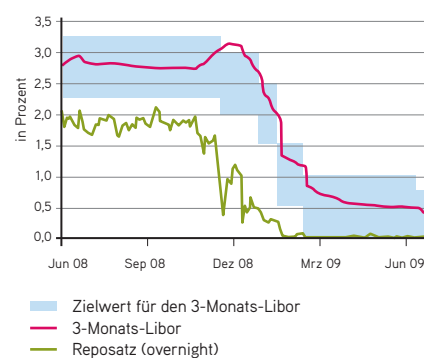
Im Herbst 2008 verschärft sich die Situation dramatisch. Unter den Banken kommt es nach dem Konkurs eines bedeutenden amerikanischen Instituts zu einer tiefen Vertrauenskrise. Keine Bank will der anderen mehr Geld leihen. Der für die Banken so wichtige Interbankenmarkt trocknet förmlich aus. Was ist geschehen?

Banken sind ständigen Zahlungsflüssen ausgesetzt. Fliesst an einem Tag mehr Geld aus einer Bank ab als zu, finanziert die Bank diese Abflüsse vorübergehend am Geld- und Interbankenmarkt. Verfügt eine Bank vorübergehend über zu viel Liquidität, leiht sie das Geld normalerweise über den Interbankenmarkt an andere Banken aus. Ereignen sich nun im Finanzsektor grosse Verluste, so steigt die Angst der Banken, ihre Mittel nicht mehr zurückzuerhalten.

Als Folge davon ziehen sich diejenigen Banken, die es sich leisten können, aus dem Interbankenmarkt zurück und horten ihre Liquidität. Die anderen können sich die nötigen flüssigen Mittel nicht mehr über den Interbankenmarkt beschaffen. Ihnen droht Zahlungsunfähigkeit. Es besteht die Gefahr eines Bank Run.

Angesichts dieser gefährlichen Situation senken die Notenbanken die Leitzinsen innert kürzester Zeit auf Tiefststände. Gleichzeitig treten sie immer stärker als Kreditgeber für die Banken auf und pumpen massenweise Geld ins Finanzsystem, um die Liquiditätsversorgung sicherzustellen und damit Bankzusammenbrüche zu verhindern.

Zinssenkungen der SNB im Herbst 2008



6. Die Folgen für die Realwirtschaft (ab Herbst 2008)

Die massiven Verluste im Bankensektor führen in den USA und in anderen Ländern zu einem starken Rückgang der Kreditvergabe und damit der Investitionstätigkeit. Die Verlangsamung der US-Konjunktur überträgt sich zudem rasch auf diejenigen Länder, die viel in die USA exportieren – dazu gehören insbesondere Deutschland und Japan.

In den Industrieländern verschlechtern sich die Wirtschaftsaussichten. Die Wirtschaftsleistung schrumpft und die Arbeitslosigkeit steigt. Der Welthandel bricht regelrecht ein. Vom globalen Nachfrageeinbruch werden zusehends auch die aufstrebenden Volkswirtschaften getroffen. Einige Staaten – darunter osteuropäische Länder – beantragen beim Internationalen Währungsfonds (IWF) Finanzhilfe.

Um die fehlende Nachfrage zu ersetzen, erhöhen viele Regierungen die Staatsausgaben und verabschieden milliardenschwere Konjunkturpakete.

7. Zusammenfassung und Ausblick

Die Finanzkrise der letzten Jahre hat unsere Wahrnehmung der auf den Finanzmärkten bestehenden Risiken grundlegend verändert und eindrücklich die Verwundbarkeit des internationalen Finanzsystems vor Augen geführt.

Sie hat insbesondere gezeigt, dass neuartigen Entwicklungen und Produkten auf Finanzmärkten, die scheinbar das Risiko vermindern, vorsichtig und überlegt begegnet werden muss. Durch die Komplexität dieser Produkte wurden die Risiken intransparent, sodass nicht einmal mehr die Spezialisten der Banken und Rating-Agenturen den Durchblick hatten.

Zusammen mit tiefen Zinsen, falschen Anreizen im Finanzsystem und einer «Ersparnisschwemme» aus aufstrebenden Volkswirtschaften wie China nährte dies den Immobilienboom in den USA und führte zu einer stark steigenden Verschuldung von Banken und privaten Haushalten. Die ab 2006 steigenden Zahlungsausfälle am Häusermarkt konnten von den Banken nicht lange getragen werden. Der Crash am US-Immobilienmarkt führte schnell zu grossen Verlusten.

Infolge der starken Verflechtung zwischen den Banken kam es zu einer schwerwiegenden Vertrauenskrise. Das weltweite Finanzsystem geriet an den Rand des Zusammenbruchs und wäre ohne die massiven Interventionen von Notenbanken und Regierungen zusammengebrochen.

Inzwischen ist an den Finanzmärkten eine gewisse Normalität eingekehrt, und es gibt Anzeichen, dass sich die Weltwirtschaft langsam aus der tiefen Rezession zu lösen beginnt (Stand Mai 2010).

Die grosse Frage lautet nun, was unternommen werden muss, damit es nicht wieder zu einer solchen Finanzkrise kommt. Die Antwort steht noch aus. Es herrscht jedoch weitgehend Einigkeit darüber, dass auf vielen Gebieten Handlungsbedarf besteht: Verbesserung der Anreizstrukturen der Banken, Schaffung von Transparenz bei den Finanzprodukten, Stärkung der Bankenüberwachung und schliesslich die Erhöhung des Finanzwissens der Bevölkerung.



Inhaltsverzeichnis

Spekulationsblasen	7
Zu viel Hypothek ist ungesund	8
Warum rettet man Banken und nicht Mobilfunkanbieter?	9
FAQ zum Hilfspaket der UBS	10
Der grosse Handelskollaps	11
Schmerzhaftes Entschuldung	12
Das Problem ist die Unsicherheit	13
Staatsgarantien auf Bankguthaben	14
Die aktuelle Krise aus der Perspektive der 30er-Jahre	15
Der Schatten der grossen Depression	16
Staaten bekämpfen die Staatsgarantie	17
«This Time is Different»	18
Glossar	19

Spekulationsblasen

Die gegenwärtige Finanzkrise gründet zu einem grossen Teil in Fehlentwicklungen im US-amerikanischen Häusermarkt. Nach einem starken Anstieg der Häuserpreise in nur wenigen Jahren hat der Trend Mitte 2006 plötzlich gekehrt. Seit zwei Jahren sinken die Preise ziemlich rasch; ein Ende der Talfahrt ist nicht abzusehen.

Bei der Frage nach den Ursachen für diese Entwicklung ist oft von «Spekulationsblase» die Rede. Was steckt hinter diesem Begriff?

In den Augen von Ökonomen sind Immobilien vergleichbar mit anderen Vermögensanlagen wie Obligationen oder Aktien. Der Marktpreis einer solchen Anlage widerspiegelt die Erwartungen der Investoren über die zukünftigen Vermögensströme (Dividenden, Zinszahlungen, Wertsteigerungen etc.). Verschlechtern sich die realwirtschaftlichen Aussichten, so sinkt in der Regel der Kurs und umgekehrt.

Neben dem Marktpreis kennen Ökonomen das Konzept des Fundamentalwerts. Dieser stellt den «wahren, realistischen Wert» einer Anlage dar, welcher dem Wertpapier aus gegenwärtiger Sicht unterliegt. Im Unterschied zum Marktpreis kann dieser aber nirgends abgelesen, sondern muss von Analysten und Investoren geschätzt werden.

Sind die Erwartungen der Investoren spekulativ und überoptimistisch (oder umgekehrt, übermässig pessimistisch), so können sich der Marktpreis eines Wertpapiers und dessen Fundamentalwert für längere Zeit voneinander entkoppeln. Ökonomen sprechen in diesem Fall von einem «Bubble».

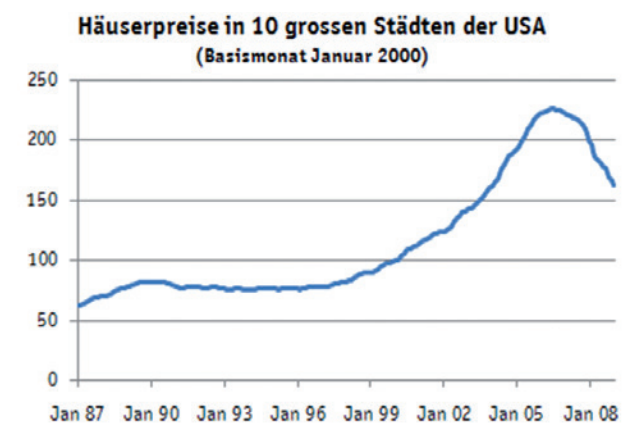
Obwohl diese Abweichung durchaus gross sein kann und oft von psychologischen Faktoren abhängt, kann sich der Marktpreis nicht beliebig weit und beliebig lang vom Fundamentalwert entfernen, sondern muss sich längerfristig wieder an diesen anpassen. Typischerweise erfolgt die Korrektur sehr abrupt.

Denn nachdem sich im Markt die Erkenntnis einmal durchgesetzt hat, dass eine bestimmte Klasse von Vermögensanlagen überbewertet ist, versuchen sehr viele Marktteilnehmer gleichzeitig, die betreffenden Wertpapiere zu verkaufen. Es kommt zum Crash.

Manchmal werden Forderungen laut, die Geldpolitik solle versuchen, solche Szenarien aktiv zu bekämpfen. Was sich theoretisch gut anhört, ist in der Praxis ein schwieriges Unterfangen. Denn von einem Preisanstieg bestimmter Vermögenswerte mit Sicherheit zu sagen, dass es sich um eine spekulative Blase handelt, ist erst möglich, nachdem die Blase geplatzt ist. Grund dafür sind die oben beschriebenen Unsicherheiten bezüglich Fundamentalwert.

Und selbst wenn sich eine Spekulationsblase im Voraus als solche erkennen liesse, ist unklar, wie die Geldpolitik darauf reagieren sollte. Erst eine massive Intervention der Zentralbank (mittels markanter Leitzinserhöhung) dürfte eine Blase zum Platzen bringen. Dies hätte jedoch stark negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft (massiver Konjunkturerbruch). Daher ist die Gefahr gross, dass eine solche Politik mehr Schaden anrichtet als Nutzen stiftet.

Die Geldpolitik kann Spekulationsblasen also kaum bekämpfen. Aber sie kann einen Beitrag dazu leisten, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen, damit die Konsequenzen geplatzter Spekulationsblasen milder ausfallen.



Quelle: Standard & Poors

Zu viel Hypothek ist ungesund

Die Finanzkrise ist nicht zuletzt eine Folge mangelnder ökonomischer Kenntnisse, meint – wie viele andere – der bekannte Ökonom Robert Shiller. Und fordert deshalb in einer Kolumne (How About a Stimulus for Financial Advice?) mehr Mittel für Finanzbildung. Einmal abgesehen davon, dass mehr Ausgaben nicht zwingend mehr Kenntnisse bedeuten, ist der Einfluss von ökonomischer Bildung auf Finanzkrisen in der Tat eine interessante Frage.

Fakt ist: Viele Schuldner namentlich in den USA erhielten Hypotheken, die sie sich kaum leisten konnten. 2005 erwarben laut einem US-Report 43% aller erstmaligen Hausbesitzer ihr Haus mit null (!) Eigenkapital. Schwieriger zu erfassen ist, inwiefern das aktuelle Schlamassel mit wirtschaftlicher Bildung zu tun hat. Diverse jüngere Studien zeigen, dass

- Schuldner alarmierend wenig wissen über ihre Hypotheken und Folgen von Zinsänderungen,¹
- Leute mit weniger Finanzkenntnissen mehr Schulden anhäufen²
- Hausbesitzer, die eine (unabhängige) Beratung erhielten, weniger oft in Zahlungsprobleme geraten.³

Personen mit mehr Finanzkenntnissen sind offenbar umsichtiger Schuldner. Ein solches Verhalten – so kann man weiter spekulieren – hätte die US-Hypothekenkrise vermutlich entschärft. Insgesamt ist dieser Zusammenhang aber noch erstaunlich wenig untersucht.

Der Ruf nach mehr Bildung ist nicht unumstritten. Die aktuelle Krise hat diverse Ursachen wie verfehlte Anreizsysteme, Missmanagement und Einfluss der Politik (was man jedoch auch mit ökonomischer Kompetenz verbinden könnte). Zudem gibt es Zweifel am Potenzial von mehr Bildung. Wer durchschaut schon die heutigen komplexen Finanzprodukte? Manch hochkarätige Bankspezialisten scheinbar nicht ...

Doch die letzte Frage führt meines Erachtens in die Irre. Es geht nicht darum, komplexe Produkte, sondern elementare Prinzipien zu verstehen. Zum Beispiel, dass es riskant ist, ohne Eigenkapital und mit wenig Einkommen ein Haus zu kaufen – mit welchem raffiniertem Kreditprodukt auch immer. Oder dass ein steigender Preis in den Vorjahren keine Garantie für die Zukunft ist.

¹ Die Federal Reserve Bank of Boston befragte letztes Jahr 350 Hausbesitzer u.a. nach den Modalitäten ihrer Hypotheken. Etwas perfide, denn die Antworten waren aufgrund zentraler Daten schon bekannt – nur den Betroffenen offenbar nicht. So meinten etwa 30% der Schuldner mit variablen Hypotheken, ihre Zinsen seien fixiert.

² Vgl. Lusardi, A., und P. Tufano, 2008. Debt Literacy, Financial Experience and Overindebtedness. Working Paper.

³ Mehr dazu in: M. Martin, 2007. A Literature Review on the Effectiveness of Financial Education. WP 07-03 Federal Reserve Bank of Richmond.

Warum rettet man Banken und nicht Mobilfunkanbieter?

In den letzten Tagen und Wochen mussten die US-Behörden sowie einige europäische Regierungen Rettungskredite und Staatsgarantien für Not leidende Finanzinstitute in Milliardenhöhe sprechen. Diese Staatsinterventionen zeigen, welchen Preis die Behörden zu zahlen bereit sind, um einzelne Finanzinstitute vor dem Zusammenbruch zu bewahren.

Doch was rechtfertigt solch kostspielige Staatseingriffe? Und woran liegt es, dass man Finanzinstitute eher rettet als Autohersteller oder Mobilfunkanbieter?

Einerseits liegt der Grund für diese Sonderrolle in der grossen volkswirtschaftlichen Bedeutung des Bankensystems: Die Banken erfüllen mit ihren Tätigkeiten drei zentrale Funktionen für die Wirtschaft.

Erstens fungieren sie als Kreditgeber für Unternehmen und Privathaushalte (= aktives Kreditgeschäft): Unternehmen müssen sich Fremdkapital beschaffen, um Investitionen zu tätigen, und Privathaushalte benötigen Kredite, um grössere Güter und Dienstleistungen (z.B. Eigenheim) zu kaufen, die sie nicht mit eigenen Mitteln finanzieren können. Folglich hängt die Höhe der getätigten Investitionen und der Konsumausgaben in einer Wirtschaft massgeblich davon ab, wie gut sich die Unternehmen und Privathaushalte bei Finanzinstituten Geld ausleihen können.

Zweitens sind die Banken auch Vermögensverwalter (= passives Kreditgeschäft) der oben genannten Marktteilnehmer und tragen damit eine grosse volkswirtschaftliche Verantwortung. Und drittens wickeln die Banken den Zahlungsverkehr ab, was die Abwicklung von Markttransaktionen für Private und Unternehmen erheblich erleichtert.

Aufgrund dieser drei Funktionen nimmt die Finanzbranche eine Schlüsselrolle im Wirtschaftsgeschehen ein. Deshalb ist klar, dass ein Kollaps einer Bank unter Umständen beträchtlichen Schaden für die Gesamtwirtschaft verursachen kann.

Andererseits liegt der Grund für die staatliche Sonderbehandlung der Banken in der Struktur und Beschaffenheit des Bankensystems. Denn erstens sind einzelne Finanzinstitute schon aufgrund ihrer Grösse «too big to fail» und zweitens besteht eine starke und weitreichende Verflechtung der Banken.

Im Unterschied zu anderen Branchen sind die Finanzinstitute in hohem Masse voneinander abhängig: Sie sind darauf angewiesen, sich auf dem Interbankenmarkt bei anderen Finanzinstituten Liquidität beschaffen zu können. Der Kollaps einer Bank kann einen Dominoeffekt («Financial Contagion») auslösen und die Stabilität des gesamten Finanzsystems gefährden.

Grundsätzlich gilt: Je grösser und verflochtener eine Bank ist, desto stärker wird deren Kollaps andere Banken in Mitleidenschaft ziehen und desto wahrscheinlicher wird eine staatliche Intervention.

Bei einem Autohersteller oder einem Mobilfunkanbieter besteht dieses sogenannte Systemrisiko nicht. Angenommen, die Sunrise Communications AG ginge Konkurs, dann wären ihre Konkurrenten Swisscom oder Orange nicht existenziell bedroht und es entstünde auch kein vergleichbarer Schaden für die restlichen Teile der Volkswirtschaft. Es fände lediglich eine Konsolidierung der Branche statt, wobei sich die verbleibenden Marktteilnehmer neu positionieren und Marktanteile hinzugewinnen würden.

Zusammengefasst lautet die Antwort auf die zu Beginn gestellten Fragen: Die grosse Bedeutung der Banken für die Wirtschaft und das erhöhte Systemrisiko erklären, warum die Bereitschaft für Staatsinterventionen bei der Finanzbranche höher ist als bei anderen Branchen.

FAQ zum Hilfspaket der UBS

Jetzt ist es auch in der Schweiz so weit: Der Bundesrat, die Schweizerische Nationalbank (SNB) und die Eidgenössische Bankenkommission haben Hilfsmassnahmen für die Grossbank UBS beschlossen. Das ist zweifellos ein ausserordentliches Ereignis. Rekapitulieren wir nochmals einige wichtige Fragen in Kürze:

Weshalb benötigt die UBS Hilfe? Aufgrund der Verunsicherung und mangels Vertrauens der Finanzmärkte in die Banken erlitt die UBS massive Geldabflüsse und hatte Mühe, auf dem Markt neues Kapital zu beschaffen.

Worin besteht die Unterstützung des Bundes? Er gewährt der UBS neues Kapital von 6 Milliarden CHF mit einem Darlehen, das später zwingend in Eigenkapital (d.h. in Aktien) verwandelt wird.

Worin besteht die Unterstützung der SNB? Eine Auffanggesellschaft übernimmt von der UBS für 60 Milliarden USD illiquide Aktiven (d.h. Vermögen, das man zurzeit schlecht verkaufen kann). Die UBS zahlt 6 Milliarden USD als Puffer für Verluste in diese Auffanggesellschaft. Den Rest von maximal 54 Milliarden finanziert die SNB mit einem gesicherten Kredit (d.h., die Aktiven dienen als Pfand).

Weshalb kann der Staat diese Hilfe leisten und der Markt nicht? Anders als die Banken steht die SNB nicht unter Zeitdruck. Sie kann warten, bis sich die Lage beruhigt und man die Aktiven wieder besser verkaufen kann. Bund und SNB können zudem zu deutlich besseren Bedingungen Kapital aufnehmen als zurzeit die Banken.

Was können Bund und SNB verlieren? Der Bund kann den Zuschuss zum Teil verlieren, wenn der Aktienkurs der UBS auch langfristig weiter einbricht. Die SNB kann einen Teil des Kredits verlieren, wenn er nicht zurückbezahlt wird und die verpfändeten Aktiven auch langfristig nur mit Verlust zu verkaufen sind (im Vergleich zur heutigen Bewertung). Verluste bis zu 6 Milliarden USD würde die Auffanggesellschaft tragen, einen allfälligen Rest die SNB. In diesem Fall erhielte die SNB allerdings als letzte (teilweise) Absicherung UBS-Aktien.

Was können Bund und SNB gewinnen? Die Darlehen werden risikogerecht (d.h. gut) verzinst und sind zurückzuzahlen (bzw. beim Bund in Aktien umzutauschen). Verkauft die Auffanggesellschaft die illiquiden Aktiven später mit Gewinn, erhält die SNB den grössten Teil davon. Das zentrale Motiv ist aber die Stabilisierung des Finanzsystems.

Wie finanziert die SNB das Darlehen an die Auffanggesellschaft? Anfänglich beschafft sich die SNB die Mittel bei der amerikanischen Notenbank, indem sie Franken gegen Dollar tauscht (in der Fachsprache Dollar-Franken-Swap genannt). Später wird sie die Dollarbeträge am Kapitalmarkt aufnehmen (d.h. sich verschulden). Die SNB muss dafür weniger Zins bezahlen, als sie von der Auffanggesellschaft erhält. Somit erleidet sie keinen Verlust durch Zinsaufwand. Und sie muss auch nicht ihre Währungsreserven einsetzen.

Der grosse Handelskollaps

In der zweiten Hälfte 2008 erlitt der Welthandel einen plötzlichen, heftigen und überall gleichzeitigen Einbruch, was bereits in einem früheren Blogbeitrag am Beispiel des Aussenhandels auf dem Seeweg aufgezeigt wurde. Ein kürzlich veröffentlichtes E-Book, geschrieben für die Handelsminister aus aller Welt, fasst die Forschungsergebnisse von führenden Ökonomen zur Ursache dieses Kollapses, zu dessen Konsequenzen und den Aussichten auf eine Erholung zusammen.¹

Die Autoren sind sich einig, dass die Ursache für den Handelskollaps auf der Nachfrageseite zu finden ist. Vor allem der Kauf von langlebigen Gebrauchs- und Investitionsgütern wurde in der grossen Vertrauenskrise nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers hinausgeschoben.

Der Konkurs von Lehman war der Höhepunkt von vielen Ereignissen, die für eine grosse Unsicherheit am Markt sorgten. Resultate aus der Verhaltensökonomie zeigen, dass sich die Menschen in der Angst vor dem Unbekannten extrem risikoavers verhalten (im Gegensatz zu einer Situation mit abschätzbarem Risiko, wenn alle unterschiedlich wahrscheinlichen Ergebnisse bekannt sind, wie z.B. im Casino). Im Herbst 2008 hatten Konsumenten, Unternehmen und Investoren weltweit in der Tat keine Ahnung, was auf sie zukommen würde, und übten sich deshalb in Zurückhaltung, bis das Ausmass der Krise besser abgeschätzt werden konnte.

Zwei Faktoren verstärkten den Nachfrageschock und sorgten dafür, dass der Handel viel stärker einbrach als das gesamte BIP.

1. Struktureffekt: Der Nachfrageschock war zwar sehr gross, aber auf einen eher schmalen Wertschöpfungsbereich fokussiert – die langlebigen Gebrauchs- und Investitionsgüter. Dieser Bereich macht nur einen kleinen Teil des weltweiten BIPs, aber den Hauptteil des weltweiten Handels aus.

2. Synchronitätseffekt: Das Ausmass des Handelskollapses ist darauf zurückzuführen, dass die Importe und Exporte fast aller Länder gleichzeitig fielen.

Am Ursprung dieser Entwicklung steht die Globalisierung mit der Internationalisierung der Lieferketten («supply chains»). Zögerliches Kaufverhalten wird sofort auf die ganze internationale Lieferkette übertragen, wodurch die Handelsaktivität fällt.

Im Unterschied zu früheren Krisen beeinflussten angebotsseitige Faktoren den Einbruch im Welthandel weniger stark. Selbst als die globalen Kreditmärkte einfroren, war der Rückgang in der Handelsfinanzierung relativ moderat und konnte den Handel nicht massiv schwächen, was laut den Autoren des E-Books der raschen und massiven Unterstützung durch die Notenbanken zu verdanken ist.

Erstaunliche Einigkeit herrscht bei den Autoren bezüglich der Folgerungen aus dem grossen Handelskollaps: Globale Handelsungleichgewichte müssen bekämpft werden, indem unter anderem Wechselkurse neu ausgerichtet und Staatsdefizite reduziert werden, um einen protektionistischen Rückschlag zu verhindern.

¹ www.voxeu.org/index.php?q=node/4297

Schmerzhaftes Entschuldung

Viele Anleger sind angesichts der Entwicklung an den Finanzmärkten in getrübtter Stimmung, denn sie haben viel Geld verloren. Der globale Wert der Börsen ist seit Anfang 2008 um rund 30 Billionen Dollar gesunken und hat sich somit praktisch halbiert. Wie der «Economist» ausrechnet, wäre jemand besser gefahren, monatlich 100 Dollar unter die Matratze zu legen, anstatt es in Aktienfonds zu investieren.

Obwohl Menschen rund um die Welt von der Finanzkrise betroffen sind, sind die privaten Haushalte in den USA in einer besonders schwierigen Lage. Nicht nur haben viele Amerikaner Vermögensverluste erlitten durch sinkende Aktienkurse, sondern auch durch markant sinkende Häuserpreise. Hinzu kommt, dass die Amerikaner im Vergleich zu anderen Ländern relativ hohe Schulden und wenig Ersparnisse auf ihren Bankkonten haben. Die Sparquote der US-Haushalte (Anteil am verfügbaren Einkommen, das nicht für den Konsum ausgegeben wird) liegt seit dem Jahr 2000 nahe bei null. Zum Vergleich: Die Schweiz und Deutschland haben private Sparquoten von ca. 15 bzw. 10 Prozent.

Der Grund für die tiefe Sparquote liegt im übermässigen Konsum der amerikanischen Bevölkerung. Sie wurde durch tiefe Zinsen und eine exzessive Kreditvergabe der Banken angetrieben. Ausserdem vermittelten die steigenden Wertpapier- und Häuserpreise vielen Leuten das Gefühl, dass diese Kredite durch ausreichend eigenes Vermögen gedeckt waren.

Doch im Zuge der Finanzkrise sank das Vermögen vieler Amerikaner markant und die Last der Kreditschulden wurde grösser. Deshalb sind nun viele gezwungen, ihre Schulden abzubauen.

Die Entschuldung kann auf zwei Arten erfolgen. Erstens können die Kredite durch den Verkauf von Vermögenswerten wie Immobilien und Wertschriften zurückbezahlt werden. Das hat zur Folge, dass die Preise für diese Vermögensanlagen weiter unter Druck geraten.

Zweitens können die Schulden aus dem Einkommen getilgt werden, was Konsumverzicht bzw. Sparen erfordert. Das hat einen negativen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage: Da der Konsum momentan die Stütze der US-Konjunktur darstellt, trifft ein Rückgang des privaten Konsums die von der Finanzkrise gebeutelte Wirtschaft besonders hart. Aus diesem Grund versucht die US-Regierung die sinkende Nachfrage mit fiskalpolitischen Massnahmen zu stützen.

Obwohl die Entschuldung schmerzhaft ist und der Wirtschaft kurzfristig schadet, ist dieser Prozess notwendig. Denn ein «Leben auf Kredit», gekoppelt mit dem Glauben an stetig steigende Preise für Vermögenswerte, ist langfristig nicht tragbar und bedarf früher oder später einer Korrektur.

Das Problem ist die Unsicherheit

Die schlechten Nachrichten sind nun offiziell. Nach einem Rückgang des BIP von 0,1% im 3. Quartal 2008 rechnet das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) für das 4. Quartal mit einem Rückgang von 0,3%. Damit befindet sich die Schweiz in der Rezession. Zu deren Bekämpfung hat der Bundesrat bereits zwei Phasen von Konjunkturprogrammen beschlossen, an der dritten Phase wird derzeit intensiv gearbeitet.

«Was soll die Politik tun?», fragt Olivier Blanchard in einem Artikel in «The Economist» vom 29. Januar 2009.¹ Blanchard ist Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF) und hat bereits vor Monaten auf den Ernst der Lage hingewiesen.

Der Kern der gegenwärtigen Probleme liegt gemäss Blanchard in der Unsicherheit, welche in den Märkten überall vorherrscht. «Werden die Bestellungen in den nächsten Quartalen noch stärker zurückgehen?», fragen sich die Unternehmer. «Werde ich in drei Monaten meine Arbeitsstelle noch haben?», fragen sich die Arbeitnehmer.

Bevor der Unternehmer weitere Investitionen tätigt, der Konsument ein neues Auto kauft oder die nächste Reise bucht, ist es für ihn besser, abzuwarten, um zu schauen, wie sich die Lage entwickelt. Genau hier sieht Blanchard Handlungszwang und -spielraum für die Politik. Der Staat muss in erster Linie die Unsicherheit reduzieren – doch wie?

Blanchard sieht folgende Handlungsfelder für die Politik. Erstens müssen die Finanzmärkte beruhigt und die Banken rekapitalisiert werden. Die Bücher der Investoren sind immer noch voll von Anlagen, deren (zukünftiger) Wert ungewiss ist. Notfalls muss der Staat für diese gar geradestehen.

Die Banken müssen durch frisches und notfalls staatliches Eigenkapital wieder auf gesunde Beine gestellt werden, sodass sie den Mut haben, der Wirtschaft wieder reichlich Kapital zur Verfügung zu stellen. Weitere Bankkonkurse wären für die Gesellschaft fatal. Zweitens muss die Nachfrage vom Staat beispielsweise mittels Infrastrukturausgaben stimuliert werden. Zudem müssen durch Subventionen und Steuersenkungen Anreize geschaffen werden, damit von der Privatwirtschaft wieder mehr Geld ausgegeben wird.

Mit diesen Programmen wird einerseits die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch die Staatsausgaben direkt erhöht. Andererseits werden Konsumenten und Unternehmer zuversichtlich gestimmt und so werden sie eher heute als morgen in neue Maschinen investieren oder neue Kleider kaufen. Der Rezession würde so die Stirn geboten und der Weg zum Wiederaufschwung geebnet.

¹ www.economist.com/node/13021961

Staatsgarantien auf Bankguthaben

Die jüngsten Nachrichten von Not leidenden Finanzinstituten und staatlichen Interventionen in zahlreichen europäischen Staaten haben für grosse Unsicherheit gesorgt. In der Folge wurde der gesetzliche Einlegerschutz, welcher Kundengelder im Konkursfall einer Bank absichert, verstärkt.

Während die EU die minimal garantierte Einlagensumme pro Bankkunde von 20 000 auf 50 000 Euro erhöht, garantieren die Regierungen von Deutschland, Dänemark und Irland sogar sämtliche Bankguthaben in unbegrenzter Höhe. Die deutsche Regierung garantiert somit Bankguthaben im Wert von rund einer Billion Euro – die grösste je ausgesprochene Staatsgarantie. Warum erhöhen die Staaten diese Garantien auf Bankguthaben?

Viele Bankkunden sind aufgrund der aktuellen Bankenkrise über die Sicherheit ihrer Ersparnisse besorgt. Die Staatsgarantien sollen nun das Vertrauen der Sparer in die Banken stärken und vor allem verhindern, dass Guthaben im grossen Stil abgehoben werden. Denn wenn viele Kunden panikartig ihre Einlagen abziehen wollen (Bank Run), kann das zum Zusammenbruch der Bank führen. Dies hätte wiederum negative Auswirkungen auf andere Finanzinstitute und kann die Stabilität des gesamten Finanzsystems in Gefahr bringen.

Das jüngste Beispiel eines solchen Bank Run gab es im September 2007 im Zusammenhang mit der britischen Bank Northern Rock: Nachdem bekannt wurde, dass das Institut wegen Verlusten aus der amerikanischen Immobilienkrise unter Zahlungsschwierigkeiten leidet, hoben Kunden innert weniger Tage rund 2 Mrd. Pfund ab. Erst als die Bank of England sämtliche Einlagen bei der Bank garantierte, konnte der massenhafte Abfluss von Kundengeldern gestoppt werden.

In einer Bankenkrise können staatliche Garantien die Unsicherheit der Kunden reduzieren und das Vertrauen in die Banken stärken, sodass die Stabilität des Finanzsystems gewährleistet bleibt. Aber langfristig birgt ein zu weit reichender Einlegerschutz auch die Gefahr, dass Bankkunden weniger eigenverantwortlich handeln und beim Sparen weniger auf die Bonität der Banken achten. Dadurch sind die Banken weniger unter Druck, sich vorsichtig zu verhalten, und können mehr Risiken eingehen. Aus diesem Grund sollten staatliche Vollkaskoversicherungen behutsam eingesetzt werden.

Die aktuelle Krise aus der Perspektive der 30er-Jahre

Seit dem 2. Weltkrieg hat es das nicht mehr gegeben: Die Weltwirtschaft schrumpft! Mehr noch, die gegenwärtige Krise weist beängstigende Ähnlichkeiten mit der Weltwirtschaftskrise der 30er-Jahre auf. Stehen wir vor einer vergleichbaren Depression?

Der bisherige Verlauf der Krise ähnelt zwar der Weltwirtschaftskrise von damals, nicht jedoch die Reaktionen der Politik.

Die Notenbanken liessen es damals zu, dass sich die Geldmenge stark verknappte und überliessen die Banken sich selbst. Von 1929 bis 1933 schlossen in den USA rund ein Drittel aller Banken die Schalter, bevor der Staat bedeutende Massnahmen ergriff. Die Geldpolitik von damals wird heute als eine der zentralen Ursachen für die Länge und Tiefe der Depression gesehen.

Im Gegensatz dazu verhinderten Regierungen und Notenbanken heute eine Konkurswelle von Banken. Die Leitzinsen wurden massiv gesenkt und die Banken mit Liquiditätsspritzen versorgt. So kam es bisher nicht zu einer dramatischen Kreditverknappung für Unternehmen und Privatpersonen.

Auch die Fiskalpolitik reagierte damals nach heutigem Ermessen nicht adäquat. Zwar wurden in den USA die Staatsausgaben ab 1931 stark erhöht, auf Ebene der Bundesstaaten aber ergaben sich in jedem Jahr Budgetüberschüsse. Somit gingen von der Fiskalpolitik kaum nennenswerte Impulse aus. Auch in der Schweiz waren die Effekte bescheiden.

Heute ergibt sich diesbezüglich wiederum ein komplett anderes Bild. Weltweit wurden Ausgaben zur Stützung der Wirtschaft in Billionenhöhe beschlossen. Die höheren Staatsausgaben wirken so dem Einbruch im privaten Konsum und in den Unternehmensinvestitionen entgegen.

Fazit: In den 30er-Jahren blieb die Fiskalpolitik neutral und die Geldpolitik verschlimmerte die Krise. In der gegenwärtigen Situation wirken Fiskal- und Geldpolitik dagegen stabilisierend. Nach gängiger Auffassung ist das heutige Krisenmanagement deshalb von höherer Qualität.

Der Schatten der grossen Depression

«Die schlimmste Krise seit den 30er-Jahren» ist eine Aussage, die man im Zusammenhang mit der aktuellen Finanzkrise öfters hört. Bei manchen Menschen rufen die Ereignisse der aktuellen Finanzkrise Erinnerungen wach an die «grosse Depression» der 30er-Jahre. Neben Pearl Harbor und den Terroranschlägen vom 11. September handelt es sich dabei um eines der wohl einschneidendsten Ereignisse in der amerikanischen Geschichte der letzten hundert Jahre. Mit Ursprung in den USA hatte die Krise Auswirkungen auf weite Teile der restlichen Welt, weshalb sie als «Weltwirtschaftskrise» in die Geschichte einging.

Angesichts historischer Parallelen zwischen der heutigen Finanzkrise und damals sind Ängste vor einer Krise mit ähnlichem Ausmass nicht ganz unbegründet. Ausgangspunkt der grossen Depression war ebenfalls eine platzende Spekulationsblase, die sich im New Yorker Börsenkrach im Oktober 1929 niederschlug. Nach einer Phase der Euphorie mit Massenspekulationen und stark steigenden Aktienkursen führte ein plötzlicher Umschwung zu massenhaften Panikverkäufen. Wie heute gingen im Verlauf der Krise zahlreiche Banken Konkurs, was gravierende Folgen für die Realwirtschaft hatte: Der Konsum brach ein, viele Unternehmen mussten schliessen, Arbeitslosigkeit und Armut nahmen zu.

Die genauen Ursachen der grossen Depression sind bis heute ein viel diskutiertes Thema. Klar ist allerdings, dass der Kollaps des Bankensystems eine zentrale Rolle spielte. Der amerikanische Ökonom Milton Friedman sowie der heutige US-Notenbankchef Ben Bernanke sehen die Ursache für das verheerende Ausmass der grossen Depression in der fehlgeleiteten Geldpolitik der US-Notenbank Fed. Sie argumentieren, dass das Fed die Krise bedeutend hätte abschwächen können, wenn es das Bankensystem während Liquiditätsgapen mit ausreichend Geld versorgt hätte.

Das Fed machte damals aber genau das Gegenteil: Es verknappte das Geld. Als einige Banken in Zahlungsschwierigkeiten gerieten, wurden sie von Kunden überrannt, die ihre Einlagen abziehen wollten. Die dadurch ausgelöste Serie von Bank Runs führte letztlich zum Kollaps des Bankensystems und zu einer stark sinkenden Geldmenge. Dies hatte fatale Folgen für die Gesamtwirtschaft.

Betrachtet man das Ausmass der damaligen Krise, so überrascht es nicht, dass in der aktuellen Finanzkrise alles daran gesetzt wird, um die Wiederholung eines solchen Szenarios zu verhindern: Die Notenbanken pumpen Liquidität in Milliardenhöhe ins Bankensystem und der US-Staat gibt riesige Summen aus, um einzelne Finanzinstitute vor dem Konkurs zu retten. Inzwischen wird sogar an einem Gesamtplan gearbeitet, der vorsieht, dass der Staat der ganzen Finanzbranche «faule Kredite» im Wert von bis zu 700 Mrd. Dollar abkauft.

Hätte man nicht aus den wirtschafts- und geldpolitischen Fehlern während der grossen Depression gelernt, wäre das Ausmass der aktuellen Finanzkrise unter Umständen noch viel erschreckender.

Staaten bekämpfen die Staatsgarantie

Ein Jahr ist es her, dass auch in der Schweiz der Staat eine Grossbank unterstützen musste, um sie vor dem Kollaps zu bewahren. Im Nachhinein betrachtet, scheint die Rettungsaktion von Bund und Nationalbank ein Erfolg gewesen zu sein. Trotzdem sind sich Fachwelt und Politik darin einig, dass sich ein solches Szenario nicht wiederholen darf.

Unter anderem hat der Staat mit seinem Einschreiten den Grossbanken wegen ihrer Systemrelevanz eine faktische Staatsgarantie ausgesprochen. Das schafft falsche Anreize und sorgt für eine Wettbewerbsverzerrung zugunsten der grössten Institute, weil sie in guten Zeiten mit hohem Risiko viel Geld verdienen können, in der Krise aber keinen Bankrott fürchten müssen.

Um dem weltweit existenten Problem des Systemrisikos entgegenzutreten, diskutieren Fachwelt und Politik zurzeit eine Fülle von Lösungsvorschlägen:

- Schaffung eines globalen Konkursverfahrens, um internationale Banken im Notfall zu zerlegen;
- Bessere Abgrenzung des Zahlungssystems vom restlichen Finanzsektor, um die Wirkung eines Bankenzusammenbruchs einzugrenzen;
- Rückkehr zu einer Trennung von Geschäfts- und Investmentbanken;
- Generelle Grössenbeschränkung für Finanzinstitute (Stichwort Bilanzsumme);
- Progressive Eigenkapitalvorschriften – je grösser und vernetzter eine Bank, desto höher muss das Eigenkapital im Verhältnis zur Bilanzsumme sein;
- Vorschrift für Grossbanken, Obligationen mit speziellen Wandlungsklauseln auszugeben, welche im Krisenfall in Aktien umgewandelt werden müssen (sogenannt bedingte Wandelanleihen);
- Erlass strikter Lohnleitlinien – vor allem Orientierung der variablen Lohnbestandteile am langfristigen Unternehmenserfolg;
- Einführung einer Sondersteuer für besonders systemrelevante Banken.

Diese Ansätze sollen die Anreize für die Banken insofern verändern, als riskante Anlagestrategien und eine wachsende Bilanzsumme an Attraktivität verlieren.

Alle erwähnten Lösungsvorschläge haben eines gemeinsam: Sie erfordern eine Verhandlungslösung auf internationaler Ebene. Das damit verbundene Ringen um Kompromisse ist erfahrungsgemäss ein langwieriger und unwägbarer Prozess. Handelt die Schweiz jedoch auf sich allein gestellt, verliert der hiesige Bankensektor international an Wettbewerbsfähigkeit.

«This Time is Different»

Nach der Krise ist vor der Krise. Dieses Sprichwort findet insbesondere im Finanzsektor Anwendung, wie die amerikanischen Ökonomen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrem kürzlich erschienenen Buch «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly» zeigen.¹

Die Autoren sammelten Daten zu Schulden, Handelsbilanz, Inflation, Wechselkursen, Zinsraten und Rohstoffpreisen von 66 Ländern auf der ganzen Welt – teilweise über 800 Jahre in die Vergangenheit reichend. Ihr Ziel war es, in diesen Daten Gemeinsamkeiten der stets wiederkehrenden Finanzkrisen zu finden. Durch die Kenntnis vergangener Muster würden sich künftige Krisen möglicherweise frühzeitig erkennen lassen.

Allen Finanzkrisen gemeinsam ist laut Reinhart und Rogoff die Anhäufung von Schulden – sei es von Staat, Banken, Unternehmen oder Konsumenten. Was während einer Boomphase unproblematisch scheint, birgt im konjunkturellen Abschwung ein grosses Systemrisiko.

In Zeiten stark steigender Vermögenspreise finden sich stets Vertreter der Ansicht, dass dieses Mal die Entwicklung wirtschaftlich gesund sei und kein Zusammenbruch folgen werde, denn «dieses Mal ist alles anders». Nach dem unerwarteten aber unvermeidlichen Crash sind das Erstaunen und die Ernüchterung entsprechend gross – die jüngste Entwicklung auf dem amerikanischen Immobilienmarkt dient als Paradebeispiel.

Die Lektion, die uns die beiden Professoren lehren: Wir waren schon einmal in dieser Situation. Die Krise mag in einem anderem Kleid daherkommen, aber die Geschichte bleibt die gleiche. Zyklen von Vertrauen und Panik sind unvermeidlich in einer Welt, die auf dem Prinzip der Verschuldung aufgebaut ist. In guten Zeiten wird die Kreditvergabe munter ausgedehnt, in schlechten Zeiten wegen des Vertrauensverlusts massiv eingeschränkt.

Die natürliche Antwort auf eine Krise ist stets der Ruf nach mehr staatlicher Regulierung – wie es momentan zu beobachten ist. Das Vertrauen in die neuen Massnahmen ist jeweils gross, was wiederum die Annahme stützt, dass «dieses Mal nun aber gewiss alles anders ist». Doch Regulierungen allein können das Finanzsystem nie komplett stabilisieren.

Dementsprechend die Kernaussage des Buches: Krisen werden uns stets begleiten und in unregelmässigen Abständen auftreten. Bereits das Akzeptieren dieser Erkenntnis könnte immerhin ihre Häufigkeit reduzieren.



¹ C. M. Reinhart & K. S. Rogoff, 2009. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press.

Glossar

Bank Run	Viele Anleger einer Bank versuchen gleichzeitig ihre Ersparnisse abzuheben. Da eine Bank nur einen kleinen Prozentsatz ihres Vermögens bar hält, wird die Bank rasch illiquid (d.h., sie verfügt vorübergehend über zu wenig flüssige Mittel).
Fremdfinanzierung (Leverage)	Die finanziellen Mittel, die sich ein Unternehmen von Dritten besorgt. Der Fremdfinanzierungsgrad bezeichnet das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital und wird auch als Hebel (Leverage) bezeichnet.
Hypothek (variable versus festverzinsliche)	Bei der variablen Hypothek passt sich die Höhe des Zinses laufend den Marktbedingungen an. Bei der Festzins-Hypothek wird der Zins für eine bestimmte Laufzeit fixiert.
Insolvenz	Zahlungsunfähigkeit. Das Unternehmen kann seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen. Der Grund ist Überschuldung (Passiven übersteigen Aktiven).
Interbankenmarkt	Markt, auf dem sich die Banken untereinander Geld leihen. Diese Geschäfte sind wichtig, um die Liquidität der Banken sicherzustellen.
Kreditklemme	Situation, in der es sehr schwer oder gar unmöglich ist, Kredite aufzunehmen. Der Grund ist meist der, dass die Banken selber in Schwierigkeiten stecken.
Kreditwürdigkeit (Bonität)	Die Fähigkeit einer Person, eines Unternehmens oder des Staates, die aufgenommenen Schulden zurückzuzahlen.
Rating-Agentur	Unabhängige Unternehmen, welche die Bonität von anderen Unternehmen, Ländern oder Wertpapieren bewerten. Die Ratings sind i.d.R. Buchstabenkombinationen, die von AAA (beste Bonität) bis D (Zahlungsunfähigkeit) reichen.
Subprime-Hypothek	Hypothek an Schuldner mit geringer Kreditwürdigkeit.
Verbriefung	Schaffung von handelbaren Wertpapieren aus Kreditforderungen wie z.B. Hypotheken.
Zwangsvollstreckung	Durchsetzung von Ansprüchen des Gläubigers gegenüber dem Schuldner. Beispiel: Wenn ein Hypothekarkredit platzt, geht das Haus in den Besitz des Gläubigers über.
