

Presseinformation

Wien, am 29.07.2009

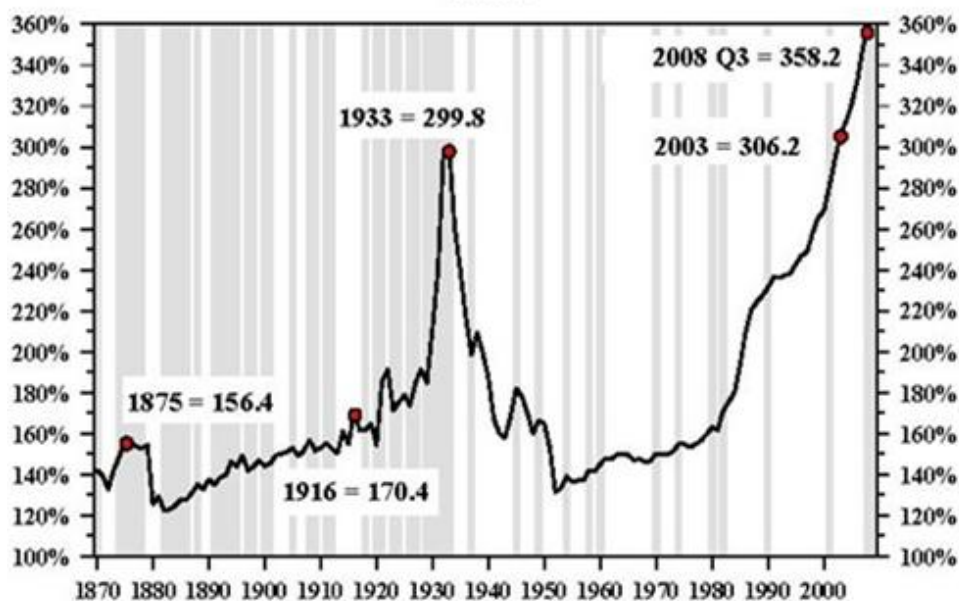
Finanzmarktkrise und realwirtschaftliche Krise

Die gegenwärtige Krise hat sich als normale realwirtschaftliche Abkühlung angekündigt und ist durch die Finanzkrise (ab Herbst 2007) dramatisch verschärft worden, sodass sich die weitaus schärfste Rezession der Nachkriegszeit entwickelt hat. Die weltweite Erholung der Konjunktur wird ohne Sanierung des Finanzsystems nicht gelingen. Dieses Handout soll die wesentlichen Aspekte sowohl der Expansion der Fremdkapitalfinanzierung (Leveraging) als auch die Rückbildung der Relation von Fremdkapital zu Eigenkapital (Deleveraging) skizzieren.

Die folgende Graphik zeigt, dass das Verhältnis von Fremdkapitalfinanzierung zu Eigenkapitalfinanzierung historisch noch nie das Niveau der letzten Jahre erreicht hat. Fremdfinanzierung erleichtert zwar die Expansion der Wirtschaft, erhöht aber das Systemrisiko entsprechend. Die Philosophie der letzten Jahre war, dass wenn die Güterpreise nicht über ein bestimmtes Niveau ansteigen (EZB: 2%), keine Gefahr für die Stabilität der Wirtschaft gesehen wird. Dass sich gleichzeitig *Asset Inflation*s (Blasen) gebildet haben, hat wenig Berücksichtigung gefunden. Ganz allgemein kann man sagen, dass eine Wirtschaft mit hohem Anteil von Fremdfinanzierung sehr viel weniger schockresistent ist als eine mit geringerem Anteil: Schulden müssen an einem bestimmten Tag mit Zinsen zurückgezahlt werden, sonst entstehen Probleme, bei mehreren Schuldnern eventuell auch Probleme für die Bank. Bei entsprechend hohen Eigenkapitalquoten verliert das Eigenkapital vorübergehend an Wert, welcher jedoch nach der Krise wieder aufgeholt kann.

Total U.S. Debt as a % of GDP

annual



Sources: Bureau of Economic Analysis, Federal Reserve, Census Bureau: Historical Statistics of the United States Colonial Times to 1970. Through Q3 2008.

Mehrere Ursachen haben zu einem beispiellosen Leverage geführt

- Das Regulierungssystem Basel II hatte zum wesentlichen Inhalt, dass von einer Unterlegung von Ausleihrisiken von einheitlich mindestens 8 % den Banken nunmehr auferlegt wurde, eine differenzierte Eigenmittelunterlegung durchzuführen. Diese sollten nach Risikoklassen, die durch Rating-Einstufungen festgelegt werden, ermittelt werden. Das bedeutet, dass Risiken mit hoher Bonitätseinstufung mit weniger Eigenmitteln und solche mit geringerer Einstufung mit höheren Eigenmitteln unterlegt werden müssen. Im Wirtschaftsaufschwung der letzten Jahre sind viele Assets als bestgeratet eingestuft worden. So auch die berühmten ABS-Papiere, mit denen amerikanische Risiken weltweit gehandelt worden sind. Insgesamt hat Basel II zu einer Expansion der Kreditschöpfungsmöglichkeiten geführt. Leider hat sich in der Zwischenzeit herausgestellt, dass Basel II im Abschwung eine fatale prozyklische Wirkung entfaltet. Im Abschwung verschlechtern sich nämlich die Ratings der Kunden und Darlehensnehmer, was notwendigerweise eine Erhöhung der Eigenkapitalunterlegung der Bank als Konsequenz hatte. Das hat beispielsweise zur Folge, dass auch das Partizipationskapital, das den Banken durch den österreichischen Staat zur Verfügung gestellt wird, bisher mehrheitlich zur Aufstockung ihrer Eigenmittel verwendet worden ist.
- Der Übergang vom althergebrachten gläubigerorientierten Bilanzierungssystem nach HGB zu einem anlegerorientierten Bilanzierungssystem nach IFRS hat als wesentliche Änderung die Bewertung zum aktuellen Marktpreis zum Inhalt. Dieses Prinzip in Verbindung mit einem festen Unterlegungssatz führt von sich aus bereits zu einem prozyklischen Effekt, der im Boom zu einer starken Ausweitung und im Abschwung zu einer überproportionalen Kontraktion der Fremdkapitalfinanzierungsmöglichkeiten der Banken führt.¹
- Sondergesellschaften: Im Nachhinein besonders erstaunlich war die rasche Verbreitung von sogenannten *special purpose vehicles* bzw. *special investment vehicles*, dies waren in der Regel 100%ige Töchter einer Bank. Diese ausgegliederten Gesellschaften waren nicht konsolidierungspflichtig und wurden auch von den Finanzaufsichtsbehörden und Notenbanken nicht geprüft. Auch durch diese Sondergesellschaften konnte die Fremdfinanzierung unter weitgehender bzw. völliger Schonung des Eigenkapitals weiter expandiert werden.
- *Credit default swaps CDS*: Eine Entwicklung, die zwar die Fremdkapitalexpanansion nicht direkt erleichterte, wohl aber risikoreiche Geschäfte erlaubte, die nicht mit Eigenmitteln unterlegt werden mussten und dadurch die Risiken der Banken erhöhten war die Entstehung von CDS-Märkten. Dass eine Bank die Rückzahlung einer Forderung gegen Gebühr garantiert, ist keine Erfindung der letzten Jahre sondern eine uralte Geschäftspraxis. In den letzten Jahren haben sich diese Geschäfte zu großen Märkten entwickelt. Sie

¹ vgl. Stadler, Wilfried, „Finanzmarktpolitische und regulatorische Ursachen der Finanzmarktkrise“, Jahrbuch Stiftungsrecht 2009, Dr. Maximilian Eiselsberg (Hrsg.), Neuer Wissenschaftlicher Verlag, Wien und
T. Adrian, H.S. Shin, Liquidity and Leverage, paper prepared for the 6th BIS Annual Conference, „Financial System and Macroeconomic Resilience“, June 2007

wurden von der Realwirtschaft gerne in Anspruch genommen, weil sie mehr Sicherheit und Voraussicht ermöglichten. Bedenklich war nur, dass die garantiegebende Institution diese Garantien nicht mit Eigenmitteln unterlegen musste.

Welche Veränderungen des Finanzsystems werden notwendig sein?

1. Aus dem vorher gesagten ergibt sich, dass zunächst einmal Sondergesellschaften, die nicht konsolidierungspflichtig sind, durch die neue – noch nicht fertige – Europäische Finanzregulierung unterbunden werden müssen. Jedes Risiko muss in den Bilanzen sichtbar gemacht werden. Dies gilt auch für CDS die bisher nur außerhalb der Bilanz aufgeführt wurden.
2. Die zusammengebrochenen ABS/ABCP-Märkte werden sich nur langsam wieder erholen. Im Prinzip ist aber das Streuen von Risiken, durch die Verbriefung von Forderungen in einem neuen Wertpapier grundsätzlich eine gute Idee, solange der Käufer dieses Papiers die Bonität der Schuldner der zugrundeliegenden Forderungen selbst einschätzen kann. Wenn er sich ausschließlich auf die Empfehlung einer Ratingagentur verlassen muss, sind Entwicklungen, wie wir sie gegenwärtig sehen auch in Zukunft nicht auszuschließen.
3. Die Bilanzierung nach IFRS hat den Vorteil, dass der Anleger einen wesentlich besseren Einblick in das Unternehmen erhält, als das nach den alten Bilanzierungsregeln der Fall war. Dass ein Aufbau von stillen Reserven nach IFRS nicht mehr möglich ist, und dadurch die Schockempfindlichkeit gestiegen ist, wird von vielen Managern bedauert. Eine Rückkehr zu einem gläubigerorientierten Bilanzierungssystem nach HGB scheint trotzdem nicht die Lösung des Problems zu sein.
4. Dass das Regulierungssystem Basel II starke prozyklische Wirkungen hat, und zur Zeit noch vielen Banken Kopfzerbrechen bereitet, ist eine Eigenschaft dieser an sich vernünftigen Neuregelung, die mehr Beachtung finden sollte.
5. Insgesamt werden das Finanzsystem und die Realwirtschaft einen relativ größeren Bedarf an Eigenkapital haben als vor der Krise, weil durch die neuen Regulierungen die Expansion des Fremdkapitals nicht mehr in der ungebremsten Form wie vor der Krise stattfinden kann. Natürlich wird im Aufschwung durch das Basel II System, bzw. das verbesserte Rating der Darlehensnehmer die Notwendigkeit zur Eigenkapitalunterlegung geringer werden. Das heißt ein Teil des gebundenen Eigenkapitals wird für die Expansion zur Verfügung stehen. Eine solche Wirkung wird auch die Bilanzierung nach IFRS haben. Ob für die neuen Finanzierungsformen allerdings genug Eigenkapital zur Verfügung stehen wird, bleibt fraglich. Wahrscheinlich werden die Banken und andere Finanzintermediäre stärker als bisher als Vermittler von Eigenkapital auftreten.

Rückfragehinweis:

IHS, Stumpergasse 56, 1060 Wien, Fax: 01/59991-162, <http://www.ihs.ac.at>

Univ.-Prof. Dr. Bernhard Felderer, felderer@ihs.ac.at, Tel.: 01/59991-125
Tanja Gewis (Public Relations), gewis@ihs.ac.at, Tel.: 01/59991-122

