

Finanzkrise – und etwas darüber hinaus
Ein Vortrag für die Beratercommunity von
Ao. Prof. Dr. Peter Rosner
Institut für Volkswirtschaftslehre
Universität Wien



Inhalte

- 0. Finanzmärkte und ihre Institutionen.**
- 1. Was ist die Finanzkrise und wodurch wurde sie ausgelöst?**
- 2. Strukturelle Ursachen.**
- 3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Folgen.**
- 4. Weitere Folgen in der Gesellschaft.**

Finanzmärkte und ihre Institutionen

In jeder Wirtschaft müssen die Sparer den Kapitalnehmern Mittel für Investitionen und für den Konsum zur Verfügung stellen.

Da es sich dabei immer um Versprechen handelt, in der Zukunft zu zahlen, müssen die Sparer Vertrauen haben, dass die Kapitalnehmer dazu in der Lage sind und auch bereit sind dies zu tun.

Kapitalnehmer benötigen Kapital oft langfristig. Sparer wollen kurzfristig über ihre Mittel verfügen können.

Wenn Sparer den eigentlichen Kapitalnehmern direkt ihr Vermögen zur Verfügung stellen müssen, wäre die Vergabe dieser Mittel sehr schwierig, da die Übereinstimmung der Fristen und der Risiken zwischen Kapitalnehmer und Sparer im Allgemeinen nicht vorhanden ist.

Finanzmärkte und ihre Institutionen

Es treten Finanzintermediäre auf, die sich zwischen die Sparer und die Kapitalnehmer schieben. Banken, Sparkassen, Versicherungen, Fonds, etc. Sie übernehmen die Übereinstimmung der Fristen und Risiken.

Die Forderungen und Verbindlichkeiten dieser Finanzintermediäre werden auf Finanzmärkten gehandelt. Manche davon sind als Börsen organisiert.

Finanzmärkte und ihre Institutionen

Für das Funktionieren der Finanzmärkte gibt es drei Arten von Institutionen:

(i) Typisierte Finanztitel.

(ii) Spezielle Märkte, auf denen diese Finanztitel gehandelt werden.

(iii) Spezialisierte Unternehmen – die Finanzintermediäre. Sie akquirieren von Sparern und anderen Finanzintermediären Mittel, die sie an Kapitalnehmer und Finanzintermediäre weiterleiten.

Finanzmärkte und ihre Institutionen

Diese Institutionen entstehen im Laufe der wirtschaftlichen Entwicklung – meistens durch kommerzielle Tätigkeit.

Sie werden reguliert, normiert und kontrolliert – üblicherweise vom Staat.

Die Kapitalnehmer erhalten die gewünschten Mittel, die Sparer die von ihnen verlangten Sicherheiten.

1. Was ist die Finanzkrise und wodurch wurde sie ausgelöst?

Finanzkrise heißt, dass diese Märkte nicht mehr funktionieren.

Es sind Kapitalien vorhanden, aber sie werden nicht gehandelt.

Speziell:

Im August 2007 hat sich eine große Bank (ParisBas) geweigert, Wertpapiere zurückzunehmen. Sie hat diese als zu riskant eingeschätzt.

In der Folge haben viele Finanzinstitute die Sicherheiten der als Pfand akzeptierten Wertpapiere hinterfragt. Es begann eine verstärkte Suche nach Liquidität und das Interbankengeschäft wurde stark reduziert.

1. Was ist die Finanzkrise und wodurch wurde sie ausgelöst?

Auch andere Segment der Finanzmärkte erfuhren einen starken Rückgang.

Der Markt für strukturierte Finanztitel betrug in den ersten 2 Quartalen 2007 mehr als je \$ 100 Mrd., in den ersten 2 Quartalen 2008 nur mehr je \$ 5 Mrd.

Die für diese Märkte relevanten Zinssätze stiegen stark an.

Die unmittelbare Ursache war also ein starker Rückgang des Vertrauens in die Sicherheit der gehandelten Papiere.

1. Was ist die Finanzkrise und wodurch wurde sie ausgelöst?

Der Wert vieler assets bei den Banken sank und die Banken mussten Abschreibungen vornehmen.

Weil das Eigenkapital dadurch reduziert wurde, mussten, um die Eigenkapitalbestimmungen einzuhalten, Wertpapiere bei sinkenden Preisen verkauft werden. Der Wert dieser Papiere sank noch stärker.

In der Folge wurden einige Banken illiquid und mussten vom Staat gerettet werden (USA: Fanny Mae, Freddy Mac, Bear Stearns, Citigroup, AIG; UK: Royal Bank of Scotland, Northern Rock; BRD: Hypo Real Estate; Österreich: Kommunalkredit, Constanzia; alle Banken Islands; die wichtigsten Banken Irlands), bzw. vom Staat unterstützt werden.

Die nicht-Rettung von Lehmann Brothers (September 2008) verschärfte die Krise.

2. Strukturelle Ursachen

Die strukturellen Ursachen sind in zwei Bereichen zu finden:

(i) Entwicklungen in der Finanzwirtschaft:

Da die Entwicklung von Finanzierungstechniken nie abgeschlossen war, hat es immer neben den staatlich regulierten und kontrollierten Bereichen einen wenig regulierten und wenig kontrollierten Bereich gegeben – *shadow banking*.

(ii) Die Geldpolitik der USA:

Die FED hatte in Folge der niedrigen Inflation lange Zeit die Zinssätze niedrig gehalten.

2. Strukturelle Ursachen

(i) Entwicklungen in der Finanzwirtschaft

Es entstanden neue Instrumente der Finanzierung und neue Finanzintermediäre.

Dadurch konnten die traditionellen Banken mit gegebenem Eigenkapital mehr Kredite zu vergeben.

2. Strukturelle Ursachen

(i) Entwicklungen in der Finanzwirtschaft

Es entstanden neue Instrumente der Finanzierung und neue Finanzintermediäre.

Dadurch konnten die traditionellen Banken mit gegebenem Eigenkapital mehr Kredite zu vergeben.

2. Strukturelle Ursachen

Speziell:

Banken haben Forderungen aus Krediten, die sie vergeben hatten, gebündelt an Dritte – meist spezialisierte Banken und Fonds – verkauft. (CDOs, Collateralized Debt Obligations)

Diese Kreditbündel wurden in Tranchen zerlegt, mit unterschiedlichen Senioritäten bei Ausfällen versehen (strukturierte Finanztitel) und auf Kapitalmärkten verkauft (securitisation).

Dadurch gelang es, das Risiko von Krediten zu verringern und Kredite mit hohem Risiko konnten für vergleichsweise niedrige Zinssätze vergeben werden.

Das Ausfallrisiko der CDOs konnte versichert werden (Credit Default Swaps, CDS).

2. Strukturelle Ursachen

(ii) Die Geldpolitik der USA

Die von der FED betriebene Politik orientierte sich an der Inflationsrate und der Arbeitslosenrate:

Bei steigender (fallender) Inflationsrate und sinkender (steigender) Arbeitslosenrate wird der Zinssatz erhöht (gesenkt).

Dieser Ansatz ist weitgehend unumstritten innerhalb der Ökonomie

2. Strukturelle Ursachen

Theoretische Begründung:

Wenn es (keine) freie(n) Kapazitäten gibt, kann durch niedrige Zinssätze die reale wirtschaftliche Aktivität (nicht) ausgeweitet werden.

Eine hohe (niedrige) Arbeitslosenrate und eine geringe (hohe) Inflationsrate sind Indikatoren hoher (niedriger) freier Kapazitäten.

**Diese Politik hatte seit der Mitte der 80er Jahre gut funktioniert!
Die reale Wirtschaft der USA war im Vergleich zu früheren Perioden nur geringen Schwankungen ausgesetzt.**

Das Wirtschaftswachstum war längere Zeit hindurch weltweit hoch.

2. Strukturelle Ursachen

Das Wachstum der Geldmenge war größer als es der Unterauslastung der Kapazitäten entsprochen hatte.

Die durch diese Geldpolitik vergrößerte Nachfrage bewirkte eine hohe Nachfrage nach Immobilien, die lange Zeit nicht durch deren Preissteigerungen gebremst wurde.

2. Strukturelle Ursachen

Weil der Anstieg der Preise der Immobilien erwartet wurde, war es

(i) attraktiv Kredite zur Finanzierung des Erwerbs von Immobilien aufzunehmen, weil die Zinssätze niedrig waren, und

(ii) leicht Kredit für sonstigen Konsum zu erhalten, wenn man eine Immobilie als Sicherheit geben konnte.

**In den USA erhält man Kredit bis 125% des Wertes einer Immobilie;
in Österreich: 70%.**

2. Strukturelle Ursachen

Insgesamt war das ein sehr effizientes System, da spezialisierte Finanzinstitute mit geringen Mengen an Eigenkapital eine große Menge an Finanzierungen durchführen konnten.

Es entstanden aber hohe Risiken, die ab 2007 schlagend wurden, als die Preise der Immobilien zu sinken begannen.

2. Strukturelle Ursachen

(i) Die positive Korrelation der Risiken wurde zu wenig beachtet und oft unterschätzt.

(ii) Insbesondere: Auch wenn jeder Fond seine Wertpapier gegen Ausfälle versichern kann, so können sich nicht alle gegen Ausfälle versichern, die zum gleichen Zeitpunkt alle betreffen.

Gegen gesamtwirtschaftliche Schwankungen sind derartige Versicherungen nicht möglich.

(iii) Das tatsächliche Risiko der strukturierten Finanztitel ist sehr empfindlich gegenüber Fehleinschätzungen der Risiken der zu Grunde liegenden Kredite.

2. Strukturelle Ursachen

(iv) Bei Hypothekarkrediten verdienten Banken an der Kreditvergabe. Faule Kredite führten (zunächst) nicht zu Verlusten. Es bestand dadurch ein Anreiz, Kredite an Personen zu vergeben, bei denen die Wahrscheinlichkeit hoch war, dass sie nicht zurückzahlen können.

Bei den 2007 vergebenen Hypothekarkrediten waren innerhalb 6 Monaten 2% leidend und innerhalb von 12 Monaten bereits 8%. Das war ein starker Anstieg gegenüber den Jahren davor.

Obwohl dieser Markt nur einen kleiner Teil des Kapitalmarktes betrifft (3% der Finanzaktive), lösten die dabei faul gewordenen Kredite die Finanzkrise aus.

2. Strukturelle Ursachen

(v) Da bei Gewinnen hohe Boni ausgezahlt, bei Verlusten aber keine Pönalzahlungen verlangt wurden, waren Bankmanager bereit sehr hohe Risiken einzugehen. Die internen Kontrollen haben oft nicht funktioniert.

(vi) Die gesetzlich vorgesehenen externen Kontrollen haben nicht funktioniert – z. B. Madoff.

(vii) Politische Ursachen: Die herrschende Ideologie gegen staatliche Regulierungen und die politische Schwäche der Bush-Administration hat es erschwert, Maßnahmen zur Rettung zu ergreifen (z.B. den Banken Kapital zuzuführen).

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

Negative Auswirkungen auf die gesamte Wirtschaft:

(i) Die Finanzierungsketten zwischen den Finanzintermedien wurden unterbrochen.

(ii) Große Vermögensverluste bei den Anlegern – Ausfall von Forderungen, Reduzierung des Werts der Aktien in der ganzen Welt.

(iii) Verlust von Arbeitsplätzen und Einkommen in der Finanzwirtschaft, zunächst in den Finanzzentren.

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

(iv) Weiteres sinken der Grundstückspreise und damit ein Anstieg der Zahl der Haushalte mit negativem Nettovermögen.

(vi) Erschwerte Finanzierung der realen Wirtschaft.

(vii) Während die Finanzkrise in den USA entstanden war, hatten die internationalen Zusammenhänge der Finanzierung die Übertragungen der Krise in die ganze Welt zur Folge.

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

All das bewirkte eine Reduktion der aggregierten Nachfrage in der ganzen Welt in einem seit 1945 nicht erlebten Ausmaß. Die Wirtschaftsleistung fast aller Staaten sinkt. In manchen Staaten dramatisch.

Baltikum ca. 10%, Deutschland 6%, USA 6%, Japan 6%, Singapur 8%.

In Staaten mit bis 2007 sehr hohem Wachstum (China, Indien) sinkt die Wachstumsrate drastisch.

In der Folge steigt überall die Arbeitslosigkeit.

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

Ausblick

Sicher ist: Die Krise wird vorbeigehen.

aber

Wann wird das eintreten ?

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

- (i) Die schweren Krisen der letzten Jahrzehnte waren Krisen in bestimmten Regionen (Lateinamerika 80er Jahre, Ostasien, Argentinien, Russland 1997 und 1998). Dadurch war eine Erholung binnen Kurzem möglich.**

- (ii) Bei einem beginnenden Aufschwung kann die Inflationsrate rasch steigen. In diesem Fall besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik versucht stark gegenzusteuern.**

- (iii) Die stark steigende Staatsschuld in allen Staaten der Welt infolge höherer Ausgaben und geringerer Staatseinnahmen, kann mit der Zeit zu Schwierigkeiten der Finanzierung der Staatsschuld führen und bei einigen Staaten zum Konkurs.**

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

Europa ist besonders betroffen, weil

- die Schulden vieler Staaten bereits sehr hoch sind. Das reduziert die Möglichkeit für eine Ausweitung der Staatsschuld.**
- Europa kein einheitlicher Staat ist. Insbesondere ist es sehr schwierig, Geldpolitik (EZB) und Fiskalpolitik (Staaten) zu koordinieren.**

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

Die USA sind besonders betroffen, weil

- die automatischen Stabilisatoren klein sind. Insbesondere hängen Pensionen, Mittel für Universitäten, und manche Sozialausgaben vom Wert der Finanzaktiva ab.**
- die privaten Haushalte stark verschuldet sind.**
- die USA seit Langem ein hohes Leistungsbilanzdefizit haben und geldpolitische Maßnahmen daher den Wert des Dollars gefährden.**

3. Die unmittelbar wirtschaftlichen Auswirkungen

In der Krise werden wirtschaftliche Strukturproblem schlagend.

Beispiel: Autoindustrie.

Die Probleme der US Autoindustrie sind nicht Folge einer falschen Modellpolitik sondern der Überkapazitäten der gesamten Autoindustrie. Die (möglicherweise) falsche Politik der US Autoindustrie hat bewirkt, dass sie betroffen wurde und nicht die Autoindustrie anderer Staaten.

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Die Finanzkrise und die damit verbundene Wirtschaftskrise löst eine schwere Erschütterung der dominierenden Wirtschafts-ideologie und der zentralen wirtschaftspolitischen Leitbilder aus.

Mit der Länge der Krise wird diese Erschütterung zunehmen.

Die seit einiger Zeit dominierenden politischen Strategien stoßen auf Schwierigkeiten.

Es wird erwartet, dass Wirtschaft und Gesellschaft von der Politik gestaltet werden.

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Insbesondere werden dem Staat wieder wichtige Aufgaben zugeteilt.

Das ist eine Wiederentdeckung des Politischen.

Politische Parteien und Politiker/innen müssen zeigen, dass sie ernste Probleme lösen können.

Für politische Führung genügt es nicht, allen nur Gutes bringen zu wollen.

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Spezifische Aufgaben:

(i) Regulierung und Kontrolle der Finanzmärkte

(ii) Soziale Probleme

(iii) Das politische System

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Regulierung und Kontrolle der Finanzmärkte

Zentrale Probleme (kleine Auswahl):

Ermittlung aggregierter Risiken; z.B. alle österreichischen Großbanken sind in den Oststaaten Risiken eingegangen.

Wirksamkeit interner Kontrollen.

Entlohnungsschema, die nicht einseitig das Eingehen von Risiken belohnen.

Externe Kontrollen. Problem: Kontrolloren und Kontrollierte rekrutieren sich aus dem gleichen Personenkreis.

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Soziale Probleme

Die in manchen Staaten geplante Umstellung von sozialen Sicherungssystemen auf fundierte Verfahren wird gestoppt oder auch zurückgenommen. Dem Staat werden budgetwirksame Aufgaben zugewiesen.

Anstieg der Arbeitslosigkeit:

Verstärkte Armut.

Rechtlich (z.B. Leiharbeit gegen Stammebelegschaft), politisch und sozial strukturierte Arbeitsmärkte (Kernnation, Minderheiten, Zuwanderer) verstärken soziale Ausschließungen.

Schwierigkeit der Finanzierung der sozialen Systeme und der sozialen Unterstützung durch Unternehmen bei verringerter Steuerleistung und hoher Staatsschuld.

4. Weitere Folgen in der Gesellschaft

Wenn es den politischen Systemen nicht gelingt, Probleme zu lösen, kann es zu radikaleren Veränderungen kommen.

Das gilt im besonderen Maß für Europa, da Erwartungen in die Politik hier größer sind als in anderen Teilen der Welt.

Bei offensichtlichem Versagen der Politik gewinnen in Europa radikale Ideen und Gruppierungen rascher an Bedeutung als etwa in den USA.

Das wird gefördert durch die Kleinstaatenstruktur. Regionale Bewegungen können nationale Regierungen dominieren.

Vielen Dank!

