

Einleitung:

Ursachen der Krise und offene Themen



Prof. Dr. Christoph Lechner

Was wir momentan auf den Finanz- und Realgütermärkten erleben, ist eine Krise, deren Wucht und Geschwindigkeit die meisten von uns überrascht hat. Ihr Ausmass wurde offensichtlich, als alle relevanten Akteure im Laufe der Zeit mehr oder weniger explizit zugaben, das Geschehen nicht mehr im Griff zu haben, und von den Ereignissen überrannt zu werden. Ein solches Eingeständnis, das auch für die Wissenschaft gilt, hat auch sein Gutes. Es zeigt zunächst, dass Demut vor den eigenen Möglichkeiten angesichts einer derart ernsten Situation angebracht ist. Es zeigt ferner, dass einseitige Schuldzuweisungen, hektischer Aktionismus, unverbindliche Sonntagsreden oder dogmatische Glaubensbekenntnisse wenig nützen. Was vonnöten ist, ist bei uns allen ein klarer Kopf, der vorurteilslos analysiert, mit Pragmatismus Lösungsansätze entwickelt, und sie konsequent realisiert.

Beginnen wir mit einer Analyse der Ereignisse. Auch wenn aufgrund der Komplexität der Vorgänge noch nicht alle Details bekannt sind, so sind die groben Zusammenhänge mittlerweile erkennbar. Erstens, federführend in den USA kommt es seit Mitte der 90er Jahre zu einer starken Erhöhung des Kreditvolumens, insbesondere im Immobiliensektor. Dieser Prozess wird durch relativ niedrige Zinsen, ein Aufweichen der Anforderungen für Kreditnehmer und aggressive monetäre Anreiz-Systeme für Vertrieb und Management von Banken begünstigt. Dies heisst die Nachfrage nach Häusern an und treibt kontinuierlich deren Preise in die Höhe. Handwerker, Bauunternehmer, Besitzer von Möbelgeschäften, Bankangestellte, Aktionäre, aber auch die Hausbesitzer profitieren von dieser Entwicklung. Problematisch daran ist, dass Hypotheken in grossem Stil auch an Personen mit geringem Einkommen vergeben werden, die

diese gar nicht hätten bekommen dürfen. Problematisch ist auch, dass sich Hausbesitzer mit höherem Einkommen durch die Wertsteigerung ihrer Häuser vermeintlich reicher fühlen, ihre Sparquote reduzieren und weitere Kredite für den Konsum aufnehmen.

Zweitens, die Hypothekenbanken entfernen die Kredite nun in grossem Stil aus ihren Bilanzen, um ihren Eigenkapitaleinsatz zu optimieren. Sie verkaufen sie an Investmentbanken weiter. Diese bündeln die Kredite auf Basis mathematischer Ausfallwahrscheinlichkeiten in Risikoklassen, besorgen sich gegen Bezahlung eine Bewertung von Ratinggesellschaften, und verkaufen die nun verbrieften Kredite als Wertpapiere gewinnbringend an Investoren aus aller Welt. Dazu zählen z.B. andere Banken, Staatsfonds, Versicherer, Hedge-Fonds, aber auch private Sparer, die nach Anlagemöglichkeiten für ihr Vermögen suchen. Über diesen Mechanismus werden Kredite und Risiken, die mit ihnen verbunden sind, weltweit verteilt. Wer genau welche Risiken trägt, und wichtiger noch, wie diese miteinander vernetzt sind, übersieht niemand mehr.

Drittens, das Ganze geht solange gut, solange die Preise für Immobilien und daran gekoppelte Wertpapiere weiter steigen. Zahlungsausfälle sind selten, denn jeder Hausbesitzer, der sich eine Immobilie nicht mehr leisten kann, verkauft sie mit Gewinn weiter und begleicht seine Schuld. Auch die Finanzwelt verdient hervorragend mit diesen Geschäften und der Eigenhandel der Banken wird zu einer starken Einkommensquelle. Insgesamt gehen in diesen Boomjahren ca. 40% der Gewinne aller Unternehmen weltweit an den Finanzsektor. In 2006 ist der Höhepunkt erreicht und die Preise für Häuser beginnen zuerst langsam, dann immer schneller zu fallen. Die Wertpapiere verlieren an Wert und führen zu einer wachsenden Zahl von Abschreibungen. Viele Banken erkennen zu spät die tödliche Gefahr, die in und ausserhalb ihrer Bilanzen schlummert. Die ersten gehen in Konkurs, und lösen eine weltweite Kettenreaktion aus. Mehr als 300 Hypothekengesellschaften und 20 Banken gehen bislang allein in den USA in die Insolvenz, darunter im Herbst 2008 Lehman Brothers. Global sind bis Anfang 2009 ca. 3000 Milliarden Dollar abzuschreiben.

Viertens, da sich die Banken gegenseitig misstrauen, leihen sie sich in Folge kaum noch Geld. Zu gross ist die

Gefahr eines Konkurses der Gegenpartei. Der Interbankenmarkt trocknet aus. Um das Finanzsystem vor dem Zusammenbruch zu bewahren und die Banken mit Liquidität zu versorgen, pumpen die Notenbanken in wiederholten Aktionen hohe Summen in den Markt. Parallel errichten Staaten umfangreiche Rettungsfonds, unter deren Dach sich in Not geratene Banken flüchten. Wo dies nicht reicht, beteiligen sich Staaten direkt an ihren Banken oder verstaatlichen sie gleich ganz.

Fünftens, aus der Finanzwelt greift die Krise auf die Realgüterwirtschaft über. Der Konsum bricht in den USA ein, und neben den amerikanischen erleiden auch europäische und asiatische Firmen Einbussen auf diesem wichtigen Absatzmarkt. Die globale Automobilindustrie wird als eine der ersten hart getroffen. Ihr folgen Stahl, Chemie, Maschinenbau und weitere Branchen. Da weltweit Umsatz- und Gewinnprognosen nach unten korrigiert werden, stürzen in mehreren Wellen die Aktienmärkte ab und verlieren global ca. 30 000 Mrd. Dollar an Wert. Um den Einbruch der Wirtschaft aufzufangen, und eine Depression zu verhindern, nehmen die Staaten ein zweites Mal viel Geld in die Hand. Für Konjunkturprogramme vereinbaren z.B. die europäischen Staaten eine Summe von ca. 200 Mrd. Euro, China spricht von 700 Mrd. Dollar und die USA kündigen 850 Mrd. Dollar an. In kurzer Zeit ist aus der Finanzkrise eine ausgewachsene Wirtschafts- und Ordnungskrise geworden.

In Folge ihrer Interaktion und Durchmischung kam es zu einem «Cocktail», der anfänglich vielen gut schmeckte, mit dessen Gift wir alle nun jedoch konfrontiert sind.

Diese kurzen Ausführungen, die an jeder Stelle beliebig vertieft werden können, zeigen, dass nicht ein Faktor oder ein Akteur alleine die Krise ausgelöst hat. In Folge ihrer Interaktion und Durchmischung kam es zu einem «Cocktail», der anfänglich vielen gut schmeckte, mit dessen Gift wir alle nun jedoch konfrontiert sind. Eine «Entgiftung» kann daher auch nicht durch einen einzelnen Akteur erfolgen, oder isoliert nur an einem Faktor ansetzen. Ein jeder wird nicht umhinkommen für sich alleine und in Abstimmung mit anderen die nun relevanten Themen zu definieren und zu bearbeiten. Auf der Agenda stehen:

Erstens, wie wollen Banken verhindern, dass sie ihre Anforderungen an Kreditnehmer wieder so stark absenken, wie dies geschehen ist? Sind sie dazu eigenständig in der Lage oder bedarf es expliziter Vorgaben/Prinzipien? Ebenso, wie sind Anreizsysteme anzupassen, so dass sie Chancen und Risiken für den Einzelnen spürbar verbinden – es also nicht nochmals zu der Situation kommt, dass der Einzelne von der Chance profitieren kann, das Risiko jedoch die Bank bzw. der Steuerzahler tragen muss? Und weiter, wie kann erreicht werden, dass in Zukunft der Abstand zwischen der Innovationskraft einer Branche und der Beherrschung der damit verbundenen Risiken nicht wieder so weit auseinander klafft?

Zweitens, wie hoch sind die Renditen, die Investoren und Analysten von Banken nachhaltig erwarten können? Die einst genannte Eigenkapitalrendite von 25% bewegte sich weit über den langjährigen Durchschnitt und war nur durch das Eingehen von (zu) hohen Risiken erreichbar. Erweitert man diese Frage, dann stellt sie sich in verschärfter Form für jeden Anleger und die gesamte Gesellschaft. Was kann man nachhaltig von den Firmen einer Branche als Rendite erwarten? Wo schlägt die ökonomisch sinnvolle Allokation von knappen Mitteln und ihr effizienter Einsatz zur Steigerung von Wohlstand in eine ein-dimensionale Gier nach maximaler Rendite um?

Drittens, wie erkennen Regulatoren (aber auch Staaten, Banken und Investoren) die Vernetzung von Wertpapierrisiken über ihre nationalen Aufsichtsbereiche hinweg? Dies ist einerseits eine Frage der Transparenz, andererseits aber auch eine Frage über die Grenzen des Verbriefungsprinzips. Sollen Banken weiterhin ihre Risiken vollständig an Investoren verkaufen dürfen, oder beschränkt man dies? Sollen sie weiterhin neue, innovative Cocktails mischen dürfen oder legt man hier Regeln fest? Ob Regulatoren in der Zukunft die Bildung neuer Blasen besser als der Markt erkennen werden, ist offen. Kaum eine Branche war international so stark überwacht wie die Bankenindustrie und trotzdem nahm die Krise genau hier ihren Anfang. Eine Überregulierung kann zudem stark wachstumshemmend wirken, womit der Allgemeinheit auch nicht gedient ist.

Viertens, Wissenschaftler können nicht sicher die Zukunft vorhersagen. Jedoch sind auch wir gefordert,

unsere Erkenntnisse auf den Prüfstand zu stellen. Welche Konsequenzen ziehen wir für unsere betriebs- und volkswirtschaftlichen Modelle und Theorien? Wo verändern die Ereignisse unsere Sicht der Dinge zu Regulierung, Einlagensicherung, Altersvorsorge, Unternehmenskontrolle, Finanzierung, Risikomanagement oder Rechnungslegung?

Diese Publikation greift solche Themen auf. Sie enthält Beiträge von Professoren(innen) der Universität St. Gallen, die sich als Mitglieder einer öffentlichen Universität aktiv einbringen wollen. Jeder der nachfolgenden Artikel thematisiert einen wichtigen Aspekt der Finanzkrise aus dem Blickwinkel des jeweiligen Wissenschaftlers. Die Artikel sollen dazu dienen, die Finanzkrise und ihre Konsequenzen zu analysieren, daraus zu lernen, und Vorschläge für Neugestaltungen zu leisten. Max Frisch hat einmal darauf hingewiesen, dass jede Krise ein produktiver Zustand sei – man müsse ihr nur den Beigeschmack der Katastrophe nehmen. In diesem Sinne wollen wir uns mit dieser Publikation, die im Rahmen der Exzellenzinitiative «Responsible Corporate Competitiveness» entstanden ist, verstanden wissen.

› **Prof. Dr. Christoph Lechner**

Lehrstuhl für Strategisches Management &
Direktor des Instituts für Betriebswirtschaft
christoph.lechner@unisg.ch