

Die Rolle von Banken und institutionellen Investoren in der Krise¹

Paul Ramskogler

Einleitung

Wir befinden uns im sechsten Jahr der schwersten ökonomischen Krise seit Ende des zweiten Weltkriegs. Erste Zeichen von Beruhigung machen sich breit, doch Deflationsängste und private wie öffentliche Schuldenberge geben vorerst keine Gelegenheit zur Entspannung. Während die Debatte über die Ursachen dieser Krise weiter anhält und wohl noch auf Jahre und Jahrzehnte hinaus fort dauern wird, kristallisieren sich erste konsistente Narrative heraus. Allerdings wäre es naiv anzunehmen, ein monokausaler Erklärungsansatz könnte ausreichen um eine Krise dieses Ausmaßes zu erfassen. Viele Fehler haben im Vorfeld zur Krise beigetragen. Internationale Kapitalströme haben die Struktur der Kapitalakkumulation verzerrt, steigende Ungleichheit wurde durch Kredit kompensiert, das regulatorische Regime war unzureichend und der Aufstieg institutioneller Investoren führte zu einem steigenden Renditedruck auf den internationalen Kapitalmärkten. Im Auge des Orkans befanden sich aber der Aufstieg des Schattenbankensektors und in engem Zusammenhang damit allokativen Fehlentscheidungen des dahinter stehenden Bankensektors. Dies ist der Hauptgegenstand des vorliegenden Artikels. Ich beginne dabei mit einem kurzen Abriss über die wesentlichsten makroökonomischen Krisenursachen, deren Kenntnis für das Verständnis der Rolle von Banken unablässig ist. Diese Diskussion setze ich mit der Beschreibung der Effekte fort, die diese Entwicklungen in Bankbilanzen hinterlassen haben. Danach wird kurz der Aufstieg institutioneller Investoren und ihre Auswirkung auf die Nachfragestruktur an Kapitalmärkten behandelt. Dies wird die Grundlage der nachfolgenden Abschnitte sein, in denen die Effekte des Verhaltens von Banken auf die Risikofreudigkeit und ihre Rolle als Krisentransmitter diskutiert werden.

Die Rahmenbedingungen: Kumulierende Makroökonomische Ungleichgewichte

Drei wesentliche makroökonomische Trends setzten im Verlauf der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts ein, die für die Entstehung und spezifische Ausprägung der größten wirtschaftlichen Problemen seit dem 2. Weltkrieg maßgeblich werden sollten:

Erstens kam es seit Beginn der 70er Jahre zu einer zunehmenden und konstant fortschreitenden Konzentration von Einkommen und Vermögen (Alvaredo et al. 2013; Piketty/Zucman 2013). Aus keynesianischer Sicht wird dies häufig als ein wesentlicher Erklärungsfaktor für die zeitgleich eintretende Verlangsamung der Wachstumsentwicklung interpretiert (Stockhammer 2004).²

Zweitens erfolgte ab den 80er Jahren eine Welle von Finanzmarktliberalisierungen. Dies stimulierte das wirtschaftliche Wachstum zeitweise; vor allem wurde von der Entwicklung aber das Wachstum des Finanzsektors beflügelt. Mittlerweile ist die relative Bedeutung des Finanzsektors in den meisten Industrienationen größer als jemals zuvor in den vergangenen 150 Jahren (Philippon/Reshef 2013). In den USA verdoppelte sich seine relative

Bedeutung seit den 80er Jahren nahezu (Greenwood/Scharfstein 2013). Mit dieser Entwicklung ging ein zunehmender Strategiewechsel im Bankensektor einher. Bereits 2001 hielten Allen und Santomero (2001) für den amerikanischen Bankensektor fest, dass sich die Haupteinnahmequelle vom Zinsdifferential in Richtung gebührenproduzierender Tätigkeiten verschoben hatte.

Daneben trugen auch gleichzeitig eintretende Fundamentalinnovationen in der IT-Industrie (Bergeaud et al. 2014) zu einer anziehenden Wachstumsentwicklung bei. Dennoch sollte die Wachstumsdynamik der Nachkriegsjahrzehnte in der westlichen industrialisierten Welt nie mehr erreicht werden. Insbesondere zeigten die weiteren Entwicklungen, dass ein Teil des in dieser Phase erreichten Wachstums virtuellen Faktoren geschuldet war. Zunächst hatten die Produktivitätsgewinne im IT-Sektor die Erwartungen von FinanzanlegerInnen über alle Maßen beflügelt, was die sogenannte Dotcom-Blase auslöste. Danach hatte der zunehmende Wettbewerb im Bankensektor (Eichengreen 2008), sowie das sinkende Regulierungsniveau, zu einem nicht nachhaltigen Anstieg der Kreditvergabetätigkeit beigetragen. Steigende Verschuldung der privaten Haushalte begann die stagnierende Einkommensentwicklung zu kompensieren.

Drittens führte die fortschreitende Globalisierung zu einem Abwärtsdruck auf die Preisentwicklung und ermöglichte gleichzeitig das Entstehen zunehmender globaler Ungleichgewichte. Leistungsbilanzdefizite – und damit auch die diesen gegenüberstehenden Ungleichgewichte in den Kapitalflüssen – nahmen zu. Neben der Entwicklung der Nettokapitalströme kam es aber gleichzeitig zu einer beschleunigten – und lange Zeit weitgehend übersehenen – Zunahme der Bruttokapitalströme. Diese Entwicklung sollte in weiterer Folge grundlegend die Topographie der Krise bestimmen.

Kreditblase und Bankbilanzen

Hauptcharakteristikum der Entstehung der laufenden Krise war ein exzessives Kreditwachstum und eine steigende Verschuldung in den entwickelten Volkswirtschaften. Tatsächlich waren Länder mit hohem pro Kopf Einkommen am schlimmsten betroffen, vor allem dann wenn sie vor der Krise hohe Kreditwachstumsraten aufgewiesen hatten (Lane/Milesi-Ferreti 2010). Die Kreditvergabetätigkeit steht damit im Zentrum der Krisenentwicklung.

Beginnen wir die Betrachtungen bei der wohl wichtigsten Funktionen des Bankensektors im Rahmen einer entwickelten Volkswirtschaft: der Fristentransformation. Banken nehmen auf der Passivseite ihrer Bilanz *kurzfristige* Mittel auf und transformieren diese in *langfristiges* Anlagevermögen. Sie gleichen damit unterschiedliche Zeitpräferenzen von KapitaleignerInnen und InvestorInnen aus. Durch diese Funktion kommt ihnen im Akkumulationsprozess eine Schlüsselrolle zu, da sie durch Kreditvergabeentscheidungen maßgeblich Einfluss auf die Richtung und Dynamik der Investitionstätigkeit nehmen können.

Kurzfristige Zinsen und steigende Verschuldungsquoten

Vereinfachend lässt sich also sagen, dass der für Entscheidungen hinsichtlich der Passivseite einer Bankbilanz entscheidende Zinssatz der kurzfristige Zinssatz ist. Gerade bezüglich dieser Aspekte kam es aber seit den 90er Jahren zu maßgeblichen Veränderungen.

Wie bereits erwähnt führte der sich beschleunigende Globalisierungsprozess zu einem

Abwärtsdruck auf die Preisentwicklung. Im Einklang mit der Politik des Inflation Targeting trug dies zu einem stetigen Rückgang der Leitzinsen und damit zu einem Rückgang des kurzfristigen Zinsniveaus bei. Als es zum Platzen der Dotcom-Blase kam, wurde expansive Geldpolitik – vor allem in den USA – massiv dazu eingesetzt, die Wirtschaftstätigkeit wieder zu stimulieren. Das niedrige Zinsumfeld drückte vor allem die Kosten auf der Passivseite von Banken. Fremdkapital wurde billiger und Banken konnten – vor dem Hintergrund schwacher Regulierung – höhere Verschuldungsquoten akzeptieren, um die Profitabilität des Eigenkapitals zu steigern. Insbesondere die wiederholte Aussage von Alan Greenspan (2004), dass er es nicht als Aufgabe der Notenbank ansehe, sich gegen Vermögenspreisblasen zu stemmen, trug zu der positiven Stimmungslage an den Finanzmärkten und damit zu der hohen Verschuldungsbereitschaft bei.³ Während der Geldpolitik normalerweise eine Stabilisierungsfunktion zukommt, wurde sie damit zunehmend dazu gedrängt, die chronische Wachstumsschwäche der Industrienationen – allen voran der USA – auszugleichen; eine Wachstumsschwäche, die nicht zuletzt auch auf die zunehmende Einkommenskonzentration zurückgeführt wurde (Fitoussi/Saraceno 2010). Die USA wurden dadurch zu einem „consumer of last resort“ (Maddaloni/Peydró 2011), aber die strukturellen und distributiven Ursachen der Wachstumsschwäche blieben weitgehend ungelöst. Vor diesem Hintergrund und in Anbetracht des relativ schwachen regulatorischen Umfelds wäre eine Geldpolitik, die ausreichend restriktiv gewesen wäre, um die Vermögenspreisblasen zu unterbinden, auch möglicherweise stark deflationär gewesen.

Tatsächlich zeigt auch die empirische Evidenz, dass es im Vorfeld der Krise zu einem starken Wachstum der Exponierung von Banken gegenüber den Geldmärkten kam (Shin 2012, Carmassi et al. 2009). Immer stärker verließen sich – gerade auch europäische – Banken auf diese Form der Finanzierung auf Kosten des wesentlich stabileren Einlagengeschäft und schraubten ihre Verschuldungsquoten nach oben. Die kausale Rolle der Geldpolitik in diesem Prozess bleibt umstritten (Merrouche/Nier 2010, Dokko et al. 2011). Dennoch gibt es Hinweise darauf, dass das niedrige Niveau kurzfristiger Zinsen dabei ganz generell zu laxeren Kreditvergabestandards auf Seiten von Banken (Maddaloni/Peydró 2011) und zu einem Anstieg der Nachfrage nach Immobilien in den USA (Jarocinski/Smets 2008) beigetragen hat.

Langfristige Zinsen, Ungleichheit und Asset-Backed Securities

Neben der Entwicklung kurzfristiger Zinsen, die vor allem die Passivseite von Bankbilanzen betraf, führten internationale Kapitalströme zur gleichen Zeit zu fundamentalen Veränderungen, die auf die Aktivseite von Banken einwirkten. Seit der Südostasienkrise war es auf Seiten von asiatischen Schwellenländern⁴ zu einer Politik gekommen, die auf exportgetriebenes Wachstum und die Akkumulation internationaler Reserven setzte. Verstärkt wurde die Entwicklung durch die schrittweise Öffnung der Volksrepublik China. Es kam zu massiven Nettokapitalabflüssen aus der Region, die zum größten Teil in die USA flossen und dort zur Finanzierung des steigenden Leistungsbilanzdefizits beitrugen. Das aus diesen Ländern in die USA strömende Kapital wurde vor allem in Form von Bundesanleihen veranlagt (Borio/Disyatat 2011, Bernanke et al. 2011). Während die asiatischen Schwellenländer damit eindeutig nicht als Finanziere der heranwachsenden Immobilienpreisblase auftraten (wie das in frühen Krisenanalysen mitunter behauptet wurde), trugen sie dennoch zu einer deutlichen Senkung der Zinsen auf Staatsanleihen bei. Da der Zinssatz auf langfristige Staatsanleihen als langfristiger Referenzzinssatz dient,

beeinflusste dies die Entwicklung der Investitionsentscheidungen und damit das Akkumulationsverhalten maßgeblich.

Tatsächlich lässt sich nachweisen, dass – trotz des vorwiegend auf Staatsanleihen liegenden Fokus – der Kapitalzufluss aus den asiatischen Schwellenländern zu sinkenden Zinsen auf dem US-amerikanischen Hypothekarmarkt führte (Bertaut et al. 2012). Im Hintergrund dürften dabei crowding-out Effekte stattgefunden haben, bei denen amerikanische und zu einem sehr großen Teil auch europäische InvestorInnen zunehmend von Investitionen in Staatsanleihen zu Investitionen in Asset-Backed-Securities (ABS) wechselten. Besonders auf Seiten der europäischen InvestorInnen war der Effekt stark ausgeprägt. Während vor der Krise 80% aller ABS in den USA begeben worden waren, hielten AnlegerInnen aus dem Euroraum bei Ausbruch der Krise 40% aller ausstehenden ABS (Gourinchas et al. 2011). Wird UK miteinbezogen, steigt dieser Prozentsatz auf 60%. Diese Investitionen wurden vornehmlich über den US-Geldmarkt finanziert (weswegen sie im Aggregat mit einer weitgehend ausgeglichenen Leistungsbilanz einhergingen).

Ungleichheit und Asset-Backed Securities

Das niedrige Zinsumfeld stimulierte also die Bereitschaft hohe Schuldenquoten (auf der Passivseite) einzugehen und löste gleichzeitig eine Suche nach Renditen (auf der Aktivseite) aus. Dies erhöhte die Bereitschaft zur Kreditvergabe des Bankensektors. Auf der Nachfrageseite wurde diese Entwicklung von steigender Kreditnachfrage der Haushalte begleitet. Dies ermöglichte den rasanten Anstieg an Hypotheken, die die Grundlage für die massenhafte Generierung von ABS waren.

Der Anstieg der Nachfrage nach Hypotheken wird gemeinhin auf die eingangs erwähnte Polarisierung der personellen Einkommensverteilung zurückgeführt (Till van Treeck 2013). Hierbei beförderte der rasante Anstieg relativer Einkommensnachteile vor allem in den USA den Wunsch nach kreditfinanzierter Konsumtion (inklusive Hausbau). Dieser Effekt spiegelt sich in der Interdependenz der Entwicklung von personeller Einkommensungleichheit und privater Verschuldung wieder (Iacoviello 2008, Kumhof et al. 2013). So stieg vor allem in den USA im unteren und mittleren Einkommenssegment die Verschuldung stark an (Bricker et al. 2012, Wisman 2013).

Institutionelle InvestorInnen und die Nachfragestruktur auf den Kapitalmärkten

Wiewohl die zugrundeliegenden makroökonomischen Kräfte die Entwicklung im Nachhinein logisch erscheinen lassen, hätte eine andere institutionelle Struktur zu einer gänzlich unterschiedlichen Ausprägung der Krise geführt. Als ein wichtiger Faktor, der die Entwicklung in ihrer aktuellen Ausprägung bedingte, ist der Aufstieg institutioneller Investoren zu nennen. Drei Tendenzen hatten in den letzten Jahrzehnten zu einem massiven Aufstieg institutioneller Investoren beigetragen.

Erstens war es in den meisten entwickelten Industrienationen zu einer systematischen Verschiebung hin zu kapitalgedeckten Pensionsverfahren gekommen. Dies führte zu einem konstanten Anstieg von Kapital, das professionell von Pensionskassen und Versicherungen verwaltet wurde.

Zweitens war es – ähnlich wie im Bereich der Einkommensentwicklung – zu einem strukturellen Anstieg der Vermögensungleichheit gekommen (Piketty 2014). Die bei reicheren Haushalten tendenziell zu beobachtende höhere Sparquote (Evidenz für die USA: Dyan et al. 2004, für Deutschland: Stein 2009) sowie deren Neigung, eher in Anlagefonds

als beispielsweise in Sparbücher zu investieren (Arrondel et al. 2013), trug weiter zu dem Aufstieg institutioneller InvestorInnen bei.

Schlussendlich stieg – vor allem in den USA (Pinkowitz et al. 2012), aber zu einem geringeren Anteil auch in Europa (Hodrick 2013) – die Liquiditätspräferenz von Unternehmen. Insbesondere profitable, international agierende Konzerne begannen einen steigenden Anteil ihres Kapitals in liquiden Mitteln zu halten und kurzfristig auf Finanzmärkten zu veranlagen.

Dieser strukturelle Anstieg der quantitativen Bedeutung institutioneller Investoren änderte maßgeblich die Struktur der Nachfrage auf dem Kapitalmarkt. Die meisten institutionellen Investoren unterliegen spezifischen Anlagevorschriften und dürfen nur in als sicher eingestufte Veranlagungen investieren. Ebenso neigen Firmen nicht dazu, ihre kurzfristigen Finanzanlagen in hochspekulative Investitionsprojekte zu leiten. In Summe bedeute dies also, dass die Nachfrage nach profitablen, aber dennoch als sicher eingestuften, Finanzprodukten massiv anstieg. Ein Hypothekarkredit gilt gemeinhin (und aus gutem Grund) für solche Investoren als nicht ausreichend sicher. Damit waren die Veranlagungsvorschriften institutioneller Investoren lange Zeit eine Barriere, die verhinderte, dass die steigende Nachfrage nach langfristigen Kapitalanlagen in eine steigende Hypothekarvergabe umgemünzt wurde.

Verbriefung, Ratings und falsche Anreize

Die Rolle, die Kapitalströme institutioneller Investoren in die Märkte für ABS zu leiten, kam nun schließlich dem Bankensektor zu. Wie eingangs erwähnt hatte sich die wesentlichste Einkommensquelle von Banken in Richtung Gebühren und Provisionen verschoben (Allen/Santomero 2001). Im Vorfeld der Krise wurden nun primär Hypothekar-Kredite gebündelt, verbrieft, tranchenweise mit Ratings versehen und verkauft. Dies entlastete die Bilanzen und damit Eigenkapitalquoten von Banken. Musste früher gegen jeden einzelnen Kredit eine Mindesteigenkapitalunterlegung vorgehalten werden, konnten nun Kredite einfach an Nichtbanken verkauft werden und das Eigenkapital wurde zur Unterlegung weiterer Kredite „frei“. Dies erhöhte die aggregierte Kreditvergabefähigkeit des Bankensektors fundamental und die zumeist hohen Ratings machten es möglich, die Produkte an institutionelle Investoren zu verkaufen und damit institutionelles Kapital indirekt zur Kreditschöpfung zu verwenden.

Hohe Ratings auf die strukturierten Finanzprodukte ermöglichten es dabei institutionellen Investoren direkt und vor allem indirekt in den Hypothekarmarkt zu investieren und dabei dennoch ihre Veranlagungsvorschriften einzuhalten. Allerdings führten zwei fundamentale Fehlentwicklungen dazu, dass zu viele hohe Ratings vergeben wurden.

Erstens wandten Ratingagenturen ähnliche Modelle auf Hypothekarprodukte an wie für die Bewertung von Anleihen einzelner Unternehmen. Da aber mehrere unterschiedliche Kredite zu einem gesamten Produkt gebündelt wurden, erforderte ein Rating nicht nur Annahmen über die Ausfallwahrscheinlichkeit eines einzelnen Kredites, sondern *zusätzlich* dazu auch Annahmen über die Korrelation der Ausfallwahrscheinlichkeiten der zugrundeliegenden Kredite. Dies wurde zwar prinzipiell berücksichtigt, aber es erhöhte in Summe die Fehleranfälligkeit von Ratings und konnte überproportional starke Fehler in Ratings und damit unerwartet rasche Abstufungen von Ratings verursachen (Coval et al. 2009). Zusätzlich wirkten derartige Fehler nicht-linear und bestrafen gerade die höchsten Ratingklassen am stärksten (Fender et al. 2008). Dabei dürfte die Möglichkeit, die Risiken

der zugrundeliegenden Kredite zumindest teilweise weiterzugeben, nicht unwesentlich dazu beigetragen haben, die Risikofreudigkeit der partizipierenden AkteurInnen zu erhöhen. Einerseits zeigt sich, dass die zunehmende Verbriefung effektiv die Erhältlichkeit von Krediten für Subprime-KreditnehmerInnen erhöhte (Mian/Sufi 2009). Noch aussagekräftiger ist aber die Beobachtung, dass eine starke Verwicklung von Banken in sogenannte originate-to-distribute Aktivitäten⁵ zu einer systematisch schlechteren Kreditqualität führte. Dies lässt sich zumindest für die Zeit ab 2006 – davor liegen keine relevanten Daten vor – nachweisen (Purnandam 2011).

Zweitens verstrickten sich – ungeachtet des originate-to-distribute Modells – auch die Banken selbst hoffnungslos in die von ihnen selbst kreierten Risiken. So garantierten sie beispielsweise effektiv den größten Teil der von ihnen begebenen und durch ABS besicherten Geldmarktpapiere. Dies geschah aber unter Verwendung von Konstruktionen die verhinderten, dass sich ihre regulatorischen Mindestkapitalquoten erhöhten.⁶ Um nachzuvollziehen warum sich Banken – die das Risiko ihrer Produkte ja eigentlich am besten einschätzen können müssten – dennoch auch selbst stark exponierten, ist es grundlegend den Effekt, den Randrisiken⁷ in einer Bilanz verursachen können zu verstehen. Höhere Risiken sind gemeinhin mit einer höheren Volatilität der Rendite verbunden. Das bedeutet, dass die Rendite momentan vielleicht höher sein kann, dafür ist zu einem unbestimmten Zeitpunkt in der Zukunft die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes größer. Die Wahrscheinlichkeit, dass ein Randrisiko auch tatsächlich schlagend wird, ist aber sehr gering und genau dadurch wird es leicht übersehen. Kommt es aber dennoch zum Eintritt eines Randrisikos, so sind die Auswirkungen zumeist fatal. Wird nun das höhere Risiko – und damit die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes – nicht eingepreist, dann erscheint ein Unternehmen gegenüber der allgemeinen Öffentlichkeit, aber auch gegenüber den eigenen EigentümerInnen und StakeholderInnen profitabler, obwohl die höheren gegenwärtigen Profite ausschließlich aus der Akzeptanz eines höheren Risikos resultieren.

Die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass das Eingehen höherer Randrisiken für eine Periode von einem Monat bis zu fünf Jahren tatsächlich mit höheren Aktienkursen verbunden ist (Kelly/Jiang 2013). Ins rechte Licht gerückt wird dies aber durch die Tatsache, dass die Bankenaktien, welche noch 2006 die höchsten Kursgewinne erzielten, im Verlauf der Krise die stärksten Verluste erlitten (Beltratti/Stulz 2012). Einiges deutet damit darauf hin, dass in der Tat die Aufnahme von Randrisiken Banken profitabler erscheinen ließ. Die Tatsache, dass Banken (im Gegensatz zu BankaufseherInnen) global agierten, dürfte dabei nicht unwesentlich dazu beigetragen haben, dass Randrisiken übersehen wurden (Acharya/Schnabl 2010).

Eine wichtige zugrundeliegende Ursache dieser Entwicklung dürfte auch in den Anreizschemata der wesentlichsten EntscheidungsträgerInnen liegen. Die shareholder value Revolution, die die Expansion des Finanzsektors seit den 90er Jahren begleitet hatte, hatte dazu geführt, dass in börsennotierten Unternehmen und damit insbesondere auch im Bankenbereich ein steigender Teil der Entlohnung in Form von Aktien bzw. Aktienoptionen bezahlt wurde. Gerade aber an die Aktienkursentwicklung gekoppelte Bonuszahlungen dürften im Vorfeld der Krise verstärkt zur Risikoaufnahme geführt haben. So lässt sich beispielsweise zeigen, dass sich in der Krise gerade diejenigen Unternehmen am schlechtesten entwickelten, bei denen die Interessen des Top Managements vor der Krise – mittels Aktienoptionen und ähnlichem – am scheinbar besten an die Interessen der AktienerInnen angebunden waren (Fahlenbrach/Stulz 2011). Generell zeigt die Evidenz, dass die breite Verwendung von Aktienoptionen und Boni mit der Akzeptanz

exzessiver Risiken im Vorfeld der Krise verknüpft waren (Chen et al. 2009). Auch gibt es anekdotische Hinweise, dass bei Ausbruch der Krise die Befürchtung wesentlicher EntscheidungsträgerInnen, das eigene Aktienportfolio zu „verwässern“ verhindert hat, dass Banken rechtzeitig ihre Kapitalbasis stärkten (Sorkin 2009).

In Summe wurde mit den skizzierten Entwicklungen jedenfalls die Möglichkeit der Verbriefung der wichtigste Kanal, der es Banken erlaubte das Kapital von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Anlagefonds anzuzapfen (Adrian/Shin 2009). Neben der scheinbar hohen Rendite, die für Investitionen in ABS erzielt werden konnten, war aber noch ein zweiter Faktor hauptauschlaggebend: Die klassische Einlagensicherung ist zumeist mit einer Höchstsumme (in den USA vor der Krise 100.000 USD) begrenzt. In Anbetracht der Summen, mit denen institutionelle AnlegerInnen operieren sind diese Summen viel zu gering. Institutionelle Investoren verwendeten daher Repos⁸ und Geldmarktpapiere als Substitute für einlagengesicherte Giralkonten. Dabei wurden ABS in großem Stil als (dys)funktionales Äquivalent für die klassische Einlagensicherung verwendet.

Banken als transatlantische Krisen-Transmitter

Aus europäischer Perspektive waren Banken – und ihre Ableger – damit ganz maßgeblich daran beteiligt, dass sich die Krise vom US-Hypothekarmarkt nach Europa übertrug.⁹ Europäische Banken waren aufgrund ihrer starken Exponierung gegenüber dem US-Hypothekarmarkt unter den ersten Opfern der Krise. Für den Fall Großbritannien konnte nachgewiesen werden, dass der negative Schock gegenüber ausländischen Verbindlichkeiten zu einer signifikant reduzierten Kreditvergabe im Inland führte (Aiyar 2012). Es ist sehr wahrscheinlich, dass ein ähnlicher Prozess auch in anderen europäischen Ländern stattgefunden hat. In jedem Fall war ein spezifisches europäisches Problem die Tatsache, dass global agierende Banken in Europa in deutlich kleineren Volkswirtschaften beheimatet waren als dies z.B. in den USA der Fall war. Die Verbindlichkeiten von Banken ins Verhältnis zum BIP gesetzt – und damit auch die relative budgetäre Belastung der Kosten einer Bankenrettung im Verhältnis zur potentiellen Steuerbasis – sind in Europa also systematisch höher. Dies führte zu einem Teufelskreislauf. Angeschlagene Banken wurden von Regierungen gerettet und dies brachte postwendend die Frage der fiskalischen Solvenz dieser Regierungen in den Blickpunkt der öffentlichen Aufmerksamkeit. Spätestens ab Ende 2008 ist ein sich wechselseitig verstärkender Prozess zu beobachten. Dabei führten steigende Risiken des Bankensektors (üblicherweise gemessen durch die Rendite auf Credit Default Swaps) zu steigenden Risiken der Souveräne (üblicherweise gemessen durch die Rendite auf Staatsanleihen) und vice versa (Arachaya et al. 2011, de Grauwe/Ji 2013). Darüber hinaus führte die Entwicklung zu einem moral hazard Problem, da für Banken eine staatliche Rettung als wahrscheinlich erscheint sobald sie eine gewisse kritische Größe erreicht haben. Zur Vermeidung dieses Problems wurde in der Diskussion vor allem auf die Notwendigkeit eines geordneten Abwicklungsmechanismus für Großbanken hingewiesen (White 2014).

Schlussfolgerungen

Der vorliegende Artikel beschäftigte sich mit den Ursachen der Krise unter besonderer Berücksichtigung der Rolle, die Banken in dieser Entwicklung zugeschrieben wird.

Während die wesentlichsten Ursachen der Krise eine makroökonomische Grundlage haben und in internen und externen Ungleichgewichten zu sehen sind, spielten Banken eine maßgebliche Rolle in der spezifischen Ausprägung – und gerade auch in der Tiefe – der Krise. Es hat sich gezeigt, dass Fehlanreize massiv zu einer exzessiven Risikobereitschaft geführt haben. Bankführungskräfte waren – sei es wissentlich oder aufgrund von Herdeneffekten – bereit, gefährliche Randrisiken zu akzeptieren, um in den Genuss temporär erhöhter Profite zu gelangen. Die dabei kreierte Risiken wurden teilweise an institutionelle Investoren weitergegeben, fanden aber zu einem sehr großen Teil in den Bankbilanzen selbst starken Niederschlag. Als die Krise kam, waren die wichtigsten Institute zu groß, um ohne massive Destabilisierung der Finanzmärkte fallen gelassen zu werden. Damit waren Banken und ihr Fehlverhalten auch ursächlich an der Transmission der Krise nach Europa, sowie an dem gefährlichen selbstverstärkenden Verlauf den sie hier nahm, beteiligt. Einerseits wirkten sich die Verluste, die sie im Ausland zu tragen hatten, negativ auf ihr heimisches Kreditvergabeverhalten aus. Andererseits mussten viele Institute von ihren Heimatländern gerettet werden und lösten damit einen Teufelskreislauf von steigenden und sich wechselseitig verstärkenden Bankrisiken und Staatsrisiken aus.

Drei zentrale Schlussfolgerungen lassen sich aus der Identifikation der Ursachen der laufenden Krise ableiten. Erstens sind stabilisierungspolitische Instrumente – wie sie z.B. der Geldpolitik zur Verfügung stehen nicht in der Lage, struktur- und verteilungspolitische Versäumnisse nachhaltig ausgleichen. Die Geldpolitik muss hier von anderen Politikbereichen unterstützt werden. Zweitens, stand der Schattenbankenbereich im Zentrum der Probleme, die in der laufenden Krise auftraten. Problematisch war dabei vor allem, dass er so eng mit dem traditionellen Bankensektor verknüpft war. Es wird zentral sein, diesen Bereich entweder ähnlichen regulatorischen Bestimmungen zu unterwerfen wie den regulären Bankensektor, oder aber eine rigide Trennlinie zwischen den Aktivitäten von Schattenbanken und dem traditionellen einlagebasierten Bankensektor einzuführen. Drittens stammten viele der Kapitalströme, die zu dem gefährlichen Anstieg der Vermögenspreise im Vorfeld der Krise beigetragen hatten, aus dem Bereich institutioneller Investoren – nicht zuletzt befeuert durch die rasant gestiegene Bedeutung von kapitalgedeckten Pensionsverfahren in industrialisierten Ländern. Bei der Ausgestaltung derartiger Systeme wird in Zukunft verstärktes Augenmerk darauf gerichtet werden müssen, dass die Suche nach sicheren Anlageformen – zu der sich viele dieser Investoren verpflichtet haben – nicht zu steigender finanzieller Instabilität beiträgt.

Literatur

- Adrian, Tobias/Shin, Hyun Song (2010) Liquidity and Leverage. In: *Journal of Financial Intermediation*, 19, 418-437.
- Aiyar, Shekhar (2012) From Financial Crisis to Great Recession: The Role of Globalized Banks. In: *American Economic Review: Papers & Proceedings* 102/3, 225-230.
- Alvaredo, Facundo/Atkinson, Anthony/Piketty, Thomas/Saez, Emmanuel (2013) The Top 1 Percent in International and Historical Perspective. In: *Journal of Economic Perspectives*, 27/3, 3-20.
- Acharya, Viral/Schnabl, Philipp/Suarez, Gustavo (2013) Securitization Without Risk Transfer. In: *Journal of Financial Economics*, 107, 515-536.
- Acharaya, Viral/Drechsler, Itamar/Schnabl, Philip (2011) A Pyrrhic Victory? – Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk, NBER Working Paper 17136.

- Acharya, Viral/Schnabl, Philipp (2010) Do Global Banks Spread Global Imbalances? Asset-Backed Commercial Paper during the Financial Crisis of 2007-2009, *IMF Economic Review*, 58/1, 37-73.
- Allen, Franklin/Santomero, Anthony (2001) What Do Financial Intermediaries Do? In: *Journal of Banking and Finance*, 25, 271-294.
- Beltratti, Andrea/Stultz, René (2009) Why Did Some Banks Perform Better During the Crisis? – A Cross-Country Study of the Impact of Governance and Regulation. In: *Journal of Financial Economics*, 105/1, 1-17.
- Bergeaud, Antonin/Cette Gilbert/Lecat, Rémy (2014) Productivity Trends from 1890 to 2012 in Advanced Countries, *Document de Travail* No 475.
- Bertaut, Carol/de Marco, Laurie Ponder/Kamin Steven/Tryon, Ralph (2012) ABS Inflows to the United States and the Global Financial Crisis. In: *Journal of International Economics*, 88, 219-234.
- Bernanke, Ben/Bertaut, Carol/De Marco, Laurie Ponder/Kamin, Steven (2011) International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007, *International Finance Discussion Papers*, No. 1014, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Borio, Claudio/Disyatat, Piti/Juselius, Mikael (2014) Rethinking Potential Output: Embedding Information About the Financial Cycle, *BIS Working Paper*, No. 404.
- Bricker, Jesse/Kennickell, Arthur/Moore, Kevin/Sabelhaus, John (2012) Changes in U.S. Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumption Finances. In: *Federal Reserve Bulletin*, 98, 2.
- Carmassi, Jacopo/Gros, Daniel/Micossi, Stefano (2009) The Global Financial Crisis: Causes and Cures. In: *Journal of Common Market Studies*, 47/5, 977-996.
- Chen, Ruo/Milesi-Ferretti, Maria/Tressel, Thierry (2013) Eurozone External Imbalances; Public Policy, 28/73, 101-142.
- Cheng, Ing-Haw/Hong, Harrison/Scheinkam, Jose (2009) Yesterday's Heroes: Compensation and Creative Risk Taking; *NBER Working Paper* No. 16176.
- Coval, Joshua/Jurek, Jakub/Stafford, Erik (2009b) The Economics of Structured Finance. In: *The Journal of Economic Perspectives*, 23/1, 3-26.
- De Grauwe, Paul/Ji, Yuemei (2013) Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test. In: *Journal of International Money and Finance*, 34, 15-36.
- Dyan, Karen/Skinner, Jonathan/Zeldes Stephen (2004) Do the Rich Save More? In: *Journal of Political Economy*, 112/2, 397-444.
- Eichengreen, Barry (2008) Origins and Responses to the Current Crisis, *CESifo Forum* 4/2008.
- Fahlenbach, Rüdiger/Stulz, René (2011) Bank CEO Incentives and the Credit Crisis. In: *Journal of Financial Economics*, 99, 11-26.
- Fender, Ingo/Tarashev, Nikola/Zhu, Haibin (2008) Credit Fundamentals, Ratings and Value-at-Risk: CDOs versus Corporate Exposures. In: *BIS Quarterly Review*, March 2008.
- Feldkircher, Martin (2014) The determinants of vulnerability to the global financial crisis 2008 to 2009: Credit growth and other sources of risk. In: *Journal of International Money and Finance*, 43, 19-49.
- Fitoussi, Jean-Paul/Saraceno, Francesco (2010) Inequality and Macroeconomic Performance, *Document de travail de l'OFCE*, 2010/13.
- Greenspan, Alan (2004) Opening Remarks, Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, Jackson Hole, WY
- Greenwood, Robin/Scharfstein, David (2013) The Growth of Finance. In: *Journal of Economic Perspectives*, 27/2, 3-28.
- Gourinchas, Pierre-Olivier/Rey, Hélène/Tuempler, Kai (2011) The Financial Crisis and the Geography of Wealth Transfers. In: *Journal of International Economics*, 88/2, 266-283.
- Hodrick, Laurie (2013) Are U.S. Firms Really Holding Too Much Cash?, *SIEPR Policy Brief*, July 2013.
- Iacoviello, Matteo (2008) Household Debt and Income Inequality 1963-2003. In: *Journal of Money, Credit and Banking*, 40/5, 929-965.

- Jarocinski, Marek/Smets, Frank (2008) House Prices and the Stance of Monetary Policy. In: Federal Reserve of St. Louis Review, July, 319-65.
- Kelly, Bryan/Jiang, Hao (2013) Tail Risks and Asset Prices, NBER Working Paper No. 19375.
- Kumhof, Michael/Rancière, Romain/Winnand, Pablo (2013) Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default, IMF Working Paper, WP/13/249.
- Lane, Philip/Milesi-Ferretti, Gian Maria (2010) The Cross-Country Incidence of the Global Crisis, IMF Working Papers, WP/10/171.
- Maddaloni, Angela/Peydró, José-Luis (2011) Bank Risk-taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-area and the U.S. Lending Standards. In: The Review of Financial Studies, 24/6, 2121-2165.
- Mian, Atif/Sufi, Amir (2009) The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis. In: The Quarterly Journal of Economics, 124/4, 1449-1496.
- Philippon, Thomas/Reshef, Ariell (2013) An International Look at the Growth of Modern Finance. In: Journal of Economic Perspectives, 27/2, 73-96.
- Pinkowitz, Lee/Stulz, René/Williamson, Rohan (2012) Multinationals and the High Cash Holdings Puzzle, NBER Working Paper, No. 18120.
- Piketty, Thomas/Zucman, Gabriel (2013) Capital is Back: Wealth-Income Ratios in Rich Countries 1700-2010, Research Seminar Paper – New Approaches to Economic Challenges, Paris, OECD.
- Piketty, Thomas (2014) Capital in the Twenty-First Century, Cambridge Massachusetts.
- Purnandam, Amiyatosh (2011) Originate-to-distribute Model and the Subprime Mortgages Crisis. In: The Review of Financial Studies, 24/6, 1881-1915.
- van Treeck, Till (2013) Did Inequality cause the U.S Financial Crisis? In: Journal of Economic Surveys, 28/3, 421-448.
- Stockhammer, Engelbert (2004) The Rise of Unemployment in Europe: a Keynesian Approach, Cheltenham, U.K.
- Shin, Hyun Song (2012) Global Banking Glut and Loan Risk Premium, IMF Economic Review, 60/2, 155-192.
- Sorkin, Andrew Ross (2009) Too Big to Fail, New York: Penguin Books.
- Stein, Ulrike (2009) Zur Entwicklung der Sparquoten der privaten Haushalte – eine Auswertung von Haushaltsdaten der SOEP, IMK Working Paper 10/2009.
- Wisman, Jon (2013) Wage stagnation, rising inequality and the financial crisis of 2008. In: Cambridge Journal of Economics, 37, 921-945.
- White, William (2014) The Prudential Regulation of Financial Institutions: Why Regulatory Responses to the Crisis Might Not Prove Sufficient, OECD Economics Department Working Paper, No. 1108.

Anmerkungen

- 1 Der Text baut in wesentlichen Teilen auf einem umfassenderen Arbeitspapier auf, das 2014 unter dem Titel „Origins of the crisis – Drawing the big picture“ 2014 als OECD Working Paper erscheint. Für den vorliegenden Text bin ich Edith Waltner und Beat Weber für äußerst hilfreiche Anmerkungen zu Dank verpflichtet. Alle zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind meine eigenen und entsprechen nicht notwendigerweise der Sichtweise der OeNB oder der OECD.
- 2 Unter der Annahme einer höheren Sparquote wohlhabender Haushalte führt eine relative Umverteilung von armen zu reichen Haushalten zu einer relativ niedrigeren Konsumquote und damit üblicherweise zu niedrigeren Investitionen und einem niedrigeren gesamtwirtschaftlichen Wachstum.
- 3 Diese Aussage ging als sogenannter „Greenspan Put“ in die Diskussion ein.
- 4 Hinsichtlich der aus dem Bereich asiatischer Schwellenländer stammenden Nettokapitalzufl sse wird gemeinhin der S dostasienkrise 1997/98 eine ursächliche Rolle zugeschrieben. Die betroffenen Länder hatten nach einer Phase starker Kapitalzuflüsse einen schockhaften Abzug

ausländischen Kapitals zu verkraften und mussten – zum größten Teil – vom IWF gestützt werden. Im Anschluss an die schmerzhaften und teilweise als überzogen betrachteten Anpassungsprogramme (Rajan 2010) entwickelten die meisten der involvierten Länder export-getriebene Wachstumsmodelle, die stark auf die Akkumulation ausländischer Währungsreserven – als Versicherung gegen zukünftige Zahlungsbilanzkrisen – ausgerichtet waren.

- 5 Damit wird gemeinhin jene Form von Kreditvergabe bezeichnet bei der bereits zum Zeitpunkt der Kreditvergabe die anschließende Verbriefung und (weitgehende) Weiterveräußerung der Kreditforderung vorgesehen ist.
- 6 Ein großer Teil dieser Papiere wurde über sogenannte Special Purpose Vehicles (SPV) begeben. Die mit Abstand meisten der dabei eingesetzten Garantien waren sogenannte Liquiditätsgarantien, die im Fall des Konkurses der SPV nicht schlagend werden und damit die Reservenforderungen für die Banken nicht erhöhten. Allerdings wurde der Konkurs der SPV in der Praxis zu meist effektiv ausgeschlossen (Kacperzyk/Schnabl 2010). Dies geschah, indem der Konkurs über eine sich nur langsam bewegende Variable wie beispielsweise eine Ausfallrate definiert wurde, was sicherstellte, dass die meisten Geldmarktpapiere abreiften, bevor es zu definitiven Insolvenzen kam. Während das regulatorische Kapital durch diese Liquiditätsgarantien also nicht erhöht wurde, kam es in der Praxis zu so gut wie keinen Zahlungsausfällen der SPV (Acharaya et al. 2013).
- 7 Der Ausdruck Randrisiken – englisch Tail Risks – bezieht sich, vereinfachend formuliert, auf sehr unwahrscheinliche, dafür aber extreme Risiken, z.B. bei manchen Risikopapieren das zu meist – in „normalen“ Zeiten – eher unwahrscheinliche Risiko eines Totalverlustes.
- 8 Repos funktionieren ähnlich wie groß skalierte kurzfristige Einlagen. Dabei wird ein Wertpapier – meist ein ABS – mit einem Abschlag gekauft, wobei bereits zum Kaufzeitpunkt der spätere Rückkauf zu einem höherem Preis (dem impliziten Zinssatz) vereinbart wird. Wird der der Rückkäufer insolvent, so bleibt dem Käufer noch immer das ABS, das damit als Analogon zur klassischen Einlagensicherung funktioniert.
- 9 Die Darstellung ist ob der Lesbarkeit grob vereinfachend. Tatsächlich war es bereits innerhalb Europas, und hierbei speziell innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion zu destabilisierenden Kapitalströmen gekommen.