

Die Rede des Bundespräsidenten Köhler zur Finanzkrise auf dem 9. Münchner Wirtschaftsgipfel ist exemplarisch für die tiefgreifende intellektuelle Verwirrung in der deutschen Politikelite: „Die Bürgerinnen und Bürger wollen vor unverantwortlichem Treiben auf den Finanzmärkten sicher sein.“ Ohne jede Analyse wird hier undifferenziert den Finanzmärkten die Schuld an der Finanz- und Wirtschaftskrise gegeben.

Dabei ist die Finanzkrise zunächst eine Bankenkrise. Diese Unterscheidung ist nicht spitzfindig, sondern sie betrifft den Kern des Problems: Die Krise hat ihren Ursprung in einem Teil des Finanzsystems, der wenig Ähnlichkeit hatte mit einem echten Finanz- oder Börsenmarkt. Vielmehr ist die Krise im sogenannten „Over The Counter“-Geschäft anzusiedeln – das ist ein technischer Begriff für die undurchsichtigen Geschäfte zwischen Banken. Der Hypothekenhandel und der Handel mit Kreditversicherungen (Credit Default Swaps) fanden außerhalb eines wirklichen Finanzmarktes mit wettbewerblicher Preisfindung statt.

Gegenüber Investoren und Spekulanten konnten Investmentbanken monopolistische Preise für Kreditversicherungen bestimmen und dabei exorbitant hohe Gewinnspannen realisieren. Hier liegt ein entscheidender Unterschied zum Aktienmarkt, bei dem der Wettbewerb im Börsenhandel die Banken ihres Wettbe-

Forum

Triumph des Börsenmarktes

Die Schaffung eines wettbewerblichen Finanzsystems für Kreditrisiken muss oberste Priorität haben

Von Harald Hau

werbsvorteils beraubt. Solchen Wettbewerb mit transparenten Preisen gab es im globalen Hypothekenhandel in keiner Weise. Folglich waren auch Spekulanten in einer äußerst schwierigen Situation und ihre Leergeschäfte weitgehend ohne Wirkung für die Preise von Kreditversicherungen, weil ein wirklich zentraler Marktpreis ja fehlte.

Dieser Entwicklungsrückstand in Sachen Marktstruktur hatte weitreichende Konsequenzen. Für Spekulanten war es außerordentlich schwierig, eigene Handelspositionen zu bewerten. Fehlende Marktpreise beschränkten auch das mobilisierbare Kapital. Mehr spekulatives Kapital zusammen mit einer transparenten Marktstruktur hätte viel früher die schädliche amerikanische „Hypothekenerzeugungsmaschine“ gestoppt.

Investoren und Händlern hätten echte Marktpreise als Warnsignale dienen können. Selbst die Ratingagenturen hätten gegenüber Marktpreisen ihre unkritischen Risikoeinstufungen kaum aufrecht erhalten können. Für Banken hatte der fehlende Marktpreis noch eine weitere Crux: Wertpapiergeschäfte mit anderen Banken fanden keinen Niederschlag in den internen Risikomodellen. Wo keine Börsenmarktpreise bestehen, existiert auch kein direkt quantifizierbares Risiko, und das tatsächliche Risiko blieb hinter unrealistischen Annahmen über Kreditausfallkorrelationen individueller Hypotheken verborgen.

Die Investmentbanken hatten freilich ein ureigenes Interesse an der unzulänglichen Marktentwicklung. Fehlende Markttransparenz war die Quelle, aus

der sie ihre gigantischen Handelsgewinne und Gehaltsprämien schöpften. Das Ausmaß dieser Gewinne ist allein schon Beleg dafür, dass von wirklichem Wettbewerb im Kreditrisikohandel keine Rede sein konnte.

Es ist daher nicht verwunderlich, dass Investmentbanken jede Marktentwicklung in Richtung auf einen zentralisierten Börsenhandel sabotierten. Doch ironischerweise wurde diese kurzfristige Verfolgung des Eigeninteresses den Investmentbanken selbst zum Verhängnis. Ohne transparente und wettbewerbliche Marktpreise wurden auch sie blind für die Kreditrisiken in ihrer eigenen Bilanz, bis es zu spät war. Investmentbanken führen mit Volldampf ähnlich der Titanic, wobei die schnelle Fahrt jeder Vorausschau oder Warnung durch echte Marktpreise entbehrte.

Nach dem Untergang der meisten Investmentbanken im Jahr 2008 müssen Lehren gezogen werden, um zukünftige Banken Krisen abzuwehren. Die Schaffung einer wettbewerblichen Finanzmarktstruktur für den Hypothekenhandel mit zentralisiertem Clearing und angemessenen Vertragssicherheiten sollte oberste Priorität haben. Die Banken werden wieder versuchen, eine solche Entwicklung der Finanzmärkte zu verhindern. Deren Glaubwürdigkeitsverlust seit der jüngsten Krise erhöht freilich die Chance für eine echte Reform: Der Bör-

senhandel sollte für den Großteil der Transaktionen bei Kreditversicherungen zur Regel werden. Fairer und gleichberechtigter Marktzugang für alle Investoren ist Voraussetzung für einen funktionierenden Marktmechanismus. Ein EU-Gesetzesentwurf zur zukünftigen Marktstruktur ist für Juli 2010 versprochen und markiert hoffentlich den Übergang zu einem mehr börsenorientierten und weniger bankenzentrierten Finanzsystem. Das positive Vermächtnis der Finanzkrise ist somit ein Entwicklungsschub für die globalen Börsenmärkte.

So wie die Einführung des Radars Schiffskollisionen mit Eisbergen selten gemacht hat, so können informative Marktpreise für Kreditrisiken ein besseres Risikomanagement sowie eine bessere Aufsicht des Eigenhandels der Banken durch Unternehmensführung und Vor-



Harald Hau ist Professor für Finanzwirtschaft an der Business-Schule INSEAD in Fontainebleau, Frankreich
Foto: privat

stand ermöglichen. Denn mangelhaftes Risikomanagement und unzulängliche Kontrolle in der momentanen Wirtschaftskrise sind eng verknüpft mit fehlender Markttransparenz im Hypothekenhandel. Ein Marktpreis alarmiert oft auch Außenseiter, bevor es zu spät ist; deren Reaktion sorgt dann für zusätzliche Preisanpassungen.

Ein gutes Beispiel ist der seit kurzem bestehende Börsenmarkt für Kreditversicherungen auf Staatsanleihen: Weder Kreditratingagenturen noch finanztechnisch ungeschulte Bankvorstände können einen Marktpreis ignorieren, der hohe Ausfallwahrscheinlichkeit für griechische Staatsschulden prognostiziert. Leider existierte 2005 oder 2006 kein vergleichbarer Marktpreis für US-Immobilienhypotheken. Die große Bankenkrise hat folglich eine ihrer vielen Ursachen im Fehlen eines Börsenmarktes für Hypotheken und Kreditversicherungen.

Wer von einer Krise des Finanzmarktkapitalismus spricht, der begeht eine Fehlinterpretation: So wie das Jahr 1989/1990 den Siegeszug des Marktprinzips über die monopolistische Staatswirtschaft markiert, so könnte die Bankenkrise von 2008/2009 den Triumph des Börsenmarktes über die Bankenwirtschaft in bislang marktfernen Bereichen des Finanzsystems einleiten. Eine bessere Aufklärung der Politiker würde diesen Entwicklungsprozess beschleunigen.

Die Rede des Bundespräsidenten Köhler zur Finanzkrise auf dem 9. Münchner Wirtschaftsgipfel ist exemplarisch für die tiefgreifende intellektuelle Verwirrung in der deutschen Politikelite: „Die Bürgerinnen und Bürger wollen vor unverantwortlichem Treiben auf den Finanzmärkten sicher sein.“ Ohne jede Analyse wird hier undifferenziert den Finanzmärkten die Schuld an der Finanz- und Wirtschaftskrise gegeben.

Dabei ist die Finanzkrise zunächst eine Bankenkrise. Diese Unterscheidung ist nicht spitzfindig, sondern sie betrifft den Kern des Problems: Die Krise hat ihren Ursprung in einem Teil des Finanzsystems, der wenig Ähnlichkeit hatte mit einem echten Finanz- oder Börsenmarkt. Vielmehr ist die Krise im sogenannten „Over The Counter“-Geschäft anzudeuten – das ist ein technischer Begriff für die undurchsichtigen Geschäfte zwischen Banken. Der Hypothekhandel und der Handel mit Kreditversicherungen (Credit Default Swaps) fanden außerhalb eines wirklichen Finanzmarktes mit wettbewerblicher Preisfindung statt.

Gegenüber Investoren und Spekulanten konnten Investmentbanken monopolistische Preise für Kreditversicherungen bestimmen und dabei exorbitant hohe Gewinnspannen realisieren. Hier liegt ein entscheidender Unterschied zum Aktienmarkt, bei dem der Wettbewerb im Börsenhandel die Banken ihres Wettbe-

der sie ihre gigantischen Handelsgewinne und Gehaltsprämien schöpften. Das Ausmaß dieser Gewinne ist allein schon Beleg dafür, dass von wirklichem Wettbewerb im Kreditrisikohandel keine Rede sein konnte.

Es ist daher nicht verwunderlich, dass Investmentbanken jede Marktentwicklung in Richtung auf einen zentralisierten Börsenhandel sabotierten. Doch ironischerweise wurde diese kurzsichtige Verfolgung des Eigeninteresses den Investmentbanken selbst zum Verhängnis. Ohne transparente und wettbewerbliche Marktpreise wurden auch sie blind für die Kreditrisiken in ihrer eigenen Bilanz, bis es zu spät war. Investmentbanken fuhrten mit Volldampf ähnlich der Titanic, wobei die schnelle Fahrt jeder Vorausschau oder Warnung durch echte Marktpreise entbehrte.

Nach dem Untergang der meisten Investmentbanken im Jahr 2008 müssen Lehren gezogen werden, um zukünftige Bankenrisiken abzuwehren. Die Schaffung einer wettbewerblichen Finanzmarktstruktur für den Hypothekhandel mit zentralisiertem Clearing und angemessenen Vertragssicherheiten sollte oberste Priorität haben. Die Banken werden wieder versuchen, eine solche Entwicklung der Finanzmärkte zu verhindern. Deren Glaubwürdigkeitsverlust seit der jüngsten Krise erhöht freilich die Chance für eine echte Reform: Der Bör-

Forum

Triumph des Börsenmarktes

Die Schaffung eines wettbewerblichen Finanzsystems für Kreditrisiken muss oberste Priorität haben

Von Harald Hau

wervsvorteils beraubt. Solchen Wettbewerb mit transparenten Preisen gab es im globalen Hypothekhandel in keiner Weise. Folglich waren auch Spekulanten in einer äußerst schwierigen Situation und ihre Leergeschäfte weitgehend ohne Wirkung für die Preise von Kreditversicherungen, weil ein wirklich zentraler Marktpreis ja fehlte.

Dieser Entwicklungsrückstand in Sachen Marktstruktur hatte weitreichende Konsequenzen. Für Spekulanten war es außerordentlich schwierig, eigene Handelspositionen zu bewerten. Fehlende Marktpreise beschränkten auch das mobilisierbare Kapital. Mehr spekulatives Kapital zusammen mit einer transparenten Marktstruktur hätte viel früher die schädliche amerikanische „Hypothekenerzeugungsmaschine“ gestoppt.

senhandel sollte für den Großteil der Transaktionen bei Kreditversicherungen zur Regel werden. Fairer und gleichberechtigter Marktzugang für alle Investoren ist Voraussetzung für einen funktionierenden Marktmechanismus. Ein EU-Gesetzesentwurf zur zukünftigen Marktstruktur ist für Juli 2010 versprochen und markiert hoffentlich den Übergang zu einem mehr börsenorientierten und weniger bankenzentrierten Finanzsystem. Das positive Vermächtnis der Finanzkrise ist somit ein Entwicklungsschub für die globalen Börsenmärkte.

So wie die Einführung des Radars Schiffskollisionen mit Eisbergen selten gemacht hat, so können informative Marktpreise für Kreditrisiken ein besseres Risikomanagement sowie eine bessere Aufsicht des Eigenhandels der Banken durch Unternehmensführung und Vor-



Harald Hau ist Professor für Finanzwirtschaft an der Business-Schule INSEAD in Fontainebleau, Frankreich
Foto: privat

Investoren und Händlern hätten echte Marktpreise als Warnsignale dienen können. Selbst die Ratingagenturen hätten gegenüber Marktpreisen ihre unkritischen Risikoeinstufungen kaum aufrecht erhalten können. Für Banken hatte der fehlende Marktpreis noch eine weitere Crux: Wertpapiergeschäfte mit anderen Banken fanden keinen Niederschlag in den internen Risikomodelle. Wo keine Börsenmarktpreise bestehen, existiert auch kein direkt quantifizierbares Risiko, und das tatsächliche Risiko blieb hinter unrealistischen Annahmen über Kreditausfallkorrelationen individueller Hypotheken verborgen.

Die Investmentbanken hatten freilich ein ureigenes Interesse an der unzulänglichen Marktentwicklung. Fehlende Markttransparenz war die Quelle, aus

stand ermöglichen. Denn mangelhaftes Risikomanagement und unzulängliche Kontrolle in der momentanen Wirtschaftskrise sind eng verknüpft mit fehlender Markttransparenz im Hypothekhandel. Ein Marktpreis alarmiert oft auch Außenseiter, bevor es zu spät ist; deren Reaktion sorgt dann für zusätzliche Preisanpassungen.

Ein gutes Beispiel ist der seit kurzem bestehende Börsenmarkt für Kreditversicherungen auf Staatsanleihen: Weder Kreditratingagenturen noch finanztechnisch ungeschulte Bankvorstände können einen Marktpreis ignorieren, der hohe Ausfallwahrscheinlichkeit für griechische Staatsschulden prognostiziert. Leider existierte 2005 oder 2006 kein vergleichbarer Marktpreis für US-Immobilienhypotheken. Die große Bankenkrise hat folglich eine ihrer vielen Ursachen im Fehlen eines Börsenmarktes für Hypotheken und Kreditversicherungen.

Wer von einer Krise des Finanzmarktkapitalismus spricht, der begeht eine Fehlinterpretation: So wie das Jahr 1989/1990 den Siegeszug des Marktprinzips über die monopolistische Staatswirtschaft markiert, so könnte die Bankenkrise von 2008/2009 den Triumph des Börsenmarktes über die Bankenwirtschaft in bislang marktfernen Bereichen des Finanzsystems einleiten. Eine bessere Aufklärung der Politiker würde diesen Entwicklungsprozess beschleunigen.