

Humpty Dumpty sat on a wall...

➤ Minsky Moment

Die Ursachen für die Krise, in der wir uns gegenwärtig befinden, beschrieb der US Ökonom Hyman Minsky (1919 – 1996) in der Mitte des vorigen Jahrhunderts. Der Schüler von Wassily Leontief und Joseph Schumpeter sah sich in der Tradition von John Maynard Keynes und legte seine Thesen in seiner „Financial Instability Hypothesis“ dar. Die Theorie einer plötzlich auftretenden Krise trotz boomender Wirtschaft blieb lange Zeit wenig beachtet, findet aber jetzt ihre Bestätigung und Minskys Name steht geradezu als Synonym für den aktuellen wirtschaftlichen Zustand. Der „Minsky Moment“, den wir durchleben, wurde zum Schlagwort der Stunde. Der letzten Minsky Moment war die globale Depression der 1930er Jahre, davor der Gründerboom und Crash des Jahres 1873 mit anschließender „Long Depression“ bis in die 1890er Jahre hinein.

Die Hypothese besagt, dass die Wirtschaft inhärent instabil sei, dass durch Stabilität im Laufe der Zeit Instabilität hervorgebracht werde. Eine Volkswirtschaft ungehindert sich selbst überlassen bleibt, werde letztendlich instabil und breche zusammen.

Diese Idee basiert auf der Annahme, dass die menschliche Natur dazu tendiere, immer mehr Risiko auf sich zu nehmen, um ihre Ziele zu erreichen und zu dem Zweck bereit sei, immer mehr Schulden auf sich zu laden. Das Akkumulieren von Schulden und das Vorantreiben von immer ambitionierteren Zielen werden solange fortgesetzt wie sich der aktuelle Schuldenstand als sicher erweise. Schließlich gehe die menschliche Natur aber zu weit.

Minsky geht davon aus, dass im Zuge des kapitalistischen Entwicklungsprozesses solide Finanzierungsformen allmählich durch riskantere und krisenanfälligere erweitert und schließlich ersetzt werden.

Im Geschäftsleben beginnt der Prozess mit dem solide finanzierten Unternehmen (hedge firm), das einen Kredit für kurzfristige Liquiditätsbedürfnisse aufnimmt. Es ist jederzeit in der Lage, seinen Verpflichtungen (Zinszahlungen, Tilgungen usw.) aus eigener Ertragskraft nachzukommen. Zusätzlich hält

es eine Geldreserve für den Fall von Einnahmeunterbrechungen.

Der Prozess setzt sich beim „spekulativen“ Kreditnehmer fort. Ein spekulativ finanziertes Unternehmen kann mit den laufenden Erlösen zwar die fälligen Zinsen bedienen; Tilgungsverpflichtungen können hingegen nur durch Inanspruchnahme von Geldreserven oder durch die Aufnahme neuer Schulden gezahlt werden.

Sind die potentiellen Gewinne nach der Ausreifungszeit einer Investition hoch genug, ist die Schuldenaufnahme durchaus sinnvoll. Vor allem für Finanzinstitute – sie sind in der Regel spekulativ finanziert – ist die Möglichkeit der Neuverschuldung wichtig.

Schließlich wird die höchste Risikostufe mit der Ponzi Finanzierung erreicht. Der Ponzi Finanzierer kann weder die Zinsen, geschweige denn den aushaftenden Kredit begleichen. Er rechnet damit, dass er die Zinszahlungen kreditfinanziert und sowohl Zinsen als auch den ursprünglichen Kredit durch einen weiteren Kredit begleicht.

Im Laufe der Zeit verschiebt sich so die Basis einer Wirtschaft vom solide finanzierten Unternehmen über den spekulativen Kreditnehmer hin zur wachsenden Anzahl der Ponzi Finanzierer, bis das System schließlich kollabiert. Wenn die Kredite nicht mehr zurückgezahlt werden können, finden sich die Gläubiger plötzlich in einer Situation mit drastisch reduzierter Liquidität, der Minsky Moment ist erreicht, und diesen erleben wir gerade jetzt. (vgl. dazu John R. Taylor, Jr., 16. Oktober 2008, Minsky Moments last a long time, FX Concepts, Market Insight Report).

Der Anfang des Minsky Moments kann zu dem Zeitpunkt angesetzt werden, als viele der auf Subprime-Krediten aufgebauten Hypothekenpapiere begannen auszufallen, somit zu Beginn des Jahres 2007. Eine Reihe von „Credit Events“ ist seitdem zu verzeichnen, darunter der Untergang der US Investmentbanken, von Geschäfts- und Hypothekenbanken sowie die Pleiten von Kreditfinanzierern und Hedgefonds. Beinahe alle globalen Banken und Versicherer haben ernsthafte Liquiditäts- und Solvenzschwierigkeiten, selbst ganze Staaten blieben vom „Perfect Storm“ nicht verschont.

➤ Perfect Storm

Diesen perfekten Sturm führt Horace Brock, Professor in Berkeley und Präsident von Strategic Economic Decision auf folgende Ursachen zurück, die das Risiko auf den Finanzmärkten maximieren:

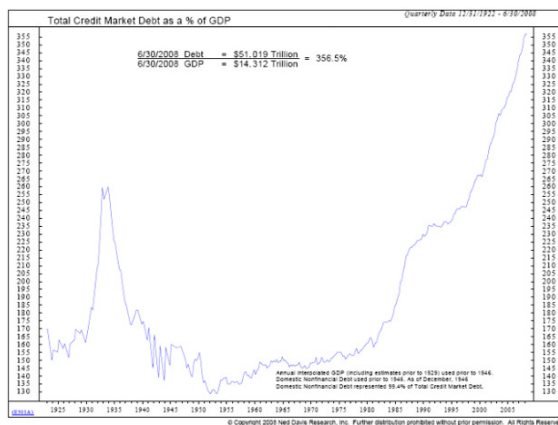
- Übertriebener Leverage
- Die Korrelation von Prognosefehlern
- Die Unsicherheit von Bewertungsmodellen
- Unvollständige oder fehlerhafte Hedging Märkte

Dazu kommen fehlgeleitete Theorien über Markt deregulierung und eine pathologische Entlohnungsstruktur.

In Märkten, die aus den Fugen geraten sind, haben Risiken Wahrscheinlichkeitsverteilungen, die niemand kennt. Marktrisiken können nicht richtig eingeschätzt werden und weder richtig bepreist noch von Individuen und Institutionen optimal verwaltet werden. Genau zu dem Zeitpunkt also, in dem optimale Risikoeinschätzung und optimales Risikomanagement am meisten gebraucht würden – also in Krisenzeiten – muss man feststellen, dass diese nicht existieren.

Die von Minsky genannten Ponzi Finanzierer bewirken, dass der Hebel, mit dem Investitionen getätigt werden, immer größer wird.

Die Niedrigzinspolitik der USA förderte diese Entwicklung in gigantischem Ausmaß. Der Gegenwert der Kreditschulden stieg von ca. 150% des GDP Anfang der 1980er Jahre auf 355% im Jahr 2008. In der Zeit der großen Depression Anfang der 1930er Jahre lag die Verschuldung bei ungefähr 260% des GDP!



Quelle: Ned Davis Research

Eine gute Beschreibung der Ratio hinter den Entscheidungen der Investmentbanken liefert ein Zitat aus „Economic Research Global Data Watch“ von JPMorgan Securities Ltd., London vom 7. November 2008, der Autor schreibt:

“To us, the increase in leverage among all economic agents over the past 20 years, through lower savings rates and greater use of debt, was not irrational, but made sense in a world where economic volatility and the cost of borrowing had fallen to all time lows. We leveraged up our balance sheets because we saw a more stable world, and credit was cheap and ubiquitous.”

Krisen entstehen nicht aus irrationalem Verhalten der Marktteilnehmer, diese verhalten sich unter den gegebenen Umständen und unter der Prämisse, Vorteile zu optimieren, vollkommen rational.

Was sie aber nicht beachten und worunter der menschliche Geist leidet ist, wie es Nassim Taleb bezeichnet, das Triplet der Opazität:

- die Illusion, zu verstehen: Jeder bildet sich ein, zu wissen, was in einer Welt vor sich geht, die komplizierter (oder zufälliger) ist, als er erkennt.
- Die retrospektive Verzerrung: wir können Dinge erst hinterher beurteilen
- Die Überbewertung faktischer Informationen

Auf Normalverteilungsannahmen gestützte Risikomodelle und Korrelationsberechnungen liefern vermeintliche Sicherheit und bestärken die meisten Investoren in ihren Anlageentscheidungen. Mangelnde Fantasie und Blindheit gegenüber dem Zufall und insbesondere gegenüber großen Abweichungen führen zu falschen Risikoannahmen und schließlich zu extremen Verlusten.

Hedging Instrumente, die ein Absicherung gegen Ausfallrisiken bieten sollen, werden verstärkt in Anspruch genommen (etwa Credit Default Swaps), allerdings nicht nur von Personen mit einem konkreten wirtschaftlichen Interesse, sondern als Spekulationsobjekt von potentiell jedermann. Forderungen und Risiken aus Hypothekengeschäften werden unterdessen in neuer Verpackung präsentiert und weitergereicht (z.B. mittels Collateralized Debt Obligations) oder es werden neue Finanzinstrumente geschaffen, um vom scheinbar nie endenden Boom zusätzlich zu profitieren (z.B. synthetische CDOs, ARMs, NINJAs etc.). Das eigentliche Risiko eines Investments in hypothekenbesicherte Wertpapiere

kann durch seine Ausgestaltung und trotz der Bewertung durch Rating-Agenturen kaum mehr eingeschätzt werden, es wird gerade dadurch häufig verkannt.

That which can be securitized will be securitized.
-Hyman P. Minsky (1987)

So war es in dem von der FED gestalteten Umfeld niedriger Zinsen, in dem Immobilienpreise stetig anstiegen und die meisten Hypotheken verbrieft wurden, für den ursprünglichen Kreditgeber, der den Kredit an eine auf Verbriefung spezialisierte Wallstreet Firma weitervermittelte, nur wichtig, dass der Kreditnehmer nicht innerhalb der nächsten 90 bzw. 180 Tagen in Zahlungsverzug gerät. Verkäufer oder auf Hypothekenvermittlung spezialisierte Unternehmen kassierte Provisionen und verloren diese nur, wenn der Schuldner in diesem Zeitraum zahlungsunfähig wurde. Dies war natürlich für einen rational denkenden, auf Profit orientierten Verkäufer geradezu eine Aufforderung, mit Lockangeboten wie extrem niedrigen (oder keinen) Zinsen beispielsweise in den ersten 24 Monaten zu werben. Dadurch war die Ausfallwahrscheinlichkeit zu Beginn des Kreditgeschäfts minimiert, nach kurzer Zeit das Risiko transferiert und von den Investmentbanken global exportiert. Risiken und Kosten wurden, wie wir jetzt sehen, aber nur scheinbar externalisiert und fallen jetzt auf das System zurück, bis zu dem Punkt, an dem alle Folgekosten in den Realpreisen auftauchen werden.

Das Unterschätzen von Risiken spielt bei all diesen Vorgängen eine entscheidende Rolle. Die exzessive Vergabe von Fremdwährungskrediten beispielsweise in Osteuropa führt zu einem massiven Ansteigen der Darlehenssummen in diesen Ländern und gleichzeitig zu einem massiven Anstieg der Risikoprämien, um sich gegen eine Pleite der Schuldner-, aber auch der Gläubigerländer, abzusichern. Österreichische Banken sind laut Aufzeichnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich die größten Gläubiger in Ost- und Südosteuropa (noch vor Deutschland) und dementsprechend teuer ist eine Ausfallsversicherung für Anleihen dieser Institute.

Der Wirtschaftsnobelpreisträger 2008, Paul Krugman, vergleicht die Situation in Osteuropa mit der Asienkrise von 1997 und dem Kollaps von Argentinien im Jahr 2002. Unter der Überschrift

"Eastern Europe 2008 = Southeast Asia 1997" schreibt er:

"The key to the Asian crisis – and of Argentina's collapse in 2002 – was the way domestic players leveraged themselves up with foreign-currency loans. When the capital inflows dried up, and the Asian currencies plunged, these debts suddenly became a much bigger burden, decimating balance sheets and causing a downward spiral of deleveraging."

➤ Ende des Minsky Moments

Die ganze Welt ist gerade dabei, die Tiefe des Abgrunds auszuloten, in den sie blickt. Der Schuldenabbau und der Stillstand der globalen Verbriefungsmaschinerie werden zum stärksten Wirtschaftsabschwung seit dem 2. Weltkrieg führen. Selbst die enormen Liquiditätsspritzen der Staaten und Notenbanken fruchten wenig, solange die Banken nur zaghaft Kredite vergeben und die Prozesse der Verbriefung und Risikostreuung nicht mehr funktionieren, um die Kredite weiter in Umlauf zu bringen. Das Deleveraging des globalen Finanzsystems, der Banken, Hedgefonds, von Private Equity und kreditfinanzierten Marktteilnehmern wird zu einem jahrelangen Stillstand des globalen Wachstums führen. Risikoprämien werden steigen und es wird schwieriger werden, Geld zu erhalten und zwar bis zu dem Zeitpunkt, an dem die Schulden zum Großteil beglichen und keine Kredite mehr benötigt werden.

Ein neuer Minsky Zyklus startet immer von einem Niveau niedriger Schulden und ausreichend Kapital – die Schulden müssen daher irgendwie abgebaut werden. Selbst eine aggressive Niedrigzinspolitik und massive staatliche Hilfsprogramme werden eine lang andauernde Rezession nicht verhindern können, die Schulden werden nur zum „lender of last resort“ verlagert, mit all den daraus möglichen Konsequenzen für die nächste Generation.

Ein populärer englischer Kinderreim widerspiegelt die derzeitige Lage treffend:

*Humpty Dumpty sat on a wall,
 Humpty Dumpty had a great fall,
 All the King's horses and all the King's men,
 Couldn't put Humpty together again.*

Mag. Markus Leitner
 Portfoliomanagement



T: +43 1 317 35 00 20
e: markus.leitner@meritgroup.at