

# Die Krise wurde nicht neu erfunden

Bei jeder Finanzmarktkrise geht man davon aus, dass man mit etwas fundamental Neuem konfrontiert ist. Darin und in anderen Punkten unterscheidet sich die gegenwärtig Krise nicht von ihren Vorgängern.

Von Richard Brunhart

Daniel Heller, Direktor und Leiter der Abteilung Finanzsysteme bei der Schweizer Nationalbank, zeigte gestern an einem Vortrag an der Hochschule Liechtenstein Parallelen zwischen der Subprime-Krise und anderen grossen Finanzkrisen auf. Er bezog sich dabei auf «A short history of financial euphoria» von John K. Galbraith. Der Ökonomeprofessor an der Harvard University hat Finanzkrisen von der Tulpenkrise im 17. Jahrhundert bis zum Börsencrash 1989 untersucht. Galbraith hat fünf Gemeinsamkeiten identifiziert. Sehr vieles passe auch auf die Subprime-Krise, nahm Heller vorweg. «Man könnte diesem Buch einfach ein weiteres Kapitel anhängen und es würde immer noch zutreffen.»

## Fundamental nichts geändert

«Bei Finanzkrisen herrscht die Wahrnehmung vor, dass alte Zusammenhänge nicht mehr gelten», erklärte Heller. So sei dies beispielsweise bei der «Internetblase» gewesen. Man sei davon ausgegangen, dass in der «New Economy» andere Gesetze gelten als in der «Old Economy». Da zum Beispiel keine Ressourceneinschränkungen mehr bestünden und kostenlos Informationen transportiert werden könnten, habe sich in der Volkswirtschaft fundamental etwas geändert. Es hat sich aber gezeigt, dass dies nicht stimmt.

Ein ähnliches Phänomen könne man bei der Subprime-Krise feststellen. Sehr viele Leute hätten die Meinung vertreten, dass sich der US-amerikanische Immobilienmarkt fundamental geändert habe. Der rasante Anstieg der Häuserpreise basiere auf realen Begebenheiten. Durch Finanzinnovationen werde es möglich, Häuser an neue Gruppen zu verkaufen. Dies führe dazu, dass der Preis tendenziell steige. Es gebe keine Inflation mehr, was folglich die Zinsen und insbesondere die Hypothekenzinsen drücke. Dies führe ebenso zu höheren Häuserpreisen. Dazu komme eine nach wie vor starke Immigration und ein hohes Wirtschaftswachstum.

## Finanzinstrumente bringen Krisen

Der zweite gemeinsame Punkt aller Finanzkrisen sei, dass es neue Finanzinstrumente gebe. «Subprime war nur möglich, weil es neue Finanzinstrumente gab», hielt Heller fest. Die Marktteilnehmer seien davon ausgegangen, dass diese Instrumente risikolos seien, weil die Häuserpreise in den USA seit der grossen Depression

höchstens regional gesunken seien. Man sei davon ausgegangen, dass die Häuserpreise einer Region nicht mit denen anderer Regionen zusammenhängen. «Weil alle dies glaubten, hat man diese Papiere relativ unbesehen gekauft», sagte Heller. Dass gewisse davon genauer unter die Lupe hätten genommen werden müssen, brauchte Heller nicht weiter zu erklären.

## Sterne steigen und sinken

«Galbraith meinte, vor jeder Krise gebe es ein paar markante Köpfe und «Genies», die sich hervortun und als besonders brillant gelten», führte Heller weiter aus. Vor allem weil sie viel Geld verdienen, würden sie als intelligent wahrgenommen. Dies erläuterte er an einer Pressemeldung zum «European Banker of the year 2005». Man habe diesen Preis damit begründet, dass der Jahresgewinn die UBS «geradezu in neue Sphären vorstossen» lasse. Die Eigenkapitalrendite liege nach Steuern bei 20 Prozent. Diese «grossen Köpfe» fänden viele, die sie imitierten. Doch diese «Genies» fallen in Ungnade, wenn eine Krise losbricht.

Vierte Gemeinsamkeit aller Krisen sei, dass sich eine Blase bilde, die irgendwann platze – bei der Subprime-Krise der US-amerikanische Immobilienmarkt. Innerhalb weniger Jahre seien die Immobilienpreise auf das Doppelte und mehr gestiegen. Derzeit fallen die Preise überall in den USA – «und zwar ziemlich schnell». Die Hypothese, dass die Preise nicht korreliert seien, sei damit widerlegt.

Die letzte Gemeinsamkeit liege bei der Aufarbeitung. Als erstes werden die Spitzenkräfte ausgetauscht. Als nächstes gelte es herauszufinden, wie das System verbessert werden könne. «Das ist auch dieses Mal so», hielt Heller fest. Auf Behördenseite wie aufseiten der Banken werden Massnahmen ergriffen.

## Fundamental falscher Ansatz

Zum Abschluss des Vortrags erläuterte Heller seine Erwartungen, wie das Finanzsystem in Zukunft aussehen wird. «Das neue Finanzsystem wird mehr Kapital und grössere Liquiditätspolster haben», ist Heller überzeugt. Die grossen Hebeleffekte durch niedrige Eigenkapitalanteile werden wegfallen. Es werde einfacher werden und weniger auf quantitativen Risikomodellen basieren. Die Risikomodelle hätten sich bei drastischen Bewegungen als untauglich erwiesen. «Moderne» Banken könnten Hypotheken verbrieften. In der Form verbrieft Obligationen wurden sie zurückgekauft. Da diese verbrieften Obligationen schnell verkauft werden könnten, hätten andere Eigenmittelerfordernisse gegolten. Bei gleichbleibendem Risiko könnten die Banken die Eigenkapitalquote senken. Diese Regulierung müsse überdacht werden. «Der Ansatz war einfach fundamental falsch.»



«Zeichen der Besserung sind noch nicht da.»: Daniel Heller, Direktor und Leiter der Abteilung Finanzsysteme bei der Schweizer Nationalbank.

Bild sdb

## Der lange Weg der Subprime-Krise

«Die Finanzmarktkrise dauert nun schon ziemlich lange», hielt Daniel Heller fest. «Und ich bin immer wieder überrascht, wie viel noch passiert. Man hat immer das Gefühl, jetzt ist das Schlimmste vorbei, es geht wieder besser. Aber seit knapp einhalb Jahren werden wir immer wieder eines Besseren belehrt.» Diesen langen Ablauf teilte Heller in vier Phasen beziehungsweise Wellen auf:

- August 2007: Am 9. August hätten sich die Spannungen auf dem US-Immobilienmarkt schlagartig auf die In-

terbankenkreite übertragen. In der Folge hätten Banken erste Abschreibungen vorgenommen und Gewinnwarnungen herausgegeben.

- Ende 2007: Mitte November bis Anfang Dezember hätten die Interbankensätze weiter zugenommen und zusätzliche Abschreibungen vorgenommen werden müssen.

- März 2008: Ein Höhepunkt sei der Zusammenbruch der Investmentbank Bear Stearns im März dieses Jahres gewesen. Die Bank habe sich irgendwann nicht mehr refinanzie-

ren können. Gleichzeitig sei es zu einem Zusammenbruch an der Börse gekommen. Relativ untypisch an dieser Krise sei, dass auch Obligationen an Wert verloren haben.

- September 2008: Die vierte Welle, in der sich die Welt immer noch befinde, habe mit dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers begonnen. «Das hat das Vertrauen in die Finanzsysteme noch stärker geschädigt.» Manche behaupteten, das Finanzsystem sei nahe an einem Zusammenbruch gestanden.

## Die Weltrezession ist in Aussicht

«Es ist keine Frage mehr. Die internationale Finanzmarktkrise hat die globale Wirtschaft in eine Weltrezession gebracht», hielt Carsten Henning Schlag fest. Der Leiter der Konjunkturforschungsstelle Liechtenstein (KOFL) und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule Liechtenstein zeigte in einem Eingangsreferat die Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Realwirtschaft auf.

Die Finanzkrise wirke über die Kreditverfügbarkeit, nachfrageseitige Effekte und über strukturelle Auswirkungen im Finanzsektor auf die

Realwirtschaft ein. Schlag erwartet, dass insbesondere Liechtenstein von den strukturellen Anpassungen stark betroffen sein wird.

Der internationale Währungsfonds gehe davon aus, dass die gesamtwirtschaftliche Aktivität der Industrieländer im Jahr 2009 um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr schrumpfen werde. Auch die OECD erwarte, dass die Weltwirtschaft in eine Rezession falle. Es werde davon ausgegangen, dass sich die Rezession über vier Quartale erstrecke. Tiefe, Dauer und internationale Synchronizität des Abschwungs seien beachtlich. Die

OECD erwarte, dass erstmals seit der Ölkrise 1974 die drei wichtigen Wirtschaftsräume USA, Europa und Japan gleichzeitig in eine Rezession gerieten.

«Das kann nicht ohne Auswirkungen auf die Exportwirtschaft in Liechtenstein bleiben», ist Schlag überzeugt. Doch Panik oder Endzeitstimmung könne einiges entgegen gesetzt werden. Das Wachstum des BIP habe in Liechtenstein im internationalen Vergleich starke Schwankungen erlebt. 2003 beispielsweise sei die Wirtschaft um zwei Prozent geschrumpft.

# Steuerinformationsabkommen mit den USA im Fokus

Das Tax Information Exchange Agreement (TIEA) zwischen Liechtenstein und den USA wurde Ende Oktober parafiert. Heute werden dieses Steuerinformationsabkommen und dessen entsprechende Auswirkungen an der Hochschule Liechtenstein vorgestellt.

Von Günther Fritz

In ihrer Sitzung vom 21. Oktober hat die Regierung der Ermächtigung zur Unterzeichnung des Kooperationsabkommens mit den USA zugestimmt. Zwischenzeitlich wurden die Bereinigung und Übersetzung des Textes im

Hinblick auf den formalen Abschluss durch die Regierung vorgenommen. Das Abkommen und die praktischen Auswirkungen auf den Finanzplatz Liechtenstein werden heute auf einer Veranstaltung der Hochschule Liechtenstein einem breiten Publikum vorgestellt. Das Präsentationsgremium besteht aus Regierungschef Otmar Hasler, dem Verhandlungsleiter, Botschafter Prinz Nikolaus von und zu Liechtenstein, sowie den internationalen Rechtsexperten Prof. David Rosenbloom (New York University), Peter Altenburger und Martin Wenz, dem Leiter des Instituts für Finanzdienstleistungen der Hochschule Liechtenstein.

Amerikanische Kunden von liechtensteinischen Banken müssen sich gegenüber der Steuerbehörde IRS offen-

legen, wenn sie amerikanische Wertpapiere halten wollen. Der Titel «QI» (Qualified Intermediary) ermöglicht es einer Bank, mit US-Titeln handeln zu können, ohne die Nicht-US-Investoren offenlegen zu müssen. Eine Bank ohne QI müsste sämtliche Kunden – also auch Nicht-Amerikaner –, die US-Investments tätigen, offenlegen.

## Voraussetzung für QI-Verlängerung

Mit dem TIEA gewährleistet die Regierung den liechtensteinischen Banken die Rahmenbedingungen für eine Verlängerung des QI-Status für ein weiteres Jahr ab dem 1.1.2009 und im Folgenden ab Inkrafttreten des US-Abkommens per 1.1.2010 für einen Zeitraum von sechs Jahren. Für die liechtensteinischen Banken sei der

QI-Status äusserst wichtig, einmal aus geschäftspolitischen Überlegungen, einmal aus grundsätzlichen Reputationsüberlegungen, wie Michael Lauber, Geschäftsführer des liechtensteinischen Bankenverbandes, in einem Interview ausführte.

## QI als Gefahr für Grundwerte?

Auch in der Schweiz, welche sich bei der Gewährung von Amtshilfe auf ihr Doppelbesteuerungsabkommen mit den USA stützt, ist das Qualified-Intermediary-System immer wieder ein öffentlich diskutiertes Thema. Der Zürcher Steuerexperte Marco Duss, der vor Jahren als Experte bei der Ausarbeitung eines neuen liechtensteinischen Steuerrechts mitgearbeitet hat, sieht «das amerikanische Qua-

lified-Intermediary-System als Gefahr für Schweizer Grundwerte». Unter diesem Titel setzt er sich in der NZZ vom 20. November mit dem Amtshilfegesuch auseinander, das die US-Steuerbehörde Internal Revenue Service (IRS) im Anschluss an den Fall Birkenfeld, eines ehemaligen Mitarbeiters der UBS, gestellt hat. Der IRS fordert von der UBS die Herausgabe von Daten amerikanischer Kunden. Marco Duss stellt in seinem NZZ-Beitrag ausführlich dar, weshalb diesem Ersuchen nicht stattgegeben werden sollte. Man darf gespannt auf die heutige Diskussion an der Hochschule Liechtenstein sein, wie hier das TIEA und der QI-Status im Hinblick auf die liechtensteinischen Grundwerte eingeordnet werden.