Lehren aus der Finanzmarktkrise und Probleme ihrer Umsetzung

Jan P. Krahnen
House of Finance, Goethe Universität Frankfurt,

Akademie der Wissenschaften in Hamburg
12. Mai 2011

Lehren aus der Finanzmarktkrise und Probleme ihrer Umsetzung

oder:
Über die Schwierigkeiten einer Reprivatisierung von Bankrisiken

Am Gelde hängt doch alles…

- Nun die dritte Runde der Finanzkrise
  - Verbriefungskrise (Risikotransfer)
  - Globale Interbankenkrise (Systemisches Risiko)
  - Krise der Staatsfinanzen (Haushaltsdisziplin, Bankenrettung)
- …am Kredit hängt alles.
  - credere: ‚glauben' im Sinne von Vertrauen
  - Kein Kredit ohne Rückzahlungsverpflichtung.
  - Glaubwürdige Rückzahlungsverpflichtung (Haftung) ist der Schlüssel zu Kredit – und damit zu Geld.
- Leitthema
  - *Glaubwürdige Haftung* als ein Kernproblem moderner Finanzmärkte.

Überblick

- Warum Kapitalmärkte Bankausfallrisiken unterschätzen.
  - Systemisches Risiko als Externalität: Marktversagen
- Problem: Wie kann die Marktdisziplin wieder hergestellt werden?
  - Machbarkeit: Systemische Risiken müssen etwas kosten.
  - Glaubwürdigkeit: Banken müssen ausfallen dürfen.
- Eine Antwort: Restrukturierungsgesetz Januar 2011
  - Implikationen für Politik und Märkte

Überblick

- Warum Kapitalmärkte Bankausfallrisiken unterschätzen.
  - Systemisches Risiko als Externalität: Marktversagen
- Problem: Wie kann die Marktdisziplin wieder hergestellt werden?
  - Machbarkeit: Systemische Risiken müssen etwas kosten.
  - Glaubwürdigkeit: Banken müssen ausfallen dürfen.
- Eine Antwort: Restrukturierungsgesetz Januar 2011
  - Implikationen für Politik und Märkte

• Was sind die Risiken: Haben Ratingagenturen versagt?

- Spiegel-online, 29.4.10, zur griechischen Schuldenkrise:
- „Aus der Finanz- und Wirtschaftskrise müsse schnellstens die Lehre gezogen werden, dass die Europäische Union ‚*der Tätigkeit von Rating-Agenturen eigene Bemühungen entgegensetzt*', sagte Westerwelle den Zeitungen der WAZ-Mediengruppe."
- „Außenminister Westerwelle (FDP) plädierte für die rasche Einrichtung einer unabhängigen europäischen Bewertungs-Agentur."
- Aspekte
  - Haben Ratings das Ausfallrisiko von Griechenland unterschätzt?
  - Würde eine europäische Agentur sich anders verhalten? Und würden ihrem Urteil Märkte mehr trauen?
  - Welche Reaktion war auf den Finanzmärkten zu beobachten?

Klassische Anleihe-Ratings haben sich bewährt – im Unterschied zum Rating strukturierter Produkte

- Ein Anleihe-Rating liefert Informationen, deren Eigenschaften von Märkten gut verstandenen werden
  - Historie reicht rund 100 Jahre zurück
  - Reputationsmodell ist von der aktuellen Situation nicht beeinträchtigt
  - Keine ersichtlichen Anreizkonflikte
- Ratings strukturierter Produkte unterscheiden sich in mehreren Aspekten
  - Neues Geschäftsmodell (seit Ende der 90er Jahre)
  - Keine Historie verfügbar: Ausnutzen der Reputation aus dem Anleihe-Rating
  - Neues Personal: Finanzmarktingenieure

Kunden hatten Einblick in die Methode der Rating-Agenturen durch ‚customer end'-Angebote

Rating Agency Data Aided Wall Street in Deals

By GRETCHEN MORGENSON and LOUISE STORY
Published: April 23, 2010

One of the mysteries of the financial crisis is how mortgage investments that turned out to be so bad earned credit ratings that made them look so good.

SIGN IN TO RECOMMEND
TWITTER
SIGN IN TO E-

- April 23: New York Times berichtet von ‚gaming' bei der Optimierung von Portfolios strukturierter Produkte.
- May 12: Untersuchungsverfahren gegen 8 führende internationale Banken eingeleitet.
- In diesem Vortrag liegt der Fokus daher auf Anleihe-Ratings.

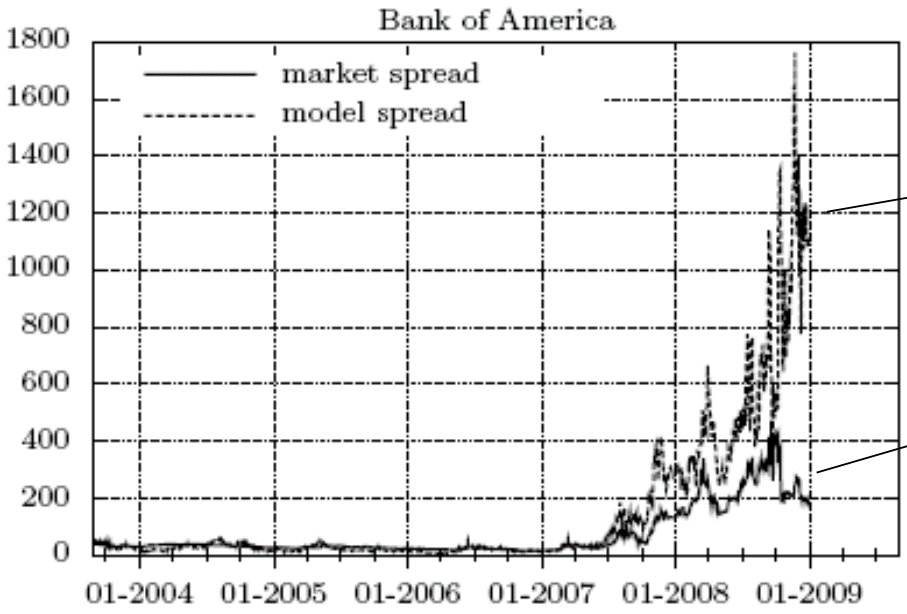
Welche anderen Informationsquellen hatten Anleger? Was ist mit Marktpreisen (z.B. CDS)?

- [vgl. Schweikhard/Tsesmelidakis März 2010, CFS DP: The Impact of Government Interventions on CDS and Equity Markets]

- Vergleich zwischen Ausfallwahrnehmung von Fremdkapital (via CDS) und von Eigenkapital (via Merton-Modell).
- Bis Mitte 2007 kein Unterschied.
- Danach signifikant höher für 'Aktien-basiert'.
- Spread-Unterschiede [Aktien-basiert / Anleihen-basiert]:

– US non-financials	pre-2007: .90	post-2007: 1.4 (+40%)
– US financials	pre-2007: .95	post-2007: 1.7 (+70%)
– US banks	pre-2007: .92	post-2007: 2.3 (+130%)
– EU banks	pre-2007: .95	post-2007: 2.0 (+100%)

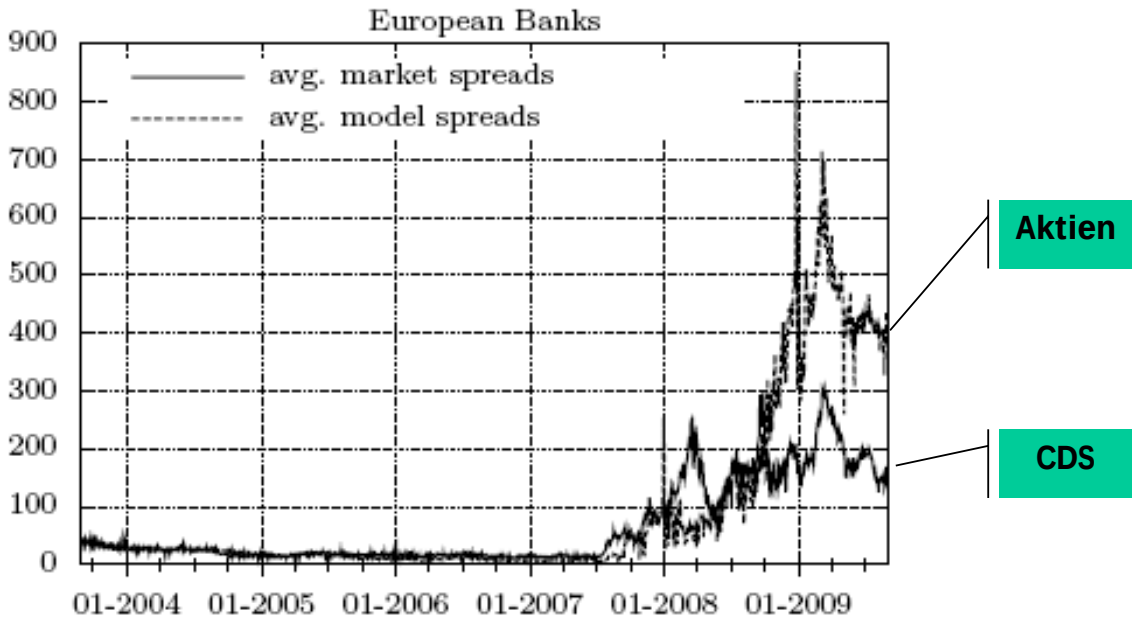
Ausfallrisiko von Fremdkapital vs. Eigenkapital (Schätzungen, Markt vs. Modell)



Aktien

CDS

Ausfallrisikoschätzungen für Europäische Banken



Warum der CDS Markt versagt hat

- Märkte verhalten sich rational – Bankenrettungen sind "eingepreist".
  - Das gleiche gilt für Anleihe-Ratings.
  - Deshalb keine Frühwarnungen von Seiten der CDS-Märkte, während das systemische Risiko steigt.
- Symptom: "Unverantwortliche Kreditvergabe durch gierige Investmentbanker".
- Ursache: Marktversagen.
  - Systemisches Risiko – eine Externalität – ist nicht internalisiert.

Systemisches Risiko: Entstehen

- Bankrisiko gemäss Basel II, III: Einzelbanken-VaR.
- Systemisches Risiko: Ausfall mehrere Banken gleichzeitig (systemweites VaR)
- Systemweiter Ausfall wegen
  - Asset-Korrelationen
  - Übertragung wg. Finanzverflechtungen (Interbank; Repo, CDS)
  - Probleme der Anschlussfinanzierung wg. Fristentransformation – bei Solzenzzweifeln
- Notverkäufe, Preisspirale auf Asset-Märkten, Anstieg der Korrelationen.
- Schließlich: Kreditvergabe & Wirtschaftsaktivität fallen.

Systemisches Risiko: Beobachtbarkeit

- Einzelrisiko (z.B. VaR, Beta, Vola, DTD) kann jede Bank selbst beobachten.
- Systemisches Risiko kann Bankmanagement individuell nicht beobachten.
- Erheblicher Aufwand für eine ”Vermessung de Finanzwelt” nötig, um zu erfahren
  - Bestimmungsfaktoren und Dynamik des Systemrisikos,
  - Beitrag einzelner Institute zum Systemrisiko.

Überblick

- Warum Kapitalmärkte Bankausfallrisiken unterschätzen.
  - Systemisches Risiko als Externalität: Marktversagen
- Problem: Wie kann die Marktdisziplin wieder hergestellt werden?
  - Machbarkeit: Systemische Risiken müssen etwas kosten.
  - Glaubwürdigkeit: Banken müssen ausfallen dürfen.
- Eine Antwort: Restrukturierungsgesetz Januar 2011
  - Implikationen für Politik und Märkte

Wiederherstellung der Marktdisziplin durch Beseitigen der Externalität "systemisches Risiko"

Anforderungen

1. Krisenprävention
   - Regelmäßige Auflage
   - Anreizsetzung
   - Effizienz und Wettbewerb
2. Krisenintervention
   - Bedingte Regeln des Notfalleingriffs
   - Zeitkonsistenz
   - Effizienz und Wettbewerb

In D.: Beide enthalten im Restrukturierungsgesetz

Krisenprävention

- Voraussetzung: Das Ausmaß an systemischem Risiko muss bekannt sein.
  - Projekt ‘Risk Map’: Überblick über Positionen und Verflechtungen bedeutender Finanzinstitutionen.
    - Erfassung wesentlicher Positionen stichtagsbezogen, nach Volumen, Risikofaktoren, Fälligkeiten.
    - Gegenparteien identifizieren (FIs und NFIs).
    - Simulationen als Instrument der Stabilitätsanalyse.
    - Bedeutendes Forschungsfeld, insbes. Zentralbanken.

Krisenprävention

- Beitrag einzelner Banken zum Systemrisiko
  - Zahlreiche Ansätze zur Schätzung des Beitrages einzelner Banken zum systemischen Risiko in der Diskussion:
    - Marginal Expected Shortfall; verwandt mit Eigenkapital-Beta (Acharya/Engle 2010).
    - Weitere EK-basierte Maße (e.g. impulse responses in VAR system).
    - Default-based; debt-based (Ausfallkorrelationen; CDS-Spreads), Duffie 2009/2010.
    - Risk Map-basiert, via Shapley-Wert (Borio et.al. 2009; Bluhm/Krahnen 2010), unter expliziter Modellierung von Asset-Korrelationen, “fire-sales”, Bankenverflechtung.

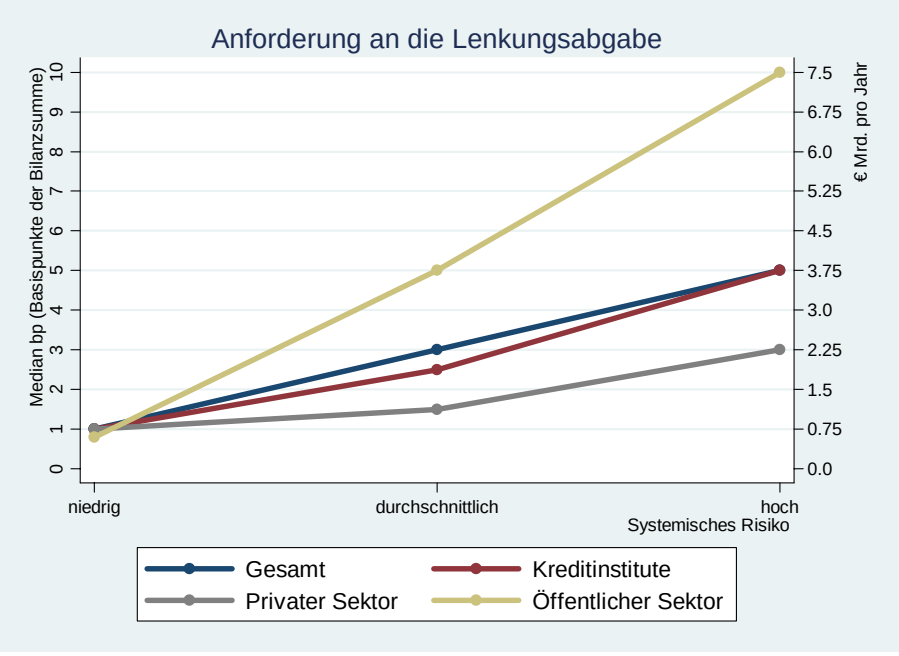
“Bepreisung” systemischen Risikos

- Systemisches Risiko soll ein Kostenfaktor im Risikomanagement werden

- Basierend auf dem Beitrag der einzelnen Institutionen zum systemischen Risiko
- Systemic Risk Charge (‘Intelligente Bankenabgabe’) als regulatorische Abgabe basierend auf Proxys für systemisches Risiko, z.B. Größe, Verflechtung, Aktivität im Interbankenmarkt.
- Z.B. CFS Befragung 4/2010;
  - Niveau und Steigung einer “systemic risk charge”
  - Antworten legen bis zu 10-fach höhere Abgabe nahe, als aktuell diskutiert.

Umfrage zur Lenkungsbagabe

Quelle: Presseerklärung zum CFS-Finanzplatzindex April 2010



Kriseninterventon

- Glaubwürdigkeit: Einrichten eines 'Banken-Polizeirechts' versus TBTF

- Kernidee ist das Unterscheiden zwischen systemrelevanten und nicht-systemrelevanten Positionen (Exposures anstelle von Institutionen)
- Voraussetzung: Gesetzgeber muss der Aufsicht ermöglichen, sehr kurzfristig die Kontrolle übernehmen zu können.
  - Ausnahme: Eigner stellen neues Eigenkapital bereit.
- Durch Konkursgesetzgebung den partiellen Transfer von Vermögensgegenständen und Schulden vereinfachen, so dass ein "Bail-in" möglich wird.

Krisenintervention

- Glaubwürdigkeit, Fortsetzung

- Ergänzung: Mindestanforderungen werden benötigt für systemisch nicht-relevante Bankverbindlichkeiten (z.B. Anleihen)
- Die Marktlogik würde dazu führen, dass Anleihen in Krisenzeiten auf Bankbilanzen wandern (bail-out arbitrage).
- impliziert zwei signifikante Einschränkungen des freien Kapitalmarkts
  - Emissionsgebot (für Banken, von lang-laufenden Anleihen)
  - Erwerbsverbot (für Banken, von eben diesen Anleihen).

Überblick

- Warum Kapitalmärkte Bankausfallrisiken unterschätzen.
  - Systemisches Risiko als Externalität: Marktversagen
- Problem: Wie kann die Marktdisziplin wieder hergestellt werden?
  - Machbarkeit: Systemische Risiken müssen etwas kosten.
  - Glaubwürdigkeit: Banken müssen ausfallen dürfen.
- Eine Antwort: Restrukturierungsgesetz Januar 2011
  - Implikationen für Politik und Märkte

Restrukturierungsgesetz (Zusatz zum KWG)

- Internalisierung des systemischen Risikos als Basisansatz, durch Bankenabgabe und Bail-in Konzept
- Sanierungsverfahren; freiwilliges Reorganisationsverfahren → redundant
- Unfreiwillige Zerschlagung, initiiert durch die Aufsicht (ähnlich einem „Polizeirecht“)
  - Transfer systemisch relevanter Verbindlichkeiten und Vermögenswerte zu einer „Good Bank“ (die in letzter Konsequenz durch staatliche Garantien abgesichert ist)
  - Systemisch nicht-relevante Verbindlichkeiten bleiben bei der „Bad Bank“, d.h. alle verbleibenden Vermögensgegenstände plus einem Anteil an der „Good Bank“.
  - Der Aktienwert der alten Bank wird wertlos.
  - Anleihegläubiger der Bank müssen einen Abschlag („haircut“) hinnehmen (das ultimative Ziel des Gesetzes)

Restrukturierungsgesetz (Zusatz zum KWG)

- Bewertung
  - „Bail-in“ wird möglich
  - Geänderte Corporate Governance von Banken wird wahrscheinlicher: gestärkte Rolle der Anleihegläubiger (Aufsichtsräte; Agenturen)
  - Vorbehalte
    - Bail-Out-Arbitrage muss ausgeschlossen werden (verpflichtende Anleihenemission verknüpft mit Kaufrestriktionen für Banken und andere Finanzinstitutionen). Das ist kein kleiner Vorbehalt!

Bankenabgabe: Alternativen

- Kombination von Risikoabgabe und Abwicklungsregeln
- Einnahmen der systemischen Risikoabgabe könnten
  a) direkt in den Staatshaushalt fließen (z.B. Bankenabgabe, Obamas „Crisis Responsibility Fee“)
  b) direkt in einen Krisenbewältigungsfonds fließen, bereit zur Stabilisierung von Banken (RestruktG).
  c) zurück zu den zahlenden Banken fließen (als bedingte Wandelanleihe ‘Cocos’) und sobald erforderlich in Eigenkapital umgewandelt werden (bevorzugte Lösung).
     - Coco-Kupon als Kosten des *Niveaus* systemischen Risikos
     - Kupon plus Einnahmen aus Emissionen als fiskalische Einnahmen

Bankenabgabe: Alternativen

- Kombination von Risikoabgabe und Abwicklungsregeln (Forts.)
  - Umwandlung ausgelöst durch Entscheid des (europäischen) „Systemic Risk Board“.
    - Basiert auf der systemweiten Risikoeinschätzung anstatt lokaler Marktbedingungen.
    - Soll ‘stabile’ Institutionen stärken (statt ‘unstabile’).
  - Wenn Anleihen an Privatinvestoren verkauft werden, helfen tägliche Preisbewegungen, das Management zu disziplinieren – vorausgesetzt, das ‘bailing-in’ ist glaubwürdig.

Überblick

- Warum Kapitalmärkte Bankausfallrisiken unterschätzen.
  - Systemisches Risiko als Externalität: Marktversagen
- Problem: Wie kann die Marktdisziplin wieder hergestellt werden?
  - Machbarkeit: Systemische Risiken müssen etwas kosten.
  - Glaubwürdigkeit: Banken müssen ausfallen dürfen.
- Eine Antwort: Restrukturierungsgesetz Januar 2011
  - Implikationen für Politik und Märkte

Folgerungen

(1) Hauptlehre: Systemisches Risiko ist nicht sichtbar.
- Markteffizienz reicht für “second best” nicht aus.
- Finanzmärkte stabilisieren sich nicht selbst.

(2) Reparatur #1: Internalisierung systemischen Risikos
- Entwicklung eines robusten Maßes für systemisches Risiko.
- Verwendung einer intelligenten systemischen Risikoabgabe.

(3) Reparatur #2: Wiederherstellung eines tatsächlichen Gläubigerrisikos
- Hoheitliches Ausgliederungskonzept zur Sicherung systemischer Verbindlichkeiten
- Gleichzeitiges Bail-in nicht-systemischer Verbindlichkeiten
- Glaubwürdige ‘Haircuts’ durch Handelsrestriktionen für Anleihen.

Folgerungen (2)

- Aufwind für Institute mit klassischem Kredit- und Einlagengeschäft, da systemisches Risiko eher gering.
- Stärkung der Anleihegläubiger bei Unternehmenskontrolle.
- Abnehmende Bedeutung Interbankenmarkt (Repo).
- Kreditgeschäft:
  - Geringeres Kreditvolumen (Verbriefung könnte kompensieren)
  - Mehr Unternehmensanleihen (als Ersatz für Kredite, insbesondere in bank-basierten Volkswirtschaften wie Deutschland).
- Auswirkungen auf die Architektur des Finanzsystems:
  - Segmentierter Bankensysteme (multi-tier, multi-pillar).

Folgerungen (3)

- Rückkehr von MM
  - Eigenkapital wird relativ billiger.
  - Leverage weniger attraktiv.
  - [Bankeraussage zu dem hohen Preis von Eigenkapital]
- Profitabilität von "Banking" wird vermutlich sinken
  - da Subventionen der Kreditvergabe auf Kosten des Steuerzahlers reduziert werden, und Geschäftsvolumen tendenziell sinkt.
- Aktienrenditen müssen nicht unbedingt sinken, u.a. weil Kosten auch von Anderen getragen werden (z.B. Mitarbeiter im Investmentbanking).

Lehren aus der Finanzmarktkrise und Probleme ihrer Umsetzung

oder

die Schwierigkeiten einer Reprivatisierung von Bankrisiken

Schlussfolgerung

Wenn Internalisierung (des Systemrisikos) nicht gelingt, dann wird die Rolle des Staates in der Finanzindustrie dauerhaft hoch bleiben, und tendenziell weiter steigen (*Public Utility* Modell)

Danke für Ihre Aufmerksamkeit

Für weitere Kommentierung:

http://www.hof.uni-frankfurt.de → Policy-Platform