

Noch ist Zeit umzudenken

Die Ökonomen Volker Grossmann und David Stadelmann über Alternativen zum UBS-Plan

Am Mittwoch hat US-Finanzminister Henry Paulson ein neues Ziel des 700 Milliarden Dollar schweren Rettungspakets für die Finanzmärkte angekündigt. Die Regierung wolle die Märkte für die Kreditvergabe unterstützen. Damit wurde der ursprüngliche Plan aufgegeben, den Banken die faulen Kreditpapiere abzukaufen.

Damit ist die Schweiz das einzige Land, das zur Stabilisierung des Bankensystems auf den Paulson-Vorschlag setzt. Dabei geht es um den Kauf grosser Teile der «vergifteten» Hypothekenverbriefungen (Mortgage Backed Securities, MBS). Konkret im Falle der UBS leistet dies die Schweizer Nationalbank mit etwa 60 Milliarden Franken, eine Risikoposition, die rund 12 Prozent des Bruttoinlandprodukts entspricht.

Zwar wird suggeriert, die MBS hätten ein Wertsteigerungspotenzial. Weil es eine «Vertrauenskrise» gebe, würde zurzeit kein Markt existieren. Diese müsse überwunden werden, dann stelle sich der fundamentale Wert wieder ein. Es stellt sich jedoch die Frage, ob die Kapitalspritze des Bundes und der Ankauf von maroden, illiquiden Wertpapieren durch die Nationalbank nicht eine Umverteilung vom Steuerzahler an die UBS darstellen.

Hilfspaket überträgt das Risiko von der UBS zum Steuerzahler

Weltweit führende Ökonomen wie Nobelpreisträger Joseph Stiglitz bezweifelten die Logik des Paulson-Plans von Anfang an. Laut Stiglitz ist die «Vertrauenskrise» der Ausdruck eines sehr hohen und leider sehr realen Risikos. Auch besteht weiterhin eine Nachfrage und damit ein Markt für MBS. Allerdings können die Banken die Papiere nicht zu dem Preis verkaufen, den sie gerne hätten – beziehungsweise, den sie bekommen müssten, um solvent zu bleiben. So kaufte beispielsweise im Mai dieses Jahres die Investmentgesellschaft Black Rock der UBS Vermögenswerte zum Nominalwert von rund 25 Milliarden Dollar mit einem Abschlag von über 30 Prozent ab.

Das Risiko eines realen Wertverlustes besteht selbst am Laufzeitende der Papiere: Hauspreise hatten mit Stand Juni 2008 noch ein Abwärtspotenzial von fast 25 Prozent bis zum langfristigen Trendwachstum. Die amerikanischen Hypothekenschuldner



US-Finanzminister Henry Paulson: Allein die Schweiz verfolgt noch seinen Plan, Banken faule Kredite abzukaufen

FOTO: S. WALSH/AP KEY

werden bei fallenden Immobilienpreisen, zugleich steigenden Hypothekenzinsen und aufgrund der eintretenden Rezessionsphase zunehmend zahlungsunfähig. Die MBS verlieren dann unabhängig von der Vertrauenskrise real deutlich an Wert.

Das Hilfspaket bewirkt somit eine Risikoübertragung von der UBS an die Allgemeinheit. Entscheidend ist dabei der Preis, zu dem die Wertpapiere abgenommen werden. Werden die Papiere zum derzeitigen risikoadjustierten Wert – dem «fair value» des Marktes – von der Nationalbank übernommen, stürzt die UBS weiter in die Krise. Die Wertpapiere müssen also zu einem höheren Preis gekauft werden, um die Probleme der Bank zu lösen. Dies ist aber eine Umver-

teilung vom Steuerzahler zur UBS, da die Bank keine Gegenleistung erbringen muss. In den USA ist diese Politik zu Recht nicht auf Akzeptanz gestossen.

Ein weiterer Bestandteil des UBS-Hilfspakets ist die sechs Milliarden Franken umfassende Pflichtwandelanleihe mit 12,5 Prozent Jahreszins. Der Bund gewährt der UBS einen Kredit und erhält nach 30 Monaten UBS-Aktien. Es wird argumentiert, dies sei für den Steuerzahler attraktiv. Dass in den 12,5 Prozent eine Risikoprämie enthalten ist, wird oft vergessen. Daneben birgt eine Wandelanleihe in einer Krise weitere Risiken. Wissen Insider, dass es trotz Staatshilfe schlecht um die Bank bestellt ist, werden sie das frische Geld für neue, riskante Spekulationen verwenden. Ge-

nau diese risikoreichen Anlagen sind die letzte Möglichkeit, die Krise zu überleben. Staatshilfe in Form von Wandelanleihen oder Aktien ohne Stimmrecht gibt somit finanzschwachen Instituten Anreize, das Geld risikoreich einzusetzen. Das Szenario ist nicht ganz abwegig. Schliesslich sind Wertpapiere auf das US-Kreditkartengeschäft mit hohen Volumina im Umlauf, welche einem substanzlienen Risiko unterliegen. Die mangelnde Transparenz darüber, welche Bank welche Risiken in ihren Büchern hat, ist ein wichtiger Grund für die derzeitige Situation.

Es gibt nach der wirtschaftswissenschaftlichen Fachliteratur Alternativen zum Konsolidierungspaket im Sinne einer Annäherung an das «Verursacherprinzip». Die

milde Form geeigneter Hilfe wäre eine Zwangskapitalisierung in Form einer Beteiligung des Staates durch Aktien mit Stimmrecht. Da das Kapital weiter verwässert und der Aktienkurs der UBS gegebenenfalls weiter sinken würde, würden die bisherigen Aktionäre Teile der Kosten tragen.

Falls die US-Hauspreise fallen, droht uns ein Milliarden-Verlust

Diesem Vorschlag wird das Argument entgegengebracht, der Staat solle sich weitestgehend aus der Privatwirtschaft heraushalten. Das ist unlogisch: Jeder Investor würde wissen wollen, ob sein investiertes Kapital wirtschaftlich verwendet wird, und es verlangt Mitspracherechte. Warum sollte das der Staat nicht dürfen? Es geht um die Möglichkeit einer Kontrollfunktion. So lässt sich die Gefahr weiterer Fehlspekulationen oder ungerechtfertigter Auszahlungen von Boni beziehungsweise Abgangsleistungen an Manager verringern. Zudem kann der Steuerzahler von der Rettung der Bank direkt profitieren und trägt «nur» das Risiko der bisherigen Aktionäre.

Wenn den von der Nationalbank übernommenen Wertpapieren der UBS keine genügend grossen realen Werte entgegenstehen, trägt die Allgemeinheit die Kosten. Fallen die Hauspreise in den USA um 25 Prozent bis zum langfristigen Trendwachstum, verliert der Steuerzahler etwa 15 Milliarden oder rund 3 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung.

Das ist ein gewaltiger Betrag. Zum Vergleich: Für öffentliche Bildung wurden 2005 5,8 Prozent des Bruttoinlandprodukts und für Grundlagenforschung in öffentlichen Institutionen sogar unter einem Prozent ausgegeben. Öffentliche Bildungs- und Infrastrukturinvestitionen müssen durch den bislang geplanten Staatseingriff also möglicherweise dramatisch zurückgefahren werden. Dies kann das Wachstumspotenzial deutlich reduzieren und somit längerfristig noch weitaus höhere Kosten als 15 Milliarden Franken verursachen. Das Eintrittsrisiko dieses Szenarios ist zu gross, um vernachlässigt zu werden. Noch ist Zeit umzudenken.

Volker Grossmann ist ordentlicher Professor für Makroökonomie an der Universität Freiburg. David Stadelmann ist Diplomassistent am Lehrstuhl für Makroökonomie