

<https://blog.de.erste-am.com/in-dubio-pro-duriore/>

In dubio pro duriore

Gerhard Winzer



© (c) MICHAEL BUHOLZER / Keystone / picturedesk.com

Der Grundsatz „In dubio pro duriore“ (lateinisch für „Im Zweifel für das Härtere“) ist ein Ausdruck dafür, auch dann eine Anklage zu erheben, wenn Umstände für als auch gegen eine Anklage vorliegen. Ähnlich verhält es sich bei einer Vertrauenskrise an den Finanzmärkten: Die Befürchtungen, dass eine Vertrauenskrise bei einige mittleren Banken in den USA und bei der Credit Suisse Überwälzungen auf das gesamte Banken- und Finanzsystem haben könnten, haben trotz der Rettungspakete an Stärke geworden.

Bank Run als Synonym für eine Vertrauenskrise

Für die Erklärung der Mechanik von Bank Runs erhielten Douglas W. Diamond und Philip H. Dybvig im Vorjahr den Nobelpreis („Bank runs, deposit insurance, and liquidity“, Journal of Political Economy, 1983). In dem Artikel geht es darum, dass kurzlaufende liquide Einlagen in langlaufende illiquide Kredite investiert werden. So beschreiben sie die Basisfunktion einer Bank. Es können allerdings Umstände eintreten, die das Vertrauen in die Sicherheit der Einlagen schwinden lässt. Dann ist es für jede:n einzelne:n rational, die Einlagen schnell abziehen, denn die Ersten bekommen das gesamte Kapital zurück, die Letzten gar nichts. Es entsteht ein Bank Run. Wenn allerdings alle Einlagen zur selben Zeit zurückgefordert werden, kommt es zur Insolvenz, weil nicht alle Kredite schnell und ohne Verluste liquidiert werden können.

Schärfere Regularien

Nach der Großen Finanzkrise 2007 bis 2009 brachten umfangreiche Regularien mehr Stabilität in das Bankensystem. Unter anderem wurde die Grenze für das nötige Eigenkapital angehoben, um Verluste abzufedern. Besonderes Augenmerk wurde auf die 30 größten Banken gelegt, die für das globale Finanzsystem systemrelevant sind (Global Systemically Important Banks oder G-SIBs). Der Konkurs der Silicon Valley Bank hat die Diskussion angeheizt, ob nicht mehr Banken scharf reguliert werden sollten.

Staat dämmt Überwälzungsrisiken ein

Stabil und robust bedeutet allerdings nicht immun. Wenn eine Vertrauenskrise einsetzt, können nur starke staatliche Maßnahmen eine solche beenden. Dafür gibt es das Konzept des Lender of Last Resort. Eine Zentralbank kann unendlich viel Liquidität bereitstellen, wenn im Notfall der private Sektor dafür nicht mehr bereit ist. Die Problematik des Trittbrettfahrens (Moral Hazard) ist nicht verschwunden.

In den USA bietet die US-Zentralbank nunmehr mit einem neuen Programm (Bank Term Funding Program – BTFP) Kredite an Banken mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr an. Die Anleihen, die dafür als Besicherung dienen, werden mit dem Nominalwert (nicht mit den aktuell niedrigeren Kursen) bewertet. Über diesen Weg könnten Banken zu Liquidität kommen, ohne die Buchverluste von Anleihen realisieren zu müssen. Die Bedingungen des Diskontfensters werden an das BTFP angepasst: Im Rahmen von drei Programmen (Primary, Secondary und Seasonal Credit) werden den Banken besicherte Kredite zur Verfügung gestellt. In den Tagen nach dem Konkurs der SVB sind die Ausleihungen der Banken über das Diskontfenster in die Höhe geschneit. Zu guter Letzt werden alle Kundeneinlagen der betroffenen Banken geschützt (sowohl die ursprünglich von der Einlagensicherungsbehörde FDIC gesicherten als auch die nicht gesicherten).

In der Schweiz war die Übernahme der ins Trudeln geratenen Credit Suisse durch die UBS nur mit der Unterstützung des Staates möglich. So kann die Nationalbank der Credit Suisse ein mit einer Ausfallgarantie des Bundes gesichertes Liquiditätshilfe-Darlehen in der Höhe von bis zu 100 Milliarden Franken gewähren.

Zweifel bleiben

Als zugrundeliegender bestimmende Faktor für die Probleme kann der schnelle Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik identifiziert werden. Die Zweifel, ob die Leitzinsanhebungen und die Reduktion der Zentralbankbilanzen andere schwache Segmente unter Druck bringen könnten, werden so schnell nicht verschwinden. Noch kann der angeklagte Finanzsektor nicht freigesprochen werden. Für den Grundsatz „In dubio pro reo“ (lateinisch für „Im Zweifel für den Angeklagten“) ist es noch zu früh.

Extrem expansive Geldpolitik

Die zweite Entwicklung nach der Großen Finanzkrise 2007 bis 2009 war das Einläuten einer Phase der ultra-expansiven Geldpolitik der Zentralbanken. Die Leitzinsen wurden auf null Prozent (oder manchmal sogar darunter) gesenkt, und Anleihen wurden in großem Umfang aufgekauft. Die Zentralbanken argumentierten, dass es leichter sei, eine zu hohe Inflation mit Leitzinsanhebungen zu bekämpfen als eine zu niedrige mit einer expansiven Geldpolitik. Gerade wenn das Zinsniveau die Untergrenze erreicht hat. Man war überzeugt, die Säkulare Stagnation mit einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik überwinden zu können. Die Investor:innen wurden in Wertpapiersegmente mit Kreditrisiko gedrängt, weil die Renditen von Staatsanleihen sehr niedrig waren. Diese Entwicklung wurde mit TINA (There Is No Alternative to Risk Assets) beschrieben.

Risiken und Nebenwirkungen

Im Prinzip hat eine Zentralbank drei Funktionen:

1. Niedrige Inflation
2. Vollbeschäftigung
3. Finanzmarktstabilität

Diese drei Punkte sind natürlich nicht voneinander unabhängig. Als nach den beiden inflationären Schocks – Corona-Pandemie und Krieg in der Ukraine – die Inflation hartnäckig hoch blieb, gerieten die Zentralbanken unter Druck, die Leitzinsen schnell anzuheben. Mit den Leitzinsanhebungen verfolgten sie die Absicht, über eine Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivität – ohne eine Rezession in Kauf nehmen zu müssen – die Inflation zu dämpfen. Aber in der Vergangenheit wurde eine von der Zentralbank verursachte Disinflation (fallende Inflation) ohne Rezession so gut wie nie erreicht. Weil die Verschärfung der geldpolitischen Haltung so schnell passiert ist, sind als Kollateralschaden leider auch die Risiken für die Finanzmarktstabilität angestiegen.

Wahrscheinlichkeit einer fallenden Inflation steigt

Auch wenn die Finanzmarktstabilität gewährleistet bleibt – dafür spricht das schnelle Eingreifen der Zentralbanken – könnte als Auswirkung ein restriktiveres Kreditumfeld übrig bleiben. Bereits vor der jüngsten Vertrauenskrise haben die Banken in den USA und der Eurozone die Kreditvergaberichtlinien verschärft. Daraufhin fiel das Kreditwachstum deutlich. Diese Entwicklung könnte sich fortsetzen, denn die Kapitalkosten der Banken sind angestiegen (niedrigere Aktienkurse, höhere Anleiherenditen). Der negative Kreditimpuls (fallende Kreditvergabe) könnte zusätzlich auf das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung drücken. Einzig positiv ist, dass damit auch die Wahrscheinlichkeit für eine fallende Inflation auf mittlere Sicht zugenommen hat.

Nachsatz: Wenn die Zentralbanken allerdings auf die Risiken für die Finanzmarktstabilität reagieren, indem sie die Leitzinsen nicht mehr (kräftig) anheben, aber die Nebenwirkung einer wirtschaftlichen Abschwächung nicht eintritt, steigen die Inflationsrisiken sogar an.

Wichtige rechtliche Hinweise

Hierbei handelt es sich um eine Werbemittelteilung. Sofern nicht anders angegeben, Datenquelle Erste Asset Management GmbH. Die Kommunikationssprache der Vertriebsstellen ist Deutsch und jene der Verwaltungsgesellschaft zusätzlich auch Englisch.

Der Prospekt für OGAW-Fonds (sowie dessen allfällige Änderungen) wird entsprechend den Bestimmungen des InvFG 2011 idgF erstellt und veröffentlicht. Für die von der Erste Asset Management GmbH verwalteten Alternative Investment Fonds (AIF) werden entsprechend den Bestimmungen des AIFMG iVm InvFG 2011 „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ erstellt.

Der Prospekt, die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“ sowie das Basisinformationsblatt sind in der jeweils aktuell gültigen Fassung auf der Homepage www.erste-am.com jeweils in der Rubrik Pflichtveröffentlichungen abrufbar und stehen dem/der interessierten Anleger:in kostenlos am Sitz der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft sowie am Sitz der jeweiligen Depotbank zur Verfügung. Das genaue Datum der jeweils letzten Veröffentlichung des Prospekts, die Sprachen, in denen das Basisinformationsblatt erhältlich ist, sowie allfällige weitere Abholstellen der Dokumente, sind auf der Homepage www.erste-am.com ersichtlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte ist in deutscher und englischer Sprache auf der Homepage www.erste-am.com/investor-rights abrufbar sowie bei der Verwaltungsgesellschaft erhältlich.

Die Verwaltungsgesellschaft kann beschließen, die Vorkehrungen, die sie für den Vertrieb von Anteilscheinen im Ausland getroffen hat, unter Berücksichtigung der regulatorischen Vorgaben wieder aufzuheben.

Hinweis: Sie sind im Begriff, ein Produkt zu erwerben, das schwer zu verstehen sein kann. Bevor Sie eine Anlageentscheidung treffen, empfehlen wir Ihnen, die erwähnten Fondsdokumente zu lesen. Diese Unterlagen erhalten Sie zusätzlich zu den oben angeführten Stellen kostenlos am jeweiligen Sitz der vermittelnden Sparkasse und der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG. Sie können die Unterlagen auch elektronisch abrufen unter www.erste-am.com.

Wichtig: Die im Basisinformationsblatt angeführten Performance-Szenarien beruhen auf einer Berechnungsmethodik, die in einer EU-Verordnung vorgegeben ist. Die künftige Marktentwicklung lässt sich nicht genau vorhersagen. Die dargestellten Performance-Szenarien zeigen nur mögliche Erträge auf, basieren dabei aber auf den Erträgen in der jüngeren Vergangenheit. Die tatsächlichen Erträge könnten niedriger ausfallen als angegeben.

Unsere Analysen und Schlussfolgerungen sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die individuellen Merkmale unserer Anleger:innen hinsichtlich des Ertrags, der steuerlicher Situation, Erfahrungen und Kenntnisse, des Anlageziels, der finanziellen Verhältnisse, der Verlustfähigkeit oder Risikotoleranz.

Bitte beachten Sie: Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Eine Veranlagung in Wertpapieren birgt neben den geschilderten Chancen auch Risiken. Der Wert von Anteilen und deren Ertrag können sowohl steigen als auch fallen. Auch Wechselkursänderungen können den Wert einer Anlage sowohl positiv als auch negativ beeinflussen. Es besteht daher die Möglichkeit, dass Sie bei der Rückgabe Ihrer Anteile weniger als den ursprünglich angelegten Betrag zurückerhalten. Personen, die am Erwerb von Investmentfondsanteilen interessiert sind, sollten vor einer etwaigen Investition den/die aktuelle(n) Prospekt(e) bzw. die „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“, insbesondere die darin enthaltenen Risikohinweise, lesen. Ist die Fondswährung eine andere Währung als die Heimatwährung des/der Anleger:in, so können Änderungen des entsprechenden Wechselkurses den Wert der Anlage sowie die Höhe der im Fonds anfallenden Kosten - umgerechnet in die Heimatwährung - positiv oder negativ beeinflussen.

Wir dürfen dieses Finanzprodukt weder direkt noch indirekt natürlichen bzw. juristischen Personen anbieten, verkaufen, weiterverkaufen oder liefern, die ihren Wohnsitz bzw. Unternehmenssitz in einem Land haben, in dem dies gesetzlich verboten ist. Wir dürfen in diesem Fall auch keine Produktinformationen anbieten.

Zu den Beschränkungen des Vertriebs des Fonds an amerikanische oder russische Staatsbürger entnehmen Sie die entsprechenden Hinweise dem Prospekt bzw. den „Informationen für Anleger gemäß § 21 AIFMG“.

In dieser Mitteilung wird ausdrücklich keine Anlageempfehlung erteilt, sondern lediglich die aktuelle Marktmeinung wiedergegeben. Diese Mitteilung ersetzt somit keine Anlageberatung und berücksichtigt weder die Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen, noch unterliegt sie dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Die Unterlage stellt keine Vertriebsaktivität der Verwaltungsgesellschaft dar und darf somit nicht als Angebot zum Erwerb oder Verkauf von Finanz- oder Anlageinstrumenten verstanden werden.

Die Erste Asset Management GmbH ist mit den vermittelnden Sparkassen und der Erste Bank verbunden.

Beachten Sie auch die „Informationen über uns und unsere Wertpapierdienstleistungen“ Ihres Bankinstituts.

Druckfehler und Irrtümer vorbehalten.



Gerhard Winzer

Gerhard Winzer ist seit März 2008 bei der Erste Asset Management tätig. Bis März 2009 war er Senior Fondsmanager im Bereich Fixed Income Asset Allocation, seit April 2009 ist er Chefvolkswirt.

Er hat einen HTL Abschluß und studierte an der Universität Wien Volkswirtschaft und Betriebswirtschaftslehre mit einem speziellen Fokus auf Finanzmärkte. Er ist CFA-Charterholder und war von 2001-2003 Teilnehmer:innen des Doktoratsprogramms für Finanzwirtschaft im Center for Central European Financial Markets in Wien.

Von Juli 1997 bis Juni 2007 war er in der CAIB, Bank Austria Ceditanstalt, UniCredit Markets & Investment Banking im Research tätig. Die letzte Position war Direktor für Fixed Income/FX-Research und Strategie. Von Juli 2007 bis Februar 2008 verantwortete er die Asset-Allocation im Research der Raiffeisen Zentralbank (RZB) in Wien.