

AUS DER FINANZMARKT- KRISE LERNEN

Die Zählung des Kreditzyklus mit Transparenz,
Regulierung und Geldpolitik

Tobias Rötheli

POLICY BRIEF

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat ihren Ursprung im US Immobilien- und Hypothekarmarkt. Die expansive amerikanische Geldpolitik begünstigte das Entstehen der spekulativen Preisblase auf dem Immobilienmarkt. Neuerungen im Bereich der Kreditverbriefung und der Derivate haben dazu geführt, dass die Ausfallrisiken international weit gestreut und lange unterschätzt wurden. Die Banken, dem Herdentrieb folgend, begünstigten mit ihrem Verhalten das Entstehen eines globalen Kreditzyklus. Zur Begrenzung künftiger Exzesse und Krisen werden hier verschiedene Vorschläge insbesondere zur Stärkung von Marktkräften gemacht. So kann eine Erweiterung der öffentlich zugänglichen Information über Banken eine wichtige disziplinierende Wirkung auf Banken ausüben. Die Finanzmarktstabilität kann auch durch Reformen der Ratingagenturen und die Entwicklung neuer Finanzprodukte erhöht werden. Neue Impulse braucht es dazu in der staatlichen Regulierung und Aufsicht der Finanzmärkte. Auch die Geldpolitik muss sich neben dem aktuellen Krisenmanagement neuen Herausforderungen stellen. Letztlich müssen Banken – gerade in der Schweiz – selber eine eigentliche Sicherheitskultur entwickeln.

Vorwort

Wir sind gegenwärtig mit einer mindestens dreifachen Krise konfrontiert: Zuerst mit der Immobilienkrise in den USA und in einigen Ländern der EU, allen voran Spanien, Grossbritannien und Irland, die auch Auslöser der zweiten Krise, nämlich der Banken- und Finanzmarktkrise war. Zusätzlich gesellt sich drittens eine weltumspannende Krise der «Realwirtschaft» als Folge der beiden anderen Krisen hinzu.

Obschon die Aufräumarbeiten im Finanzsystem noch in vollem Gange sind, ist bereits eine teils heftig geführte Debatte über den zukünftigen Regulierungsrahmen für das Finanzsystem und die Finanzintermediäre ausgebrochen. Denn viele Experten sehen in einer mangelhaften Regulierung der Finanzmärkte und der Finanzintermediäre eine Hauptursache der Finanzmarktkrise. Dabei stehen zwei Stossrichtungen im Vordergrund: einerseits sollen die Finanzintermediäre – auch das bislang wenig bis gar nicht regulierte Schattenbankensystem – mittels umfassender Eigenmittelvorschriften resistenter gegen makroökonomische Schocks gemacht werden. Dazu gehört etwa auch, dass die Eigenmittelreserven der Finanzintermediäre antizyklischer auf solche Schocks reagieren. Andererseits werden hinsichtlich der oft falsche Anreize vermittelnden Vergütungssysteme Leitlinien und Transparenzvorschriften erlassen. Zudem ist zu erwarten, dass einzelne Finanzinstrumente ins Visier einer intensiveren Regulierung geraten.

Ob mehr Regulierung, also «more of the same», tatsächlich zu Effizienzgewinnen und einer Eindämmung der vom Finanzsystem für die Volkswirtschaften ausgehenden Risiken führt, muss jedoch bezweifelt werden. Ein Anschauungsbeispiel dafür liefert die Schweiz, die zu Beginn der 1990er Jahre ebenfalls von einer schweren Immobilienkrise betroffen war. Schätzungen zufolge mussten die Banken gegen 50 Milliarden Franken abschreiben, wobei diese aus den damals noch üblichen «stillen Reserven» gedeckt wurden. Die Spar- und Leihkasse Thun ging in den Turbulenzen unter, und mehre-

re Kantonalkassen gerieten gefährlich ins Trudeln. Als Folge der Staatsgarantie für diese Institute wurden die Steuerzahler oft kräftig zur Kasse gebeten. Die Immobilienkrise und die später folgende Kreditverknappung in der Schweiz haben zur langen wirtschaftlichen Stagnationsphase bis Mitte der 1990er Jahre in viel bedeutenderem Masse beigetragen, als bisher angenommen wurde. Erstaunlicherweise sind aber die damaligen Fehlspekulationen mit völlig konventionellen Hypothekarkrediten fabriziert worden. Auch die Vergütungssysteme der involvierten Banken bewegten sich noch in einem vergleichsweise nachvollziehbaren Rahmen. Die in den letzten Jahren erfolgten Innovationen bei den Finanzinstrumenten sowie die heute heftig gebrandmarkten Bonusexzesse taugen folglich kaum als Hauptschuldige der Finanzmarktkrise. Eine Folgerung daraus sollte deshalb sein, weitere Regulierungen in diesem Bereich mit grosser Vorsicht und Zurückhaltung anzugehen. Dies umso mehr, als der expansiven Geldpolitik in den USA und weiteren Ländern in einem tendenziell schon disinflationären Umfeld wohl eine weit grössere Bedeutung zur Erklärung des vergangenen Kreditzyklus zukommen dürfte.

Genau diese Zurückhaltung lässt jedoch die Finanzmarktaufsicht (FINMA) in der Schweiz vermissen, wenn sie den Blick auf die Vergütungssysteme verengt und flächendeckend Transparenzrichtlinien und Vorschläge zu deren Regulierung jetzt einer Anhörung unterzieht. Demnach sollen Vergütungssysteme keine Anreize für unangemessene Risiken mehr schaffen, welche die Stabilität von Finanzinstituten gefährden können. Variable Vergütungen («Boni») sollen vielmehr langfristig und nachhaltig am ökonomischen Gewinn unter Berücksichtigung sämtlicher Kosten für alle eingegangenen Risiken ausgerichtet werden. Zudem soll der Verwaltungsrat stärker in die Pflicht genommen werden.

Diese Regulierungsinitiative ist aus mindestens drei Gründen problematisch: Erstens bildet sie einen

ordnungspolitisch schwerwiegenden Eingriff in die unternehmerische Freiheit und leistet einer schleichenden Sozialisierung unternehmerischer Risiken Vorschub. Zweitens ist zu befürchten, dass damit eher zusätzliche Probleme geschaffen als gelöst werden. Dies betrifft insbesondere die Absicht, die Vorschriften bezüglich Vergütungssysteme für alle Finanzintermediäre verbindlich zu erklären. Dies ist insofern nicht einsichtig, als von den nicht systemrelevanten Finanzintermediären definitionsgemäss keine Systemrisiken ausgehen und daher das übergeordnete öffentliche Interesse über den bereits bestehenden und jüngst ausgeweiteten Einlegerschutz hinaus nicht gegeben scheint. Aus ordnungspolitischer Optik würde man dagegen meinen, dass die beabsichtigte Disziplinierung der Finanzintermediäre ein funktionierender Markt selbst übernehmen sollte, wenn nötig unter Inkaufnahme des möglichen Untergangs einzelner Institute. Die flächendeckende Implementierung der Vorschriften birgt drittens die Gefahr einer Konvergenz der Vergütungssysteme, mit der Folge, dass dadurch gleichgerichtetes Verhalten induziert wird, welches zusätzlich systemdestabilisierend wirken könnte.

Ein ausgewiesener und dringlicher Regulierungsbedarf besteht hingegen bei systemrelevanten Finanzintermediären, die faktisch über eine Staatsgarantie verfügen. Dieser Regulierungsbedarf umfasst, ungeachtet der ins Feld geführten Argumente bezüglich einer diskriminierenden Wettbewerbsverzerrung, insbesondere auch die Vergütungssysteme. Diese haben hier nicht nur die Aufgabe, die Anreizsituation zwischen den Eigentümern, dem Management und dem Verwaltungsrat, also den privaten Marktteilnehmern, unter Berücksichtigung der eingegangenen Risiken auszutarieren, sondern sie haben zusätzlich auch die Interessen der mit der faktischen Staatsgarantie haftenden Steuerzahler zu berücksichtigen. Man kann füglich argumentieren, dass die systemrelevanten Grossbanken gegenwärtig von einem nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsvorteil profitieren. Die fak-

tische Staatsgarantie wird nämlich weder abgegolten, noch ist sie gesetzlich vorgesehen. Nicht zu verkennen ist, dass die bleibende Wirkung des «bailout» der UBS durch den Staat weniger in der Übernahme von risikobehafteten Wertpapieren und einem Kapitaleinschuss per se bestand, als vielmehr darin, dass die Investoren und Gläubiger die Gewissheit erlangten, dass notleidende oder gefährdete systemrelevante Banken auch in Zukunft mit Staatshilfe rechnen können. Dies ist etwas, das die betroffene Bank in keiner Form zurückgeben oder die Regierung zurücknehmen kann. So gesehen ist auch die gegenwärtige Diskussion um den Ausstiegszeitpunkt des Bundes aus der UBS-Beteiligung nicht wirklich fruchtbar, da sich auch bei einem allfälligen Vollzug dieses Ausstiegs an der faktischen Staatsgarantie der systemrelevanten Banken nichts ändern wird. Die Problematik der systemrelevanten Finanzintermediäre scheint die letztlich fast alle übrigen Regulierungsfragen dominierende zu sein. Denn im Gegensatz zur Stabilität einzelner Finanzintermediäre handelt es sich bei der Stabilität und der Integrität des Zahlungs- und Finanzsystems um ein öffentliches Gut. Wenn es Finanzintermediäre gibt, die gleichzeitig systemrelevant oder eben «too big to fail» sind, besteht somit ein wohlbegründetes öffentliches Interesse an deren Stabilität. Dieses müsste in Form einer intensiveren Regulierung und Beaufsichtigung der betroffenen Finanzintermediäre manifest werden.

Die Kosten einer hypertrophierenden Regulierung des Finanzsystems sind hoch. Sie fallen in Form höherer Kreditkosten, geringerer Kreditschöpfung, tieferem Innovationsvermögen – kurz einer Einschränkung der Leistungsfähigkeit des Finanzsystems insgesamt und schliesslich eines deutlich tieferen gesamtwirtschaftlichen Wirtschaftswachstums – an. Für die Schweiz, die mit ihrem Finanzsektor auch über wichtige komparative Wettbewerbsvorteile verfügt, würde sich eine überschüssende Regulierung zusätzlich negativ auswirken.

Das vorliegende Policy Paper nimmt bezüglich der verschiedenen Problemursachen eine Auslegeordnung vor. Einerseits werden gewisse Aspekte der makroökonomischen Ungleichgewichte und Verzerrungen, andererseits die teilweise fragwürdigen Anreizstrukturen der verschiedenen Akteure thematisiert. Ziel des vorliegenden Papers war nicht eine in die Tiefe gehende und sämtliche Aspekte umfassende Problemanalyse. Das hätte den Rahmen eines Policy Papers klar gesprengt. Vielmehr sollten verschiedene Anregungen und Hinweise präsentiert werden. Es wird dabei schnell deutlich, dass mehr vom selben, also mehr Regulierung, nicht immer zielführend sein muss. Damit soll keineswegs abgestritten werden, dass es Bereiche des Finanzsystems gibt, in denen weitergehende Regulierungen unvermeidlich sind. Soll eine solche aber möglichst vermieden werden, ist vermehrt auf tieferer Ebene, mithin im Betrieb selbst und bei der Betriebskultur, anzusetzen. Gegen professionelle Fehler und Fehlverhalten ist eine intensivere und umfangreichere Regulierung nur ein bedingt taugliches Mittel. Vielmehr muss auch ein fundamentaler Kulturwandel im Finanzsektor einkehren. Und vor allem sollten gerade die Schweizer Banken eine umfassende Sicherheitskultur entwickeln. Dies könnte sich als ein zentraler Wettbewerbsvorteil im Rahmen der «unique selling propositions» des Swiss Bankings erweisen.

Wir freuen uns, dass wir Tobias Rötheli, Professor für Makroökonomie an der Universität Erfurt, als Autor dieses Policy Papers gewinnen konnten. Er hat verschiedentlich schon für die Schweizerische Nationalbank und weitere nationale und internationale Institutionen beratend gewirkt. Er vertritt im vorliegenden Aufsatz seine persönliche Meinung.

Boris Zürcher
Avenir Suisse

01 Einleitung

Die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat uns nicht ganz unerwartet getroffen. Als eine der wichtigsten Ursachen gilt die lange Boomphase auf dem amerikanischen Immobilien- und Hypothekarmarkt. Dazu kommt die zunehmende und ungenügend beherrschte Verbriefung von Kreditforderungen. Die Verbriefung von Krediten ist dafür verantwortlich, dass die Kreditausfälle nach Einsetzen der US-Immobilienkrise weltweit zu Verlusten geführt haben. Die Höhe dieser Verluste ist auch darin begründet, dass viele Banken im Zuge der Kreditverbriefung und Entwicklung von Kreditderivaten die eingegangenen Risiken deutlich unterschätzten.

Die Fakten und Argumente werden hier folgendermassen präsentiert. Der nächste Abschnitt gibt eine historische Darstellung der Ursachen und Auslöser der gegenwärtigen Krise. Im Abschnitt 3 wird die Analyse einer bedeutenden Konstante auf den Finanzmärkten vertieft, die Kraft des Herdentriebs. Im Abschnitt 4 untersuchen wir verschiedene Vorschläge, wie künftige Finanzmarktkrisen marktwirtschaftlich verhindert oder zumindest gemildert werden können. Im Abschnitt 5 gehen wir auf die Bedeutung des Managements von finanziellen Grossrisiken ein. Hier beschäftigen uns auch die besonderen Probleme sehr grosser Banken. Abschnitt 6 hat die Bankenregulierung zum Gegenstand. Hier werden Korrekturen von Seiten des Staates diskutiert. Im Abschnitt 7 wenden wir uns der Rolle der Geldpolitik in der gegenwärtigen und in möglichen künftigen Krisen zu. Der Aufsatz schliesst mit einer Liste von Thesen.

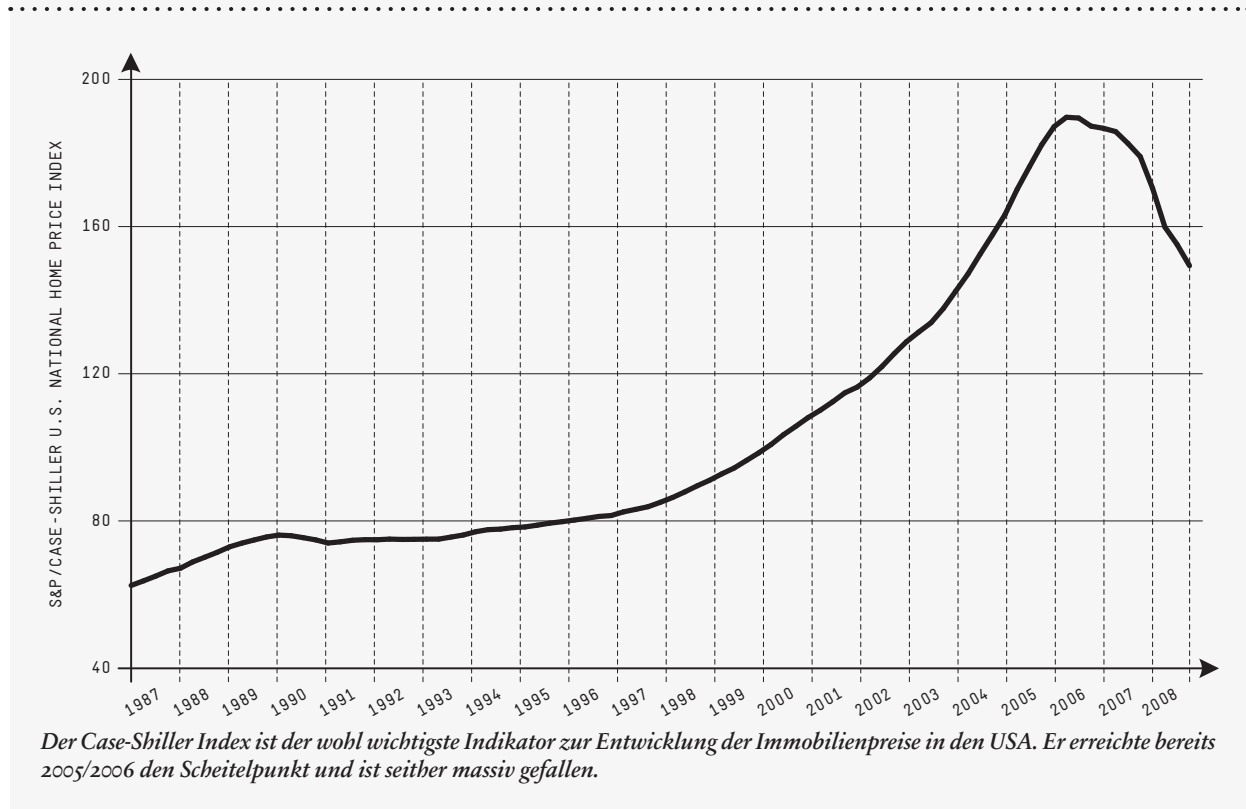
02 Geschichte und Vorgeschichte

Als Warner vor der Krise können neben anderen Karl Case und Robert Shiller (Case und Shiller 2003) gelten. Diese beiden Ökonomen haben auf eine Dynamik hingewiesen, die in den Vereinigten Staaten zu einem starken Anstieg der Immobilienpreise geführt hat. Dabei haben überoptimistische Preiserwartungen eine bedeutende Rolle gespielt. Verglichen mit wichtigen Bestimmungsfaktoren wie Zinsen, Bevölkerungswachstum und Baukosten (den Fundamentaldaten) wirkte die Erwartung weiterer Wertsteigerungen bei Immobilien als wichtige preistreibende Kraft. Abbildung 1 zeigt die Preisentwicklung für Wohnhäuser in den USA.

Der Trend steigender Preise hatte in den neunziger Jahre begonnen und wurde durch grosszügige staatliche Förderung des privaten Wohneigentums, durch eine günstige Konjunktorentwicklung und niedrige Zinsen beschleunigt. Dazu kam – insbesondere nach

dem Ende der High-Tech-Spekulation der 90er Jahre – die Tendenz, Hypothekarkredite zu immer günstigeren Konditionen auch an Schuldner mit geringem Einkommen zu vergeben. Der sogenannte Subprime-Bereich (Kredite an Kunden mit bescheidenen Kreditratings) florierte, weil Banken und Kreditbroker zunehmend mit einem neuen Geschäftsmodell arbeiteten: Hypotheken wurden an Finanzinstitutionen weitergegeben, die daraus weiter verkäufliche Wertpapiere schniderten. Diese verbrieften Kreditforderungen hatten unterschiedliche Qualität, was ihre Stellung bei Ausfällen angeht. Für die privilegierten Tranchen solcher Papiere attestierten Ratingagenturen lange geringe Ausfallwahrscheinlichkeiten und somit hohe Sicherheit. Entsprechend sahen viele Marktteilnehmer für solche Kreditforderungen ein sehr vorteilhaftes Ertrags-Risiko-Profil. Heute wissen wir, dass diese Einschätzung verfehlt war.

Abb. 1: Der S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index



Als dem jahrelangen spekulativen Anstieg der Immobilienpreise im Jahr 2006 ein Preiszerfall folgte, kamen viele Hypothekarschuldner in Zahlungsschwierigkeiten. In dieser Phase zogen die Zinskosten für die vorher so populären Hypotheken mit flexiblen Zinsen an. Viele Schuldner mit geringem Einkommen brachten diese Zinszahlungen nicht mehr auf. Dazu kam, dass Hypothekarschuldner zuletzt kaum noch eigene Mittel zum Hauserwerb eingesetzt hatten. Wie Laurence Lindsay (2007) ausführt, wurden im Jahr 2006 von Erstkäufern auf dem Markt für Wohnimmobilien noch durchschnittlich 2 Prozent Eigenkapital verlangt. Fünfzehn Jahre zuvor lag dieser geforderte Eigenanteil noch zehnmal höher. Auf diesem Hintergrund und angesichts von Häuserpreisen unter dem Wert der Hypothekarschuld sahen viele Schuldner keine Möglichkeit mehr, ihre Verpflichtungen zu bedienen.¹ Entsprechend erreichten die Zwangsversteigerungen in den USA 2008 mit 2,3 Millionen Häusern und Wohnungen einen historischen Rekord.

Ökonomen haben eindringlich auf die hohe Dringlichkeit von Massnahmen zur Umschuldung hingewiesen (vgl. Zingales 2008, Shiller 2008). Besonders wichtig ist es dabei, den beteiligten Schuldnern und Banken rechtlich verlässliche Möglichkeiten einer Umschuldung zu ermöglichen. Viele Schuldner sind ja nicht allein an ihrer desolaten Situation schuld. Banken und Kreditbroker tragen mit ihren aggressiven Verkaufspraktiken eine Mitverantwortung. Der ökonomische Knackpunkt an solchen partiellen Schuldenerlassen ist vor allem, dass nach Lösungen gesucht werden muss, die nicht von noch zahlungsfähigen Schuldnern ausgenutzt werden. Wichtiger als eine von der Anreizwirkung her perfekte Lösung ist jedoch, dass bald tragfähige Lösungen gefunden werden. Wenn Hypothekarschulden wieder (wenn auch reduziert) bedient werden, wird der Wert der verbrieften Hypothekarschulden wieder kalkulierbar und tendenziell auch wieder steigen. Hier ist das riesige Fass, das immer noch leckt. Hier verschwinden die Milliarden, welche bei Banken, Versicherungs-

gesellschaften und in privaten Vermögen abgeschrieben werden müssen.² Der amerikanische Kongress ist zwar aktiv geworden. Die Kreditausfälle mehren sich aber weiter. Es ist klar, dass eine Stabilisierung des internationalen Finanzsystems beschleunigt würde, wenn wieder mehr Kreditschuldner Zinsen zahlen.

Auch die Geldpolitik hat eine wesentliche Mitverantwortung für das Entstehen und das Ausmass der gegenwärtigen Krise. Gemäss einer Untersuchung von John Taylor (2009) ist die amerikanische Geldpolitik seit dem Jahr 2002 zu expansiv. Dieses Urteil beruht auf der Analyse der Entwicklung der Federal Funds Rate. Seit über 20 Jahren steuert die amerikanische Notenbank diesen Zins in Abhängigkeit der Inflation und der Konjunktorentwicklung. Wie empirische Studien zeigen, erhöht dabei die Fed den Zins mit höherer Inflation und senkt den Zins bei einer Abschwächung der Konjunktur. Diese Reaktion der Geldpolitik auf Inflation und Konjunktur (die sogenannte Taylor-Regel) war nicht nur qualitativ konstant, sondern war auch von der Stärke her über viele Jahre gleich bleibend.³ Die systematisierte und nachvollziehbare Art dieser Geldpolitik wurde weit herum als eine der Ursachen der günstigen amerikanischen Konjunkturentwicklung seit den 80er Jahren gesehen. Vergleicht man nun den faktischen Zinsverlauf mit Werten gemäss der Taylor-Regel, dann muss die Geldpolitik von Mitte 2002 an als zu expansiv beurteilt werden. Gerade in dieser Zeit entwickelte der Immobilienboom in den USA seine volle Kraft.

Laut Taylors Analyse ist es ausserdem fraglich, ob der Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers in der Tat das kritische Ereignis war, das die Krise im September 2008 dramatisch verschärfte. Gewiss war es ein gravierender Entscheid des amerikanischen Finanzministeriums und der amerikanischen Notenbank, den Bankrott dieser bedeutenden Bank nicht zu verhindern. Das Argument mit diesem Bankrott und dem daraus resultierenden systemweiten Vertrauensverlust

sei die Krise erst virulent geworden, ist zwar eingängig. Empirisch ist dies aber nicht belegt. Gemessen an Risikoaufschlägen im Geldmarkt zeigt sich, dass das Counterparty-Risiko (die Gefahr, dass die Gegenpartei in Finanztransaktionen nicht zahlt) zunächst im Juli 2007 etwas anstieg, um dann im September und Oktober 2008 dramatisch nach oben zu schnellen. In diese Zeit fallen aber auch wichtige Ankündigungen der amerikanischen Politik, wie der Krise zu begegnen sei. Diese politischen Kursbestimmungen mussten wiederholt korrigiert und nachgebessert werden. So kann man gewiss auch argumentieren, dass die sich in dieser Phase abzeichnende Überforderung der Politik die Verschärfung der Krise mit verursacht hat. Ähnliche Fälle von aufgeregter und intransparenter Politikreaktion ergaben sich – bis in die jüngste Vergangenheit – auch in anderen Ländern. Ein Beispiel stellt gewiss der langwierige Prozess hin zu einer (dazu noch zweifelhaften) Lösung in Sachen Bad Banks in der Bundesrepublik Deutschland dar.

03 Von Risiken und Herden

In einigen Ursachen (beispielsweise bezüglich der Komplexität der eingesetzten Finanzinstrumente und der Offenheit der Märkte) unterscheidet sich die aktuelle von früheren Krisen. Historisch gesehen sind aber diese Differenzen keine entscheidenden Unterschiede. Auch in den späten zwanziger Jahren des letzten Jahrhunderts hatten die Komplexität und die Internationalisierung der Finanzmärkte neue Höchststände erreicht. Die vermutlich wichtigste Gemeinsamkeit der gegenwärtigen Finanzmarktkrise mit früheren Krisen liegt in der Natur des sogenannten Kreditzyklus (vgl. Kindleberger 1978). Damit ist die Regelmässigkeit gemeint, mit der das Kreditangebot von Banken im Aufschwung mehr und mehr expansiv wird, um dann in der Rezession (wenn alle aus den Risiken flüchten) stark abzunehmen. Je länger die gute Konjunktur anhält, umso mehr treiben sich Banken gegenseitig in die Übernahme immer grösserer Risiken. Dies geschieht, indem die Banken ihre Kredite (relativ zu den Finanzierungskosten gesehen) zu niedrigeren Zinsen und zu günstigeren Konditionen vergeben. Die Phase des Überoptimismus auf Seiten der Banken und der Kreditnehmer endet regelmässig dann, wenn ein Investitionsobjekt (in der laufenden Krise waren das vor allem amerikanische Eigenheime) in grosser Menge auf den Markt kommt. Geschieht das, dann wendet sich der Preisauftrieb ins Gegenteil, und euphorische Erwartungen bezüglich möglicher Kapitalgewinne werden enttäuscht. Es kommt zur Krise, und Banken machen bedeutende Verluste. Sie erkennen nun, dass die Marge zwischen Kreditzins und Einlagezins in den letzten Boomjahren nicht genügend war, um die Ausfallrisiken abzudecken. Die Reaktion auf diese Einsicht auf Seiten der Banken ist in der Regel eine stark gebremste Risikobereitschaft. Im Abschwung setzten Banken daher auf Sicherheit, und die Vergabe von Krediten verlangsamte sich deutlich. Verschiedene Autoren (vgl. Lindsey 2007, Silvia 2007, Gieve 2008) haben die Ähnlichkeiten der Entwicklung der letzten Jahre mit früheren Kreditzyklen dokumentiert. Diese Dynamik des Kreditzyklus ist

auch für die schweizerische Bankenszene schon länger evident. In den 1980er Jahren, nach dem Aufweichen des informellen Bankenkartells, befanden sich die drei damals grössten schweizerischen Banken (UBS, SBV und CS) in einem dynamischen Wettbewerb um Marktanteile. Vor allem die UBS und die CS lagen im Wettstreit und folgten dem Konkurrenten bei Änderungen in der Kreditpolitik (vgl. Rötheli 2001). Die Folgen dieses Wettlaufes waren ein Kredit- und Immobilienboom, der anfangs der 1990er Jahre in einer Immobilienkrise und Rezession endete. Als wichtigste Neuerung seit dem letzten Zyklus und als Mechanismus der Verstärkung wirkt die Verbriefung von Krediten. Mit diesem Instrument haben Banken die risikoreiche Möglichkeit erhalten, Engagements im Kreditgeschäft weit jenseits (quantitativ und geografisch) ihrer eigenen Kreditabschlüsse zu tätigen.

Wie kommt es zu diesem Zyklus der Übertreibungen nach oben und nach unten? Hier kann man zwei Gruppen von Ursachen unterscheiden. Einerseits Faktoren, die in einzelnen Banken wirken und andererseits Kräfte, die im Wettbewerb der Banken entstehen. Je länger eine günstige Wirtschaftsentwicklung anhält, umso mehr junge Akteure übernehmen Managementpositionen und treffen Entscheide. Sie haben in ihren Funktionen noch keine einschneidenden Misserfolge erlebt und tendieren dazu, das Risiko des Fehlschlages zu unterschätzen. Erfahrene Entscheidungsträger, die vor Risiken warnen, sehen sich in der Rolle der Bremser, welche scheinbar die Zeichen der Zeit nicht erkennen. Sie stehen vor der Wahl, sich dem Trend anzupassen oder an den Rand gedrängt zu werden. In dieser Situation entscheiden sich viele, dem Trend zu folgen. Diese Tendenz zur exzessiven Risikoübernahme wurde bisher von den geltenden Entlohnungsstrukturen im Finanzsystem systematisch verstärkt. Wo Bonuszahlungen stark am laufenden Gewinn orientiert sind, wird zu wenig auf das eingegangene Risiko geachtet (vgl. Rajan 1994 und Kroszner 2008).

Was sich auf der Ebene der einzelnen Bank abspielt, wird im Wettbewerb der Banken noch verstärkt. Hier ergibt sich für Bankleitungen das Problem, sich in der Boomphase strategisch zu positionieren. Einer vorsichtig agierenden Bank kann es während eines Aufschwungs passieren, dass sie von risikofreudigeren Konkurrenten marginalisiert oder übernommen wird. Dieses Risiko scheuen Bankleitungen, die eigentlich dazu tendieren, in der späteren Boomphase angesichts sinkender Zinsmargen zurückhaltend zu agieren. Im Wettbewerb um Marktanteile können sich daher viele dem Herdentrieb nicht entziehen. Im Ganzen führen die beschriebenen Mechanismen die Bankwirtschaft immer wieder zu Übertreibungen nach oben.⁴ Als Folge des starken Wachstums der Kredite kommt es einige Jahre später zu höheren Kreditausfällen bis hin zu Solvenzproblemen bei Banken (vgl. Jiménez und Saurina 2006 sowie Foos, Norden und Weber 2007). Die Konsequenzen solcher Kreditbooms sind letztlich grosse Verluste für die Banken und für die ganze Volkswirtschaft.

04 Mehr Stabilität durch Stärkung der Marktkräfte

Die Hauptaufgabe der Finanzmärkte ist es, Ersparnisse zu produktiven Investitionen zu lenken. Dazu liefern Finanzmärkte auch einen wichtigen Beitrag zur Bewältigung von individuellen und kollektiven Risiken. Wie die jüngste Erfahrung jedoch zeigt, können von Finanzmärkten auch mächtige gesamtwirtschaftliche Störungen ausgehen. Will man das Finanzsystem für die Zukunft sicherer machen, so ist man auf staatliche Regulierung und Aufsicht, aber auch auf das verbesserte Funktionieren von Marktinstitutionen angewiesen. Im Folgenden werden verschiedene Aspekte behandelt, die zu einer Stärkung der stabilisierenden Marktkräfte beitragen können.⁵

4.1 Mehr Transparenz und effektivere Aktionärsdemokratie

Sind es nicht letztlich die Eigentümer einer Bank, welche eine exzessive Risikoübernahme bremsen müssen? Für Banken, welche als Aktiengesellschaften organisiert sind, sollten doch die Aktionäre das Risikoprofil der Bank mitbestimmen. Diese Forderung ist ebenso richtig, wie sie praktisch schwer durchsetzbar ist. Praktisch übertragen Aktionäre ihre Verfügungsrechte, und Verwaltungsrat und Management bestimmen über die Strategie der Bank. Zwischen Management und Aktionär besteht so das bekannte Principal-Agent-Problem. Der Auftraggeber (Principal) versucht den ausführenden Akteur (Agent) dahingehend zu motivieren, die Interessen des Auftraggebers zu verfolgen. In jeder Aktiengesellschaft gibt es mit diesem Arrangement ein Konfliktpotenzial. Der Grund dafür liegt darin, dass das Management in aller Regel besser über die Geschäftsmöglichkeiten und die damit verbundenen Risiken informiert ist, als es die Aktionäre sind. Daher hat das Management bei Entscheidungen auch Möglichkeiten, seine Präferenzen für Status und Einkommen zu bedienen. Perfekte Anstellungsverträge für Manager, wie sie in der mikroökonomischen Theorie

diskutiert werden (John und John 1993, Laffont und Martimort 2001), könnten möglicherweise die Interessen von Aktionären und Management in Einklang bringen. Die bisherige Praxis in der Finanzwelt sieht diesem Ideal aber wenig ähnlich. Die bisher praktizierten Formen der Entlohnung des Bankmanagements fördern stattdessen die Übernahme von Risiken auf Kosten der Aktionäre. Gehälter und Bonuszahlungen waren bisher zu wenig an die eingegangenen Risiken geknüpft. Hier ist wohl auch ein Unterschied zwischen Privatbanken mit ihren selber haftenden Gesellschaftern und Banken-Aktiengesellschaften auszumachen. Wer als Entscheidungsträger nicht nur den Job, sondern auch sein Vermögen verlieren kann, legt sehr viel Aufmerksamkeit auf mögliche Risiken.

Was die Kontrolle der Führung von Geschäftsbanken angeht, muss die Börse künftig eine stärkere Kontrollwirkung ausüben. Eine klarere Sicht der Aktionäre auf die Geschäftstätigkeit einer Bank und die damit verbundenen Gefahren kann verhindern helfen, dass Börsenkurse von Banken mit aggressiver Geschäftsstrategie in die Höhe gehen und solche Abenteuer noch begünstigen.⁶ Wie aber könnte man es einrichten, dass Bankaktionäre eine klarere Sicht auf die eingegangenen Risiken haben? Dazu gibt es verschiedene Erwägungen. Erstens, es braucht mehr und bessere Informationen. Zweitens, es braucht mehr hochqualifizierte Finanzanalysten, um diese Informationen auszuwerten. Was die zusätzliche Information angeht, sollen hier verschiedene Denkanstöße gegeben werden. Betrachten wir zunächst Information, welche bereits produziert und von öffentlicher Seite aufbereitet wird. So erhebt die Schweizerische Nationalbank monatlich Daten über Aktiven und Passiven und jährlich Angaben zur Erfolgsrechnung aller in der Schweiz tätigen Banken. Solche über alle Banken hinweg einheitlich erhobene Daten könnten ohne grossen Aufwand publik gemacht werden. Möglicherweise nötige, aber fehlende gesetzliche Voraussetzungen wären noch zu schaffen. Hier sollte auch geprüft werden, welche

zusätzlichen Informationen (beispielsweise spezifischere Angaben über die Entwicklung verschiedener Kreditformen und Kreditverluste) von den Banken zu erfragen wären. Bei diesen weiter ins Detail gehenden Informationen muss eine Interessensabwägung erfolgen. Es gilt einerseits, das allgemeine Interesse nach Transparenz und andererseits das Geschäftsinteresse der Banken zu berücksichtigen. Banken sind bekanntlich Informationsproduzenten und setzen dazu Ressourcen ein. Daten zur Veröffentlichung sollten daher nicht so stark ins Detail gehen, dass Konkurrenten von der Expertise anderer profitieren können, ohne dafür zu bezahlen. Entscheidend ist, dass zusätzlich publizierte Daten helfen, Banken und ihre Risiken transparent und vergleichbar zu machen.

Weitergehend sollte darüber diskutiert werden, die Einschätzungen der Bankenaufsicht zum Allgemeinzustand jeder einzelnen Bank öffentlich zu machen. Die Bankenaufsicht erarbeitet zusammen mit Prüfungsgesellschaften jährliche Kennzahlen zur Risiküberwachung von Banken. Die sogenannten CAMELS-Ratings (Capital adequacy, Asset quality, Management factors, Earnings, Liquidity und Sensitivity to market risks) erlauben die Klassierung einer Bank in Risikogruppen. Dieses System wird auch in anderen Ländern praktiziert. Das Resultat der Untersuchung wird der jeweiligen Bank mitgeteilt. Je nach Rating entwickelt die Finanzmarktaufsicht Druck auf das betroffene Institut, um eine Schieflage zu korrigieren. Hier endet bisher die Wirkung dieser Beurteilung. In der ökonomischen Literatur wird daher seit einigen Jahren über die Frage der Veröffentlichung solcher Ratings debattiert. Feldman, Jagtiani und Schmidt (2003) bieten eine gute Darstellung der Pro- und Kontra-Argumente, und sie liefern auch einige empirische Evidenz zugunsten einer Veröffentlichung. Als Zwischenfazit kann hier gelten, dass gerade in den USA eine Bereitschaft besteht, diese Möglichkeit der Marktdisziplinierung weiter zu verfolgen (vgl. Petrou 2008). Die Schweiz sollte bei diesen Bestrebungen nicht abseits

stehen. Damit unsere Aufsichtsbehörden künftig noch kompetenter arbeiten und durch ihre Beiträge zur Transparenz der Bankwirtschaft das Funktionieren der Märkte verbessern helfen, benötigen sie (besonders im Bereich der Analyse) eine Verstärkung in ihrer personellen Ausstattung.

Eine klarere Sicht auf die den Aktienkurs beeinflussenden Risiken von Banken wird auch hilfreich sein, um die Vergütungssysteme für angestellte Banker zu verbessern. In diesem Bereich muss es vorrangig darum gehen, Gehälter und Bonuszahlungen um die eingegangenen Risiken zu korrigieren. Wer als Manager höhere aktuelle Einnahmen nur durch die Übernahme höherer Risiken realisiert, sollte deswegen nicht mehr verdienen. Die bereits angesprochenen neuen Informationen sollten es ermöglichen, auch hier konkreter zu werden. Zu bedenken ist dabei, dass Vergütungssysteme klare finanzielle Anreize und direkte Bestätigungen für den Erfolg geben sollten.⁷ Von dieser Warte aus sind Vorschläge fragwürdig, bei denen grössere Beträge beispielsweise von Bonuszahlungen zurückbehalten und erst nach Jahren (wenn die Bank keinen Rückschlag erlebt) ausbezahlt werden. Hier fehlt zumindest teilweise die zeitnahe Bestätigung für das richtige Handeln, und es fehlt die Korrekturwirkung für das falsche Handeln. Erst im Nachhinein würde bestraft (und zudem im Kollektiv), wer exzessive Risiken eingegangen ist. Wer als Manager auch unter dem Druck des Herdentriebes die eingegangenen Risiken unterschätzt, wird so nicht vorsichtiger handeln. Ein Vergütungssystem hingegen, das sich an Risiko-Kennzahlen orientiert, könnte schneller Korrekturen bewirken.

Aus den erläuterten Gründen ist die Produktion von zusätzlicher Information und die Veröffentlichung bislang vertraulicher Daten von grosser Bedeutung für eine bessere marktseitige Einschätzung und Kontrolle von Banken. Mehr und anspruchsvollere Auskünfte für sich allein werden aber nicht ausrei-

chen. Die Publikation von mehr und komplexerer Information wird jedoch wesentlich dazu beitragen, dass mehr hochtalentiertere Leute in die Finanzanalyse kommen. Bislang war es ja so, dass viele der intellektuell anspruchsvollsten Tätigkeiten in Banken im Bereich des Financial Engineering zu finden waren. Talente sollten aber nicht einseitig in diese Verwendung gelenkt werden, wo sie Finanzvehikel von volkswirtschaftlich zweifelhaftem Wert kreieren. Gesamtwirtschaftlich gesehen, brauchen wir zusätzliche Intelligenz in der rationalen Bewertung von Banken und ihren Strategien.

.....
4.2 Reform der Rating Agenturen

Das Einschätzen der Risiken von Finanzprodukten ist ein aufwendiges Geschäft. Die professionellen Ratingagenturen (die wichtigsten Akteure sind Standard & Poor's, Moody's und Fitch) leisten in diesem Bereich seit Jahrzehnten einen wichtigen Beitrag. Ratingagenturen beschaffen und analysieren Daten mit dem Ziel, die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Finanzanlagen einzuschätzen. Die konkrete Ausgestaltung dieser Funktion zeigt aber verschiedene gravierende Defizite. Diese Mängel haben erheblich zur Entstehung der gegenwärtigen Finanzmarktkrise beigetragen. Das Geschäftsmodell dieser Unternehmen fördert bislang Interessenskonflikte, weil Ratingagenturen nicht nur Finanzanlagen von Unternehmungen beurteilen, sondern weil sie den gleichen Unternehmungen auch andere Dienstleistungen anbieten. Der Wettbewerb zwischen den Agenturen um Kunden und die Interessenslage dieser Kunden sind schlechte Voraussetzungen für eine verlässliche Beurteilung von Risiken zu Händen der Anleger. Wie Willem Buitter ausführte (Buitter 2007) kam in den letzten Jahren erschwerend hinzu, dass neue und komplexe Finanzprodukte beurteilt wurden, für welche verlässliche Beurteilungsmodelle und der nötige Erfahrungshintergrund weitgehend fehlten. Ein weiteres Problem, auf das

Buitter zu Recht hinweist, ist die Rolle der Ratingagenturen in der Bankenaufsicht. Im Rahmen der Basel-II-Vorgaben für Eigenkapital wirken die Einschätzungen der Ratingagenturen direkt auf die Kapitalerfordernisse der Banken. Eine Unterschätzung der Risiken komplexer Wertpapiere durch die Ratingagenturen hat in den letzten Jahren dazu beigetragen, dass Banken mit zu wenig Eigenkapital tätig waren. Dabei ist auch von Bedeutung, dass Ratings sich auf Ausfallrisiken konzentrieren. Damit wird das Risiko einer Anlage aber nur eindimensional erfasst. Die jetzige Krise führt uns drastisch vor Augen, dass Anlagen auch bedeutenden Preisrisiken unterliegen und sogar weitgehend unverkäuflich werden können. Das Einschätzen gerade solcher Risiken – vor allem für Krisenfälle – ist eine weitgehend unbewältigte Herausforderung.

Selbst wenn in der Quantifizierung von Risiken noch viele ungelöste Probleme existieren, kann einiges über die Neuorientierung der Geschäftstätigkeit und die Rolle der Ratingagenturen festgestellt werden. An oberster Stelle muss das Anliegen stehen, die bisherige Scheinsicherheit und die Verzerrungen zu beseitigen. Das kann geschehen, indem Ratingagenturen nicht nur Kennzahlen zur Ausfallwahrscheinlichkeit (eine Art Punktschätzung) vorlegen, sondern auch Masse ausweisen müssen, welche die Genauigkeit ihrer Schätzung dokumentieren. Mit vermehrter Transparenz der möglichen Bandbreite der Schätzungen werden etliche Finanzprodukte künftig vorsichtiger beurteilt werden. Weitere Elemente einer Reform des Ratinggeschäfts können der Zwang zur Entflechtung von Dienstleistungen und die Förderung des Wettbewerbs mit dem Ziel zusätzlicher kompetenter Anbieter darstellen. Reformen des Ratinggeschäfts sind zwar kein unmittelbarer Beitrag zur Überwindung der gegenwärtigen Krise. Man sollte aber mit der staatlich begleiteten Weiterentwicklung dieser Finanzdienstleister nicht lange warten. In der Krise stellt jede sinnvolle Neuerung ein vertrauensbildendes Signal dar. Zudem sind die bestehenden Widerstände und Interessenkonflikte mit dem Druck der Krise leichter zu überwinden.

.....
4.3 Neue Finanzprodukte

Die Finanzinnovation wird auch in den nächsten Jahren weiter gehen. Aus Sicht der Finanzmarktstabilität sind besonders Neuerungen interessant, die zu einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung beitragen können. Robert Shiller (2008) schlägt unter dem Motto der Finanzdemokratisierung die Einführung verschiedener neuer Finanzprodukte zur Nutzung für breite Anlegerkreise vor. So könnten Eigenheimbesitzer zum Beispiel einen Futures-Markt dazu nutzen, das Risiko eines Preiszerfalls ihrer Liegenschaft abzusichern. Nach Schillers Vorstellungen würden so spekulative Blasen auf dem Immobilienmarkt begrenzt, weil Anleger die Möglichkeit bekämen, auf das Platzen einer spekulativen Blase zu setzen. Zwar gibt es Argumente und auch Evidenz dafür, dass Spekulation die Neigung zu Preisüberreibungen mildern kann. So hat Milton Friedman (1953) früh argumentiert, die Tätigkeit von Spekulanten sei zwingend stabilisierend, weil ein Spekulant nur Geld verdienen könne, wenn er es schafft, bei niedrigen Kursen zu kaufen und bei hohen Kursen zu verkaufen. Neuere theoretische und empirische Untersuchungen lassen hier Zweifel aufkommen (vgl. De Long, Shleifer, Summers und Waldmann 1990 und Rötheli 2007). Spekulanten, die Trends extrapolieren, können Preisschwankungen eben auch verstärken. So gesehen würden neue Märkte für Immobilien-Futures spekulative Preisexzesse nur bremsen, wenn in diesen Märkten viele gut informierte und langfristig anlegende Akteure tätig wären. Mit einer grossen Zahl unerfahrener Akteure, die mit übertriebenem Vertrauen auf die Fortsetzung eines einmal entstandenen Preisauftriebs setzen, können solche Märkte aber das Gegenteil bewirken. Preisüberreibungen können verstärkt werden.

Auch andere Vorschläge zur Weiterentwicklung von Finanzinstrumenten sind nicht ohne neue Gefahren. So propagiert Robert Shiller (z.B. 1993) seit Jahren Finanzinstrumente, mit denen weltweit Risiken besser

diversifiziert werden könnten. Hätten wir beispielsweise Märkte, auf denen man direkt auf die Entwicklung des chinesischen, indischen oder britischen Volkseinkommens setzen könnte, dann könnte man sich von den Risiken der einheimischen Konjunktur besser schützen. Der Versicherungseffekt solcher Finanzprodukte würde darauf beruhen, dass sich die Wirtschaft in verschiedenen Ländern recht unterschiedlich entwickelt. Entsprechend würde ein diversifizierender Anleger bei einem einheimischen Konjunkturabschwung von den besseren Verhältnissen anderswo profitieren. Diese Argumentation hat zumindest zwei Schwächen. Zum einen kann eine solche Absicherung von Einkommensrisiken gerade optimistische Konsumenten dazu verleiten, noch weniger zu sparen. Zum anderen lauern hier beachtliche Counter-Party-Risiken: Welche internationale Institution würde durchsetzen, dass ein Land mit einer global gesehen zwar überdurchschnittlichen, aber doch krisenhaften Wirtschaftsentwicklung einen bedeutenden Teil seines Volkseinkommens ins Ausland transferiert?

Die angesprochenen Vorschläge zur Schaffung neuer Finanzprodukte und Finanzmärkte illustrieren, dass neue Instrumente neben neuen Möglichkeiten immer auch neue Risiken mit sich bringen. Mit Sicherheit werden früher oder später einige dieser Innovationen in die Tat umgesetzt. Mit grosser Wahrscheinlichkeit wird dies zuerst in den Vereinigten Staaten passieren. Es ist zu hoffen, dass diese neuen Entwicklungen von Seiten der staatlichen Behörden einer eingehenden Prüfung unterzogen und dann weiter beaufsichtigt werden. In den letzten Jahren war das nicht so. Die Entwicklung der Finanzderivate und die Entwicklung der Hedge-Fonds sind von den privaten Akteuren vorangetrieben worden, ohne dass von staatlicher Seite bedeutende Hürden aufgestellt worden wären. Das ist gerade für ein Land wie die Vereinigten Staaten erstaunlich, das in anderen Bereichen der öffentlichen Sicherheit (wie beispielsweise bezüglich terroristischer Risiken oder bei der Einführung neuer Medikamente) sehr hohe Ansprüche stellt.

.....

4.4 Off-Balance Sheet Vehicles

.....

Neben ihren bilanzierten Aktivitäten sind für Banken seit den 1990er Jahren zunehmend Geschäfte wichtig geworden, die nicht in der Bilanz geführt werden (vgl. Gup und Kolari 2005, Kapitel 14). Kreditgarantien und Derivate (beispielsweise Devisen- oder Zinsswaps) können dazu eingesetzt werden, das Risiko einer Bank zu begrenzen. Sie können aber auch, besonders wenn die Bank keine genügende interne Übersicht über ihre gesamte Risikoposition hat, bedeutende zusätzliche Risiken erzeugen. Die Notwendigkeit für mehr Transparenz in diesem Bereich für die oberste Bankführung, für die Aktionäre und für die Bankenaufsicht ist heute allgemein erkannt (vgl. Bernanke 2008). Regulierung und Bankenaufsicht müssen künftig Off-Balance Sheet Vehicles viel klarer als bisher kontrollieren. So ist es angezeigt, diese Einheiten bei der Bestimmung der nötigen Kapitalausstattung zu berücksichtigen. Die Vorgabe von Standards (in der Klassifizierung und Erhebung) wird bei der Regulierung ebenso hilfreich sein wie bei der Berechnung von vorauslaufenden Indikatoren, die das systemische Risiko quantifizieren (vgl. International Monetary Fund 2009). Zum Thema der Off-Balance Sheet Vehicles soll hier abschliessend Folgendes betont werden: Es muss zwingend verhindert werden, dass die geforderten Massnahmen zur Erhöhung der Transparenz durch ausserbilanzielle Konstruktionen unterlaufen werden.

05 Grosse Banken, kleine Banken, welche Banken?

Die gegenwärtige Krise zeigt, dass Entscheidungen in einzelnen Banken zu Risiken für ganze Volkswirtschaften führen. Eindrücklich ist gewiss das Beispiel der isländischen Banken (vgl. Jackson 2008). Für die Schweiz viel näher liegt das Beispiel der UBS. Gemäss Angaben der schweizerischen Bankenaufsicht (Eidgenössische Bankenkommission 2008) erlitt die UBS im Jahr 2008 Wertberichtigungen von über 40 Mrd. US Dollar. Im Vergleich dazu musste die schweizerische Bankwirtschaft im Ganzen nach der Immobilienhaushaltse anfangs der 1990er Jahre Ausfälle von rund 50 Mrd. Franken hinnehmen (vgl. Meier 1997). Wie schon vorher ausgeführt, wäre der Ausfall einer systemrelevanten Bank für das Finanzsystem eines Landes katastrophal. Mit diesem Argument ist das Rettungspaket des Bundes für die UBS vom Oktober 2008 begründet. Ähnliche staatliche Hilfen erhalten in der gegenwärtigen Krise auch ausländische Banken. Für die Zukunft ist aber das Problem des «too big to fail» von einzelnen Banken weiter zu überdenken. Experten der Materie sehen hier verschiedene Probleme. Einerseits können Banken versuchen, durch Wachstum eine Grösse zu erreichen, bei der sie im Fall des Misserfolgs gerettet werden müssen (vgl. Stern und Feldman 2004). Andererseits sind Banker versucht, durch Wachstum zu Vorteilen gegenüber den Aktionären zu kommen (vgl. Hughes, Lang, Mester, Moon und Pagano 2003). Diese Beweggründe werden wichtig, wenn die Reorganisation angeschlagener Banken nicht dem privaten Sektor überlassen wird. Wenn existierende Institutionen und das politische Umfeld eine Neuordnung der Geschäfte nicht dem Konkursverfahren überlassen wollen, dann trägt der Staat das Risiko und die Kosten im Krisenfall.⁸ Daraus leitet sich die Frage ab, welche maximalen Rettungsaktionen ein Staat noch schultern kann. Aufgrund von Stresstests muss künftig genauer beurteilt werden, welche Limiten und Verfahren hier nötig sind. Das heisst auch, dass über eine Begrenzung der Grösse von Banken nachgedacht oder zumindest sehr grosse Banken unter ein spezielles Aufsichtsregime gestellt werden sollten. Ebenso muss weiter darüber

diskutiert werden, wie mit den Kosten künftiger staatlicher Hilfsinterventionen umgegangen wird. Heute sieht es so aus, als ob diese Kosten zu einem grossen Teil sozialisiert werden. Zwar wird verschiedentlich darauf hingewiesen, die staatlichen Rettungsaktionen könnten sich letztlich für die Bürger bezahlt machen. Obschon wir auf dieses günstige Szenario hoffen, mutet die Argumentation etwas seltsam an. Wieso sollten Steuerzahler die Risiken tragen, die private Geldgeber nicht übernehmen wollen?

Wie sieht es auf der Seite von Banken mit dem Umgang mit solchen Risiken aus? Es wäre falsch zu vermuten, angestellte Bankmanager setzten alles daran, das Risiko einer Insolvenz auszuschliessen. Die jüngere Geschichte der UBS liefert dazu interessantes Anschauungsmaterial. Der zuvor zitierte Bericht der Eidgenössischen Bankenkommission (heute Finma) zur UBS liest sich in Teilen wie ein Lehrbuch über begrenzte Rationalität und Verhaltensökonomie. So zeigen sich übertriebener Optimismus und übersteigertes Vertrauen in eigene Kontrollfähigkeiten beim Anhäufen grosser Bestände von verbrieften Krediten. Ein zu geringes Mass an Aufmerksamkeit auf wachsende Risiken ergab sich, weil kritische Managementkapazitäten in der Entwicklung neuer Absatzkanäle (Stichwort DRCM) absorbiert waren.⁹ Im Ganzen ist aber vor allem eines zu sehen: Eine Bank mit dem Ziel, unbedingt wachsen zu wollen. Die UBS hatte sich als grösstes schweizerisches Finanzinstitut etabliert und wollte zu den international grössten Banken aufschliessen. Dabei wurde die Risikobegrenzung klar dem Wachstumsprimat untergeordnet.

Für die Zukunft können Banken möglicherweise vermehrt auch aus den Erfahrungen anderer Industrien und Lebensbereiche im Umgang mit Grossrisiken lernen. Betreiber und Überwacher von Atomkraftwerken, desgleichen im Flug- und Strassenverkehr, in der Raumfahrt wie in der chemischen Industrie haben aus Fehlern und Desastern gelernt. Eine eigene Forschungsdisziplin begleitet diese Entwicklung (vgl.

Weick 1989, Reason 1990 und Marcus 1995). So zeigt sich gerade im Umgang mit Hochfahrtechnologien, wie wichtig die dauernde Suche nach organisatorischen Schwächen und eine eigentliche Sicherheitskultur zur Vermeidung kritischer Fehler sind. Risikokontrolle benötigt einen mehrschichtigen Ansatz. Es braucht zentrale Informationssysteme ebenso wie dezentrale Signale und Mechanismen. So wäre es etwa verfehlt, auf ein einziges Risikomass (oder auf wenige) hinzuwirken, welches das Topmanagement zu beachten hat. Vielmehr braucht es verschiedene Modelle und Indikatorsysteme, welche Gefahren signalisieren. Interessante Situationen ergeben sich dann, wenn ein Modell (oder System) die Bank im grünen Bereich zeigt, während das andere Warnsignale sendet. Dann ist eine Situation erreicht, die spezielle Abklärungen beispielsweise durch eine Task-Force erfordert. Neben dem zentralisierten Risikomanagement braucht es zusätzlich auch dezentrale Systeme für die verschiedenen Geschäftsbereiche. So verlässt man sich auf einem Dampfschiff auch nicht auf ein einziges Anzeigergerät, das den durchschnittlichen Druck aller Dampfkessel angibt. Nötig ist vielmehr ein Manometer auf jedem einzelnen Dampfkessel. Es wäre falsch, mehrschichtige Sicherheitssysteme für Banken mit dem Argument abzulehnen, hier würden Doppelungen und damit Ineffizienz vorgespürt. Richtig ist stattdessen, dass die verschiedenen Warnsysteme komplementär und nicht redundant sind.¹⁰ Abschliessend ist hier festzustellen, dass es in Banken nicht um die Vermeidung aller Risiken geht. Es liegt in der Natur des Wettbewerbs, dass nicht Perfektion gefordert ist. Es reicht, wenn man besser ist als die Konkurrenz.

Es gibt noch weitere Möglichkeiten, die Risiken im Banking zu begrenzen. So kann man erwägen, mehr oder weniger riskante Geschäftsfelder zu identifizieren und dann Risikobereiche zu meiden. So wird beispielsweise gefragt, welche Rolle das Investment Banking für schweizerische Grossbanken noch spielen soll. In diesem Zusammenhang wird von Bankern oft

folgendermassen argumentiert. Selbst für eine Bank, die sich vorrangig auf die Vermögensverwaltung und das Kreditgeschäft konzentriert, ist eine eigene Investmentbank wichtig. Ohne eigenes Investmentbanking, so die Begründung, fehlt der Bank wichtiges Know-How. Es ist nachvollziehbar, dass eine Bank beispielsweise bei Firmenübernahmen oder bei Emissionen von Firmenanleihen wichtige Einsichten in Unternehmungen und Industrien erhält. Andererseits muss festgestellt werden, dass mit dem Investmentbanking in guten Zeiten sehr viel Geld verdient werden kann und Bankmanager damit ihre Expansionswünsche realisieren können. Eine erzwungene Einengung der Geschäftstätigkeit von Banken auf gewisse Geschäftsfelder (wie das inländische Kreditgeschäft) würde aber den schweizerischen Finanzplatz nicht voran bringen. Selbst mit eingeeengten Geschäftsbereichen können Banken in die Krise kommen. Wichtiger als die Einschränkung auf gewisse Sparten des Banking ist daher, dass in Banken noch stärker auf Sicherheit gesetzt wird.

06 Eine krisenfeste Bankenregulierung

Als Konsequenz vergangener Banken Krisen und besonders als Folge der grossen Depression der 1930er Jahre gehört die Bankenindustrie zu den am stärksten regulierten Industrien (vgl. Santomero 2002). Zwei Anliegen sind dabei zentral. Der Schutz der Einleger und die Stabilität des Finanzsystems. Es ist Einlegern kaum möglich, die von einer Bank eingegangenen Risiken richtig zu beurteilen. Historische Erfahrungen sprechen hier eine klare Sprache. Sparern gelingt es nicht systematisch, leichtfertige Banken mit dem frühzeitigen Abzug ihrer Einlagen zu disziplinieren. Als wichtiges Standbein des Einlegerschutzes funktioniert daher die Einlagenversicherung. Sie schützt nicht nur den Einleger. Sie verhindert auch, dass es beim Ausbruch einer Krise zu einer allgemeinen Panik und zu einem massenhaften Rückzug von Einlagen aus allen Banken kommt. Mit der Einführung von Einlagenversicherungen in mittlerweile über 90 Ländern konnten die früher regelmässig auftretenden Bankenpaniken faktisch eliminiert werden. Damit ist die Einlagenversicherung ein unverzichtbarer Eckpfeiler für die Finanzmarktstabilität.

Die Einlagenversicherung reicht aber nicht aus, um die Risiken einer verallgemeinerten Bankenkrise (sogenannte systemische Risiken) hinreichend zu begrenzen.¹¹ Banken stehen durch das Zahlungssystem zueinander in Abhängigkeit. Die Insolvenz einer grossen Bank kann daher ausreichen, um weitere Banken und letztlich das ganze System zu destabilisieren. Um das zu vermeiden, sollte das Kapital einer Bank genügend gross sein, um die Verluste der Bank aufzufangen. In den letzten Jahren gab es eine Tendenz unter Banken und Regulierungsbehörden die Kapitalausstattung relativ zur Bilanzsumme zu senken. Angesichts der gegenwärtig ersichtlichen enormen volkswirtschaftlichen Risiken des Bankgeschäftes erweisen sich viele Überlegungen zum effizienteren Kapitalmanagement im Rahmen von Basel II als fehl geleitet.¹² Aus heutiger Sicht gleichen sie Massnahmen zur Verbesserung des Flugkomforts bei schönem Wetter. In Sachen Kapital-

ausstattung ist daher eine Trendwende angesagt. Banken müssen mit genügend hohen eigenen Mitteln die von ihnen ausgehende Gefahr für die Finanzmarktstabilität begrenzen. Was das Streben der Banken nach Grösse angeht, kann über Regulierungsnormen nachgedacht werden, welche den Skaleneffekten (d.h. den Vorteilen durch Grösse) im Banking entgegenwirken. Das Problem des «too big to fail» darf nicht ohne Konsequenzen bleiben. Es müssen vermehrt Methoden gesucht werden, dieses Grössen-Risiko zu internalisieren. Wenn grössere Banken beispielsweise höhere Kapitalquoten erfüllen müssen, dann gibt es weniger Rivalität um Grösse. Neben der Frage nach der notwendigen Höhe der Eigenmittel stellt sich auch die Frage, wie Kapitalerfordernisse berechnet werden sollten. Hier wird berechtigterweise vermehrt Transparenz gefordert (vgl. Hildebrand 2008). Zusätzliche Analyse und weitere Diskussionen werden aber notwendig sein, um die Vor- und Nachteile verschiedener Regeln zu bewerten. Trotz der heute bekannten Mängel von Basel II sollte der regulatorische Rahmen für Banken unbedingt in international koordinierter Weise weiterentwickelt werden. Der internationale Wettbewerb begrenzt in Sachen Regulierung sehr stark den Spielraum für unilaterale Massnahmen.

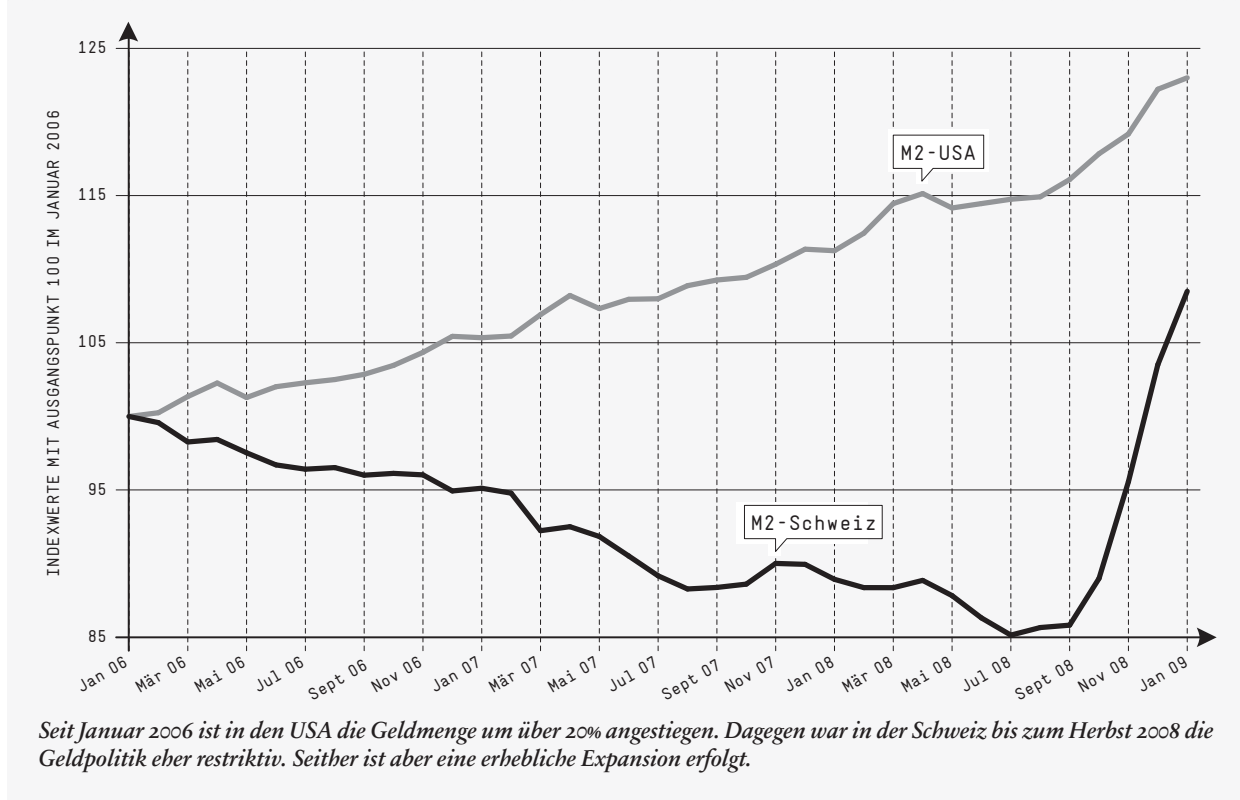
Es wäre allerdings falsch, zur Stärkung der Finanzmarktstabilität allein bei der Kapitalausstattung anzusetzen. Wichtig ist es, dass auch Massnahmen zur Sicherung der Liquidität der Banken erfolgen. Gerade Institute, welche in hohem Mass langfristige Anlagen durch kurzfristige Schulden finanzieren, sollten künftig grössere Liquiditätspuffer halten. Hier gibt es Raum sowohl für regulatorische Initiativen (Goodhart 2008) als auch für Verbesserungen in den Techniken des Liquiditätsmanagements (Lopez 2008).

07 Die Rolle der Geldpolitik

Nicht nur die gegenwärtige Finanzmarktkrise erteilt Lektionen für die politischen Akteure. Wichtige Einsichten wurden auch durch die Analyse früherer Krisen, besonders der Weltwirtschaftskrise, gewonnen. In der damaligen Wirtschaftskrise beabsichtigte die amerikanische Notenbank zwar eine monetäre Expansion. Wie Milton Friedman und Anna Schwartz (1963) dokumentiert haben, misslang dies jedoch. Infolge der grossen Zahl von Bankkonkursen und infolge von Verhaltensänderungen bei Banken und Einlegern kam es in den frühen 30er Jahren des letzten Jahrhunderts ungewollt zu einer monetären Kontraktion. Die damalige Fehlentwicklung ist auch dem internationalen Goldstandard geschuldet, der Denken und Handeln der Notenbanken bestimmte. Heutige Geldpolitiker vermeiden diese Fehler. Viele Notenbanken haben seit Beginn der Finanzmarktkrise ihre Leitzinsen sehr stark gesenkt, und wir sehen die Konsequenzen davon auch in den monetären Aggregaten.

Abbildung 2 zeigt denn auch, dass die Geldmengen (gemessen am Aggregat M2) in den USA und der Schweiz im Laufe des letzten Jahres stark angestiegen sind. Im Fall der Schweiz beendete die jüngste Expansion eine Phase eher restriktiver Geldpolitik. Die gegenwärtige monetäre Lockerung ist unbedingt angezeigt, da gerade die Flucht der Anleger in die Liquidität einen Auslöser und Verstärker der Krise darstellt. Würden Notenbanken das Finanzsystem nicht grosszügig mit Notenbankgeld versorgen, dann würden Kurse der weniger liquiden Anlagen wie Aktien noch viel dramatischer als bisher sinken. Die Nationalbank ist als Kreditgeber die letzte Instanz (der Lender of Last Resort), um Finanzmarktkrisen einzudämmen. Nur die Notenbank kann den Banken schnell genügend zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen (vgl. Humphrey 1989). Für die Zukunft muss aber bedacht werden, dass Notenbanken mit der Bereitschaft, in der Krise fast

Abb. 2: Entwicklung der Geldmenge M2 in den USA und der Schweiz



unlimitiert Liquidität zur Verfügung zu stellen, Banken tendenziell davon abhalten, selber genügend liquide Mittel zu halten (Goodhart 2008). Eine monetäre Lockerung ist heute auch zwingend, weil von der Finanzmarktkrise (gesunkene Vermögensbestände, erhöhte Risikoabneigung) starke rezessive Tendenzen ausgehen. Dem muss die Geldpolitik nach Möglichkeit entgegenhalten. Niedrigere Zinsen werden zwar gegenwärtig nicht einen Investitionsboom auslösen, aber sie sind ein bedeutender Beitrag zur Überwindung der Krise. Die Geldpolitik wird jedoch nachfrageseitig kaum den wichtigsten Beitrag zur Bekämpfung der Rezession leisten können. Zeigen sich Zeichen einer stark ansteigenden Arbeitslosigkeit, dann ist die Fiskalpolitik noch stärker gefragt.

Die gegenwärtige monetäre Expansion ist auch wichtig, weil vermieden werden muss, dass Deflation entsteht. Würde das volkswirtschaftliche Preisniveau systematisch nach unten tendieren (eine gegenwärtig nicht sehr wahrscheinliche Möglichkeit), dann würde eine Reihe zusätzlicher Effekte ausgelöst. Sie alle würden die realwirtschaftliche Krise verstärken. Die Notenbanken der Welt sind sich dieser Gefahren bewusst. Ebenso kennt man in der Geldpolitik die Probleme, die entstehen werden, wenn die Konjunktur wieder anziehen wird (vgl. Hildebrand, 2009). Dann werden Geldpolitiker die von ihnen grosszügig bereitgestellte Liquidität wieder abschöpfen müssen. Sonst kommt eine inflationäre Dynamik in Gang.

Mit der gegenwärtigen Finanzmarktkrise muss aber in Notenbanken auch die Diskussion um die Erkennung und Eindämmung spekulativer Übertreibungen wieder in Gang kommen. Bisher wehrten sich Notenbanken gegen das Ansinnen, Übertreibungen auf Märkten für Vermögensgüter (wie Aktien oder Immobilien) bei der Formulierung der Geldpolitik zu berücksichtigen. Diese Haltung unterstützten bisher auch viele universitäre Ökonomen. Ihr Hauptargument gegen eine Eindämmung von spekulativen Exzessen war der Hin-

weis, dass Übertreibungen nicht eindeutig zu identifizieren sind. Dieser Einwand, der in den späten 1990er Jahren populär war, ist jedoch nach dem Platzen der Internetblase und der Immobilienblase bedeutend geschwächt. In der Konkurrenz der Ideen und Konzepte stehen heute die Methoden zur empirischen Bestimmung von Exzessen etwa im Sinne von Robert Shiller deutlich besser da als die Konkurrenz mit der Vorstellung der durchwegs effizienten Märkte.

Auch was die Triebkräfte hinter spekulativen Blasen angeht, sollte die Geldpolitik künftig besser gewappnet sein. Am Ende der gegenwärtigen Krise werden neue Bedingungen vorherrschen. Von der Regulierung her werden neue Leitplanken existieren, und etliche Banken werden umstrukturiert aus der Krise kommen und sich erfolgreich positionieren wollen. Das sind alles Voraussetzungen, die trotz Neurungen in der Regulierung zu einem neuen Kreditzyklus führen können. Ein Drang vieler schweizerischer Banken ins scheinbar sichere inländische Hypothekengeschäft könnte so unverhofft zu einem neuen Kredit- und Immobilienboom führen. Einer solchen Entwicklung untätig zuzusehen, wäre unverzeihlich. Die Schweizerische Nationalbank muss stattdessen zeigen, dass sie ihre Politikkonzepte und Verfahren weiter entwickeln kann. Ein Ansatzpunkt hier ist die Vorstellung eines volkswirtschaftlichen Kreditziels, das die Notenbank neben anderen Indikatoren verfolgen würde (vgl. Akerlof and Shiller, 2009).

08 Abschliessende Erwägungen und Folgerungen

Skeptiker haben in den letzten Jahren häufig danach gefragt, wohin die rekordniedrige amerikanische Sparquote, die hohe Verschuldung der dortigen Haushalte und die steigende Auslandsverschuldung der USA führen. Heute kennen wir die Antwort. Diese Entwicklungen führen in die Krise. Damit sei nicht gesagt, die gegenwärtigen Verwerfungen an den Finanzmärkten hätten ihren Ursprung in der amerikanischen Konsummentalität. Wie eingangs ausgeführt, haben staatliche Förderungen für Eigenheime und viele finanzmarktseitige Faktoren die Krise mit verursacht.

Zur Überwindung der gegenwärtigen Krise werden die Geld- und Fiskalpolitik wichtige Beiträge leisten müssen. Insgesamt wird der Staat deshalb in den nächsten Jahren in seiner Leistungskraft stark gefordert sein. Zu diesem Punkt sehen sich gerade diejenigen Experten bestätigt, die nachdrücklich für ausgeglichene staatliche Budgets eintreten und Grenzen für das Wachstum der Staatsverschuldung fordern. Gerade mit Blick auf die ausserordentlichen Erfordernisse in Zeiten der Krise muss der Staat in normalen Zeiten sparsam haushalten. Wer in einer Krise schon mit einer hohen Verschuldung antreten muss, hat wenig Handlungsspielraum und verliert möglicherweise die Macht, die Geschehnisse zum Guten zu wenden.

Bei all den aktuellen Krisenzeichen sollte man bedenken, dass funktionierende Finanzmärkte von entscheidender Bedeutung für den Wohlstand sind und auch zu einer gleichmässigen Einkommensverteilung beitragen können (vgl. Rötheli 2009). Finanzmärkte sind nicht nur für hoch entwickelte Volkswirtschaften wichtig. Weltweit sind Entwicklung und Industrialisierung auf Kapital angewiesen. Auch der internationale Handel braucht ein funktionstüchtiges Kreditsystem (vgl. Eichengreen 2008). Um die internationalen Rückwirkungen nationaler Massnahmen gerade in diesem Bereich genügend zu berücksichtigen, sind international koordinierte Massnahmen wichtig.

Für die künftige Sicherung der Finanzmarktstabilität sind vielerlei Massnahmen auf der Seite der privaten und öffentlichen Akteure angezeigt. Alle diese Erwägungen sollten darauf hin geprüft werden, ob sie das wichtigste Merkmal des schweizerischen Finanzplatzes fördern. Welche Regelungen erhöhen die Sicherheit? Welche Weiterentwicklungen verringern die Risiken für inländische und ausländische Anleger? Welche Massnahmen versprechen mit Blick auf künftige Krisen, dass sich für Gläubiger und Schuldner der Entscheid zugunsten des Finanzplatzes Schweiz lohnt? Zur Beantwortung dieser Fragen müssen Wirtschaft und Politik zusammenfinden, um die historisch begründete Assoziation von Schweiz und Sicherheit weiter zu stärken. Diese Stärkung gelingt nur, wenn Bankwirtschaft und staatliche Institutionen Verfahren zum Management von Finanzmarktrisiken weiter entwickeln und aufmerksam praktizieren. Dazu seien hier die wichtigsten in diesem Text vorgeschlagenen Massnahmen thesenartig zusammengefasst:

Es braucht

- Kräfte gegen das Streben nach Grösse bei Banken. Das gelingt mit mehr Information, damit besonders Finanzanalysten und Aktionäre das Risikoprofil der Banken besser einschätzen und deren Wachstumseuphorie bremsen können. In die gleiche Richtung wirken höhere Kapitalquoten für grosse Banken im Vergleich zu kleineren Banken.
- eine Geldpolitik, die schon in der Frühphase inländischer Kreditbooms Gegensteuer gibt.
- eine Aufforderung an die schweizerischen Banken, in Sachen Sicherheitskultur Weltspitze zu werden.

Literaturverzeichnis

- Akerlof George A. and Robert J. Shiller (2009): *Animal Spirits*. Princeton University Press, Princeton.
- Bazerman, Max H. (2006): *Judgment in Managerial Decision Making*. John Wiley and Sons, New York.
- Bernanke, Ben S. (2008): *Risk Management in Financial Institutions*. Speech held at the Federal Reserve Bank of Chicago's Annual Conference on Bank Structure and Competition. Chicago, Illinois, May 15, 2008, (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20080515a.htm>).
- Buiter, Willem H. (2007): *Lessons from the 2007 Financial Crisis*. CEPR Policy Insight No. 18 (<http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight18.pdf>).
- Case, Karl E. and Robert J. Shiller (2003): *Is There a Bubble in the Housing Market?* *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2003 (2), 299-342.
- De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers and Robert J. Waldmann (1990): *Noise Trader Risk in Financial Markets*. *Journal of Political Economy*, Vol. 98 (4), 703-38.
- Eichengreen, Barry (2009): *Bad Credit History*. *Current History*, January Issue, 14-19.
- Eidgenössische Bankenkommission (2008): *Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG*, (30. September).
- Feldman, Ron, Julapa Jagtiani and Jason Schmidt (2003): *The Impact of Supervisory Disclosure on the Supervisory Process: Will Bank Supervisors be Less Likely to Downgrade Banks?* In: George G. Kaufman (Hrsg.): *Market Discipline in Banking: Theory and Evidence*, Elsevier Ltd.
- Foos, Daniel, Lars Norden and Martin Weber (2007): *Loan Growth and Riskiness of Banks*. Working Paper, Social Science Research Network, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1045001).
- Friedman, Milton (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*. In *Essays in Positive Economics*. University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, Milton und Anna Schwartz (1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, Princeton.
- Gieve, John (2008): *The Return of the Credit Cycle: Old Lessons in New Markets*. Speech held at the Euromoney Bond Investors Congress, (<http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2008/speech338.pdf>)
- Goodhart, Charles (2008): *Liquidity Risk Management*. *Financial Stability Review*, Banque de France. Special Issue on Liquidity, Vol. 11 (February), 39-44.
- Gup Benton E. und James W. Kolari (2005): *Commercial Banking: The Management of Risk*. John Wiley and Sons, New York.
- Hildebrand, Philipp M. (2008): *Is Basel II Enough? The Benefits of a Leverage Ratio*. Speech before the Financial Markets Group Lecture, London School of Economics, London.
- Hildebrand, Philipp M. (2009): *Handlungsfähigkeit der Nationalbank in der Krise*. Vortrag Executive MBA HSG, Universität St. Gallen.
- Hughes, Joseph P., William W. Lang, Loretta J. Mester, Choon-Geol Moon and Michael S. Pagano (2003): *Do Bankers Sacrifice Value to Build Empires? Managerial Incentives, Industry Consolidation, and Financial Performance*. *Journal of Banking and Finance* 27 (3), 417-447.
- Humphrey, Thomas H. (1989): *The Lender of Last Resort: The Concept in History*. *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review* (March/April), 8-16.
- International Monetary Fund (2009): *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*. Prepared by the Monetary and Capital Markets Department (<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020409.pdf>).
- Jackson, James K. (2008): *Iceland's Financial Crisis*. Congressional Research Report for Congress, November 20, 2008, (<http://digital.library.unt.edu/govdocs/crs/permalink/meta-crs-10825:1>).
- Jiménez, Gabriel and Jesús Saurina (2006): *Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation*. *International Journal of Central Banking*, Vol. 2 (2), 65-98.

- John, Teresa A. and Kose John (1993): Top-Management Compensation and Capital Structure. *Journal of Finance*, Vol. 48 (3), Papers and Proceedings of the Fifty-Third Annual Meeting of the American Finance Association, 949-974.
- Kindleberger, Charles P. (1978): *Maniacs, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, John Wiley and Sons, New York.
- Koriat, Asher, Sarah Lichtenstein und Baruch Fischhoff (1980): Reasons for Confidence. *Journal of Experimental Psychology; Human Learning and Memory*, Vol. 6 (2), 107-117.
- Kroszner, Randall S. (2008): Strategic Risk Management in an Interconnected World. Speech held at the Risk Management Association Annual Risk Management Conference, Baltimore, Maryland (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20081020a.htm>).
- Laffont Jean-Jacques and David Martimort (2001): *The Theory of Incentives: The Principal-Agent Model*. Princeton University Press, Princeton.
- Lindsey, Lawrence B. (2007): Fear and Greed: Why the American Housing Credit Crisis is Worse than You Think. *The International Economy*, Vol. 21 (2), 22-55 und 68-73.
- Lopez, Jose A. (2008): What Is Liquidity Risk? FRBSF Economic Letter. Vol. 33 (October), 1-3.
- Marcus, Alfred (1995): Managing with Danger: An Introduction. *Industrial & Environmental Crisis Quarterly*, Vol. 9 (2), 139-151.
- Meier, Christian (1997): *Lehren aus Verlusten im Kreditgeschäft Schweiz*. Verlag Paul Haupt, Bern und Stuttgart.
- Nisbett Richard E. und Lee Ross (1980): *Human Inference: Strategies and Shortcomings of Social Judgment*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Petrou, Karen S. (2008): Keep It Simple, Smarty: Optimal Bank Regulation in a Tumultuous Time. Annual Accounting and Auditing Conference, Federal Deposit Insurance Corporation, Virginia.
- Rajan, Raghuram G. (1994): Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109 (2), 399-441.
- Reason, James (1990): *Human Error*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Rötheli, Tobias F. (2001): Competition, Herd Behaviour, and Credit Cycles: Evidence From Major Swiss Banks. *Journal of Economics and Business*, Vol. 53 (6), 585-592.
- Rötheli, Tobias F. (2007): *Expectations, Rationality and Economic Performance: Models and Experiments*. Edward Elgar, Cheltenham.
- Rötheli, Tobias F. (2009): *The Kuznets Curve and Capital Markets: A Tale of a Hydraulic Society*. Working Paper, Social Science Research Network, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1345001).
- Santomero, Anthony M. (2002): Does Bank Regulation Help Bank Customers? *Business Review*, Q2, 1-6.
- Shiller, Robert J. (1993): *Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks*. Oxford University Press, Oxford.
- Shiller, Robert J. (2008): *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to do About it*. Princeton University Press, Princeton.
- Silvia, John (2007): Subprime Lending as Classic Credit Cycle. Wachovia Economics Group, Special Commentary, April 11, 1-3.
- Stern, Gary H. and Ron J. Feldman (2004): *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*. Brookings Institution Press, Washington, D. C.
- Taylor, John B. (2009): *The Financial Crises and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong*. Working Paper 14631, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Weick, Karl E. (1989): Mental Models of High Reliability Systems. *Industrial Crisis Quarterly*, Vol. 3 (2), 127-142.
- Zingales, Luigi (2008): Plan B. *The Economists' Voice*, Vol. 5 (6), 1-5.

Endnoten

- I 1 Schuldner haften bei diesen Kreditverträgen mit extrem niedriger Eigenkapitalbeteiligung typischerweise auch nicht mit anderen Vermögenswerten oder ihrem Einkommen für ihre Hypothekarschuld.
- 2 Vermögenswerte sind im Verlauf der Krise auch geschrumpft, weil die kurz- und mittelfristigen Wachstumsaussichten massiv nach unten korrigiert wurden.
- 3 Die Taylor Regel besagt, dass die Federal Funds Rate so zu setzen sei, dass dieser Zins mit der Abweichung des Bruttoinlandprodukts vom Trend und mit der Abweichung der Inflation von ihrem Zielwert variiert werden soll. So tragen zunehmende (abnehmende) Inflation und zunehmendes (abnehmendes) Wachstum zu einer Zinserhöhung (Zinssenkung) bei. Quantitativ funktioniert die Regel so, dass der kurzfristige Realzins bei steigender Inflation steigt und bei schwächer werdender Konjunktur sinkt.
- 4 Max Bazerman (2006) spricht bei solchem Verhalten von Wettbewerbern vom Paradigma der kompetitiven Eskalation.
- 5 Unter Marktkräften verstehe ich hier die Wirkung von privaten Käufen und Verkäufen auf Preise, Mengen und Beschäftigung.
- 6 Ein nicht triviales Problem besteht gewiss darin, dass Banken selber zu den bedeutendsten Vermögensverwaltern gehören. In dieser Funktion stehen sie in einem Interessenskonflikt, wenn es um die Einschätzung gerade der eigenen Bank geht. Hier sollte beispielsweise die Finanzpresse eine Kontrollfunktion übernehmen und mögliche Missbräuche aufdecken. Fehlverhalten einer Bank könnte dann mit einem Reputationsverlust geahndet werden.
- 7 Es ist fraglich, ob das neue Kompensationsmodell der UBS, wie es im Februar 2009 angekündigt wurde, schon ein bedeutender Schritt in diese Richtung ist.
- 8 Auch hier ist das letzte Wort nicht gesprochen. Zumindest im Fall der Krise einer einzelnen Bank (und nicht des ganzen internationalen Bankensystems), sollten die rechtlichen Rahmenbedingungen auf eine privatwirtschaftliche Reorganisation der Unternehmensteile orientiert sein. Privates Risikokapital kombiniert mit neuen Managementkompetenzen sollte darüber entscheiden (und ggf. daran partizipieren), was mit den Ressourcen einer Unternehmung weiter geschieht.
- 9 Zu den psychologischen Hintergründen siehe Koriat, Lichtenstein und Fischhoff (1980), Nisbett und Ross (1980) und Reason (1990).
- 10 Auch Redundanz (man denke an den zweiten Bordcomputer) ist übrigens im Risikomanagement nicht abwegig. Ein Beispiel komplementärer Methoden, wenn auch nicht im engeren Sinn dieser Ausführungen, sieht man in Zentralbanken. Dort erarbeiten Teams aufgrund unterschiedlicher Modelle Inflationsprognosen. Die verschiedenen Prognosen werden dann verglichen, und mögliche Szenarien werden weitergeleitet.
- II 11 Dieses Problem wird leider durch die Einlagenversicherung sogar noch verstärkt. Ohne Einlagenversicherung müssten Banken wohl höhere Einlegerzinsen (d.h. eine Risikoprämie) zahlen, was ihren Risikoappetit zügeln würde. Dem Mangel der Einlagenversicherung, dass sie zu erhöhter Risikoübernahme verleitet, könnte mit einer nach Risiko abgestuften Versicherungsprämie entgegengewirkt werden. Eine solche risikogerechte Tarifgestaltung der Einlagenversicherung ist schon lange in der Diskussion und sollte endlich umgesetzt werden.
- 12 Neben der zu starken Gewichtung von Effizienzaspekten über Stabilisierungsaspekte sind weitere Probleme der bisherigen Praxis von Basel II bekannt (vgl. Buitert 2007). Dazu gehören verschiedene Wirkungskanäle, welche diese Kapitalregeln prozyklisch machen und das bisherige Vorgehen, wonach Banken im Wesentlichen mit eigenen Risikomodellen die notwendige Höhe ihrer Kapitalausstattung errechnen dürfen.

Avenir Suisse (Mission Statement)

Als unabhängiger Think Tank engagiert sich Avenir Suisse für die gesellschafts- und wirtschaftspolitische Entwicklung der Schweiz. Avenir Suisse vertritt eine marktwirtschaftliche Position und orientiert sich an einem liberalen Welt- und Gesellschaftsbild. Avenir Suisse bezieht weder für noch gegen eine politische Partei Stellung. Avenir Suisse ist offen gegenüber allen Kräften, die Zukunftsfragen konstruktiv mitgestalten.