

Interview zur Finanzkrise mit Prof. Dr. Manuel Ammann

payoff sprach mit Prof. Dr. Manuel Ammann, Ordinarius für Finance an der Universität St.Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen.

Sehr geehrter Herr Prof. Dr. Ammann, die Finanzkrise erreichte zu Beginn des Oktobers einen Höhepunkt. Innerhalb von wenigen Tagen verlor der SMI rund 20 Prozent an Wert. Momentan scheint eine leichte Erholung eingesetzt zu haben. Wurde die Talsohle bereits erreicht, oder sind weitere Tiefstkurse zu erwarten? Wie lange wird uns die Finanzkrise noch beschäftigen?

Ich denke, dass uns die Finanzkrise sicher noch eine Zeitlang beschäftigen wird. Insbesondere deshalb, weil umfangreiche staatliche Rettungspakete geschnürt wurden, deren Auswirkungen uns noch über Jahre begleiten werden. Ich gehe aber davon aus, dass die unmittelbare Bedrohung durch einen totalen Zusammenbruch des internationalen Bankensystems gebannt ist. Das heisst aber nicht, dass die Aktienkurse nicht sinken könnten.

Die gegenwärtige Finanzkrise hält die Welt in Atem. Was waren die Hauptursachen, die zu dieser prekären Situation geführt haben?

Einer der Hauptgründe für die Finanzkrise war die Unterkapitalisierung des Bankensystems. Die Banken sind mit sehr wenigen Eigenmitteln in die Krise hineingeschlittert, was das Vertrauen erschütterte und dafür verantwortlich war, dass sich die Krise überhaupt so stark ausbreiten konnte. Der Auslöser war – wie so oft bei Banken Krisen – ein Immobilienmarkt, in diesem Fall der amerikanische. Die Leute beginnen nach längeren Zeiten von steigenden Immobilienpreisen die Risiken zu vernachlässigen. Dies konnte man auch schon in den achtziger Jahren in der Schweiz und in Japan beobachten. Nun ist es in den USA und in England passiert. Es zeigt sich einmal mehr, dass ein grosser Teil der Banken-Risiken im Immo-

biliensektor stecken. Da die Volatilität nicht so deutlich sichtbar ist wie bei Aktien, werden die Risiken von Immobilien oft unterschätzt.

Durch massive staatliche Rettungspakete wird versucht, der Finanzkrise Einhalt zu gebieten. Einerseits beteiligen sich die Staaten direkt am Eigenkapital der Banken, andererseits werden Garantieleistungen versprochen. Wie beurteilen Sie diese Vorgehensweise aus ökonomischer Sicht? Welche Schritte der Regierungen sind aus Ihrer Sicht am zweckmässigsten?

Auf Grund der akuten Gefahr für das ganze Finanzsystem war das Eingreifen der Staaten ein notwendiges Übel. Es stellt sich aber die Frage, welches das beste Vorgehen ist. Den ersten Vorschlag aus den USA, allen Banken problematische Hypothekarprodukte abzukufen, betrachtete ich als wenig tauglich. Erstens gibt es schwierige Pricing-Probleme. Zweitens kauft man sehr vielen Banken Kredite ab, welche nie in Schwierigkeiten gekommen wären. Es handelt sich also um keine effektive Nutzung des zur Verfügung stehenden Kapitals. Besser ist das Vorgehen, welches England gewählt hat und mittlerweile auch von der EU, der Schweiz und sogar von den USA übernommen wurde. Dabei hilft man den Banken in Schwierigkeiten direkt mit Eigenkapitalspritzen. Die umgesetzten Rettungsaktionen hatten allerdings oft einen Schönheitsfehler: die Aktionäre wurden zu wenig in die Pflicht genommen. Es setzt falsche Anreize, wenn die Aktionäre durch den Steuerzahler gerettet werden. Dass man in einigen Ländern die Banken fast nötigt, Staatsgeld anzunehmen, um die negative Signalwirkung der Staatshilfe zu vermeiden, halte ich für übertrieben.

Die ebenfalls eingesetzten flächendeckenden

Garantien für Interbankengeschäfte und Sparanlagen setzen gravierende Fehlanreize. Die Sparer und Banken müssen gar nicht mehr darauf achten, wem und zu welchen Konditionen sie Geld geben. Der Credit Spread wird irrelevant, weil ja alles unter Staatsgarantie steht. Dies führt zu einer suboptimalen Kapitalallokation, welche diejenigen Banken bestraft, die eine konservative Risikopolitik verfolgt haben. Ein weiteres Problem bei den Garantien ist die Frage, wann diese wieder zurückgezogen werden und wie glaubwürdig ein solcher Rückzug ist. Die Marktteilnehmer werden natürlich erwarten, dass der Staat auch bei der nächsten Krise alles garantiert. Die durch die Rettungsaktionen entstandenen Fehlanreize und Marktverzerrungen sollten nicht unterschätzt werden.

Besteht durch den aktuellen Versuch, die bisherige Kreditausweitung fortzusetzen, nicht die Gefahr, dass es zu Inflation, Turbulenzen an den Devisenmärkten und zu einem Zusammenbruch des Obligationenmarktes kommen könnte? Wie hoch schätzen Sie das Risiko für ein solches Szenario ein?

Die staatlichen Rettungspakete sind Wanderungen auf einem sehr schmalen Grat. Die Gefahr der Überreaktion besteht sehr wohl. Die Immobilien- und Kreditblase, bei welcher man eigentlich die Luft herauslassen sollte, könnte erneut aufgeblasen werden. Bei so vielen Zinssenkungen, Liquiditätsspritzen, Konjunkturprogrammen, usw. kommt es mir manchmal so vor, als würde man einem Drogensüchtigen, der wegen einem Entzug in schlechter Verfassung ist, wieder Drogen verabreichen. Temporär wirkt das wunderbar, nur werden die Probleme einfach in die Zukunft verschoben.

Betrachtet man die Geldbeträge, welche ins System gepumpt werden, und die schlechten Sicherheiten, welche die Notenbanken dafür erhalten, dann sind die Risiken offensichtlich. Geldentwertung oder eine neue Asset Inflation sind mögliche Folgen. Die Entwicklung der Staatsverschuldungen ist ebenfalls besorgniserregend. Letztlich braucht das Finanzsystem eben einen Strukturwandel, nicht Strukturhaltung mit Staatsgeld.

Deutschland wollte zuerst für eine Billion Schweizer Franken Garantien sprechen. Wäre Deutschland überhaupt in der Lage, für einen solchen Betrag gerade zu stehen?

Nein, das Land wäre nicht in der Lage, einen solch hohen Betrag zu garantieren. Man sollte davon absehen, Garantien auszusprechen, welche man nicht leisten kann. Das schürt die Verunsicherung eher, als dass es sie reduziert. Der konkretisierte Plan hat die ersten Versprechungen deshalb auch korrigiert, auch wenn er immer noch eine beachtliche Grösse aufweist.

Was bevorzugen Sie bei der Eigenkapitalbeteiligung der einzelnen Staaten: Soll der Staat Aktien mit oder ohne Stimmrecht kaufen?

Ich finde es grundsätzlich richtig, wenn sich der Staat nicht in die Geschäftspolitik einmischet. Einige Rettungspakete machen ja den Banken die Auflage, die Kreditvergabe zu intensivieren. Eine solche Einflussnahme ist gefährlich. Andererseits finde ich es wichtig, dass der Staat Vorgaben machen kann, um die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der Staatsgelder zu maximieren. Ich finde es erstaunlich, dass Staaten Banken mit Milliardenbeträgen retten, ohne zumindest die Dividendenzahlungen an die Aktionäre dieser Banken zu unterbinden.

Die Schweiz musste nun bei der UBS Geld einschiessen. Wie schätzen Sie die langfristigen Konsequenzen für den Bundesstaat Schweiz sowie den Bankenplatz ein?

Es ist sehr bedauerlich, dass diese Aktion notwendig wurde. Es wäre zweifellos ein Zeichen der Stärke gewesen, wenn der Schweizer Finanzplatz ohne Staatshilfen über die Runde gekommen wäre. Dieser Reputationsgewinn fällt nun weg. Ich bin aber überzeugt, dass sich die Schweiz und der Bankenplatz von die-

sem Schock wieder erholen, da die Schweiz ja kein Einzelfall ist. Trotzdem muss sich die Schweiz ernsthaft überlegen, wie sie das Grossbanken-Klumpenrisiko in Zukunft reduzieren oder zumindest besser in den Griff bekommen kann.

Wie werden die UBS und die CS Ihrer Meinung nach aus der Krise hervorgehen?

Die weitere Entwicklung der Grossbanken hängt vor allem vom Kundenvertrauen ab. Gelingt es, dieses zurückzugewinnen, kann man optimistisch sein. Voraussetzung für eine positive Entwicklung ist natürlich, dass von den Grossbanken keine weiteren Hiobsbotschaften mehr kommen. Diese würden sie nicht mehr gut vertragen.

Eine Ursache der Finanzkrise ist mit den aktuellen staatlichen Massnahmen noch nicht beseitigt, der unregulierte CDS-Markt. Wie ist das «Damoklesschwert» CDS (Credit Default Swaps) Ihrer Meinung nach in den Griff zu kriegen?

Man sollte versuchen, einen zentralisierten CDS-Markt zu schaffen. Ein CDS ist ein innovatives Finanzinstrument. Wie viele innovative Instrumente entwickelten sich die CDS zuerst OTC (Over the Counter). Mit der Zeit erreichte der Markt dann einen gewissen Reifegrad. Man hat nun gesehen, was passieren kann, wenn solch immense Transaktionen auf OTC-Basis ablaufen. Oftmals handelt es sich dabei um standardisierte Kontrakte, die eine Zentralisierung des Marktes erlauben würden. Diese würde eine viel höhere Markt-Transparenz ermöglichen.

Im Schweizer Markt für Strukturierte Produkte wird ein Grossteil der Transaktionen OTC abgewickelt. Würden Sie auch hier einen Transfer auf eine Börsenplattform wie z.B. die Scoach befürworten?

Man kann den Handel nur dann zentralisieren, wenn es um einigermaßen standardisierte Produkte geht. Alles andere ist schwierig, weil sonst die Liquidität fehlt und die Unübersichtlichkeit der Produktarten zu gross wird. Bei den Strukturierten Produkten ist die Standardisierung eher tief. Ich sehe deshalb grössere Schwierigkeiten als beim CDS-Markt. Trotzdem sollte die Idee auch in diesem Markt weiter verfolgt werden, denn je grösser der Marktanteil des zentralisierten Handels, desto höher ist tendenziell die Transparenz.



Manuel Ammann ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St.Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. An der Universität St.Gallen leitet er u.a. das Masterprogramm für Banken und Finanzen und das Ph.D. Programm in Finance. Manuel Ammann war u.a. Gastprofessor an der New York University und Assistenzprofessor an der University of California in Berkeley und ist Herausgeber der Fachzeitschrift «Financial Markets and Portfolio Management». Seine Forschungsgebiete sind Finanzmärkte, derivative Instrumente und Asset Management. Er hat zudem verschiedentlich Banken, institutionelle Investoren, Industrieunternehmen und staatliche Organe in Finanzfragen beraten und ist Gründer und Präsident des Verwaltungsrats der Algotin AG, St.Gallen.

Island ist bankrott, auch Ungarn und weitere Staaten aus Osteuropa haben enorme Probleme. Muss mit Insolvenzen von Staaten gerechnet werden oder wird der IWF jeweils in die Bresche springen?

Ich denke nicht, dass der Fall Island auf die restlichen europäischen Staaten übertragen werden kann. Ich gehe davon aus, dass der Internationale Währungsfonds wie bei Ungarn in die Bresche springen wird. Tendenziell ist es so, dass in einer derartigen Krise diejenigen Volkswirtschaften am meisten leiden, die am stärksten exponiert sind und am wenigsten Reserven haben. Hier ziehen die Investoren ihre Mittel schnell zurück, was die Situation dieser Länder noch verschlimmert. Emerging Markets werden deshalb von einer internationalen Finanzkrise in der Regel besonders stark getroffen.

Herzlichen Dank für das Interview