14. ZERMATTER SYMPOSIUM

23.–26. AUGUST 2009 / ZERMATT

Finanzmarktkrise: zwei Jahre danach

avenir suisse 100
think tank for economic and social issues

UNIVERSITÄT LEIPZIG

Impressum:
Programm: Boris Zürcher
Redaktion:
Markus Schär (Leitung)
Alois Bischofberger
Stefan Kyora
Rudolf Walser
Foto: Sam Britz, britzphotography.com
Korrektorat: Adrian Tschirky
Realisation: Jörg Naumann

©2009 Avenir Suisse
www.avenir-suisse.ch
Alle Rechte vorbehalten

Inhaltsübersicht

Vorwort 4

01 **Standortbestimmung** 6
Tobias Straumann: Eine dritte grosse Depression? 6
Beatrice Weder di Mauro: Was ist dieses Licht am Ende des Tunnels? 7
Thomas Helbling: Die Rolle des IWF in der Krise 8
Jürgen Stark: Globale Wirtschaft und Finanzsystem nach der Krise 10

02 **Bankenkrise** 12
Robert U. Vogler: Swiss Banking – ein Erfolgsmodell auf dem Prüfstand 12
Werner Rutsch: Schweizer Erfolgsrezept in der Amerikanisierungsfalle? 13
Klaus Wellershoff: Die Finanzkrise aus der Sicht eines Business-Ökonomen 15
Tobias Rötheli: Kreditzyklen – Ursachen und Antworten der Politik 16
Thorsten Weinelt: Ausblick auf die Finanzmärkte 18

03 **Staatsinterventionen** 20
Peter Kugler: Die Rolle des Staates und der Zentralbank in Finanzmarktkrisen 20
Peter Siegenthaler: Der Staat – Retter in der Not oder Retter in Not? 21
Jan Kvarnström: Das Bad-Bank-Modell 22
Tim Congdon: Kapitalismus unter Beschuss 24
Jan-Egbert Sturm: Die Auswirkungen von Krisen auf die Wirtschaftsfreiheit 25

04 **Regulierungsfragen** 27
Hans Caspar von der Crone: Thesen zur Finanzmarktregulierung 27
Eugen Haltiner: Regulierung im Widerstreit der Meinungen 28
Hans-Helmut Kotz: Finanzmarktkrise – Regulatorische Herausforderungen 29
Philipp Hildebrand: Lehren aus der Krise für die globale Finanzmarktinfrastruktur 30
Michael Reiterer: Die Antwort der EU auf die Krise 32

05 **Ausblick** 33
Joachim Starbatty: Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft nach der Krise 33
Harold James: Die Finanzkrise und die Zukunft der Globalisierung 34
Felix Salmon: Into a World of Risk 36

Referenten 38
Literaturangaben 39
Teilnehmerfoto 41

Vorwort

Im August 2009 war es fast auf den Monat zwei Jahre her, dass sich erste Anzeichen höchster Verspannungen auf den internationalen Geld- und Kapitalmärkten bemerkbar machten. Die US-Investmentbank Bear Stearns musste im Juni 2007 zwei Hedge Funds liquidieren, und zwei Monate später schloss die französische Bank BNP Paribas drei Fonds, die hauptsächlich in amerikanischen Subprime-Hypotheken investiert waren. Während viele Banker in den Sommerferien weilten, sah sich die Europäische Zentralbank am 9. August 2007 zu einer in dieser Grössenordnung nie zuvor gesehenen Intervention veranlasst: Innerhalb eines Tages pumpte sie 95 Milliarden Euro in den Interbankenmarkt. In einer koordinierten Aktion zogen die amerikanische Federal Reserve, die Bank of England, die Bank of Japan und weitere Zentralbanken, darunter auch die Schweizerische Nationalbank, tags darauf nach und versuchten damit den Geldmarkt zu stabilisieren. Bereits ein paar Wochen später – etwa zur gleichen Zeit als das 13. Zermatter Symposium zum Thema «Staaten in der Schuldenfalle» stattfand – hatte sich die Situation scheinbar wieder beruhigt. Kaum jemand dachte wohl damals, dass diese ersten Zeichen von zunehmenden Störungen der Geld- und Kapitalmärkte sich innerhalb eines Jahres zu einer Finanzmarktkrise auswachsen würden, die das weltweite Finanzsystem an den Rand des Abgrundes treiben sollten. Erst am 15. September 2008, mit dem Konkurs der viertgrössten US-Investmentbank Lehman Brothers, erreichte die Finanzmarktkrise ihren zweifelhaften Höhepunkt. Der Rest ist mittlerweile Geschichte. Ab Herbst 2008 schlug die Finanzmarktkrise rasch in die Realwirtschaft durch, der internationale Handel brach ein, und viele Staaten sahen sich in der Folge genötigt, kreditfinanzierte Konjunkturpakete zu schnüren, die alle bisher bekannten Dimensionen sprengen.

Am 14. Zermatter Symposium vom 23. bis 26. August 2009, gemeinsam durchgeführt von Avenir Suisse und der Leipziger Wirtschaftspolitischen Gesellschaft unter der Leitung von Prof. Dr. Rolf Hasse sowie in Verbindung mit der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft (ASM) und der Hanns Martin Schleyer-Stiftung, dachten die Teilnehmenden in Referaten, Kaminfeuergesprächen und Diskussionen über Hintergründe, Ursachen und Folgen der Finanzmarktkrise nach, die sich zwischenzeitlich zu einer weltumspannenden Wirtschaftskrise ausgeweitet hat.

Bei allen – meist nur vordergründigen – Differenzen und Nuancen in den Positionen der hochkarätigen Referentinnen und Referenten kristallisierte sich dabei eine wichtige Gemeinsamkeit in der Einschätzung der gegenwärtigen Situation heraus: Nach all den Geschehnissen der vergangenen zwei Jahre dürfen wir nicht einfach zum «business as usual» zurückkehren. Vielmehr drängt sich eine minutiöse Aufarbeitung der Ursachen und Hintergründe der Krise auf. Und wir müssen vor allem die richtigen Lehren aus der Krise ziehen und in entsprechende regulatorische Massnahmen umsetzen. Allerdings ist das «Window of Opportunity» dafür sehr eng. Mit der Rückkehr vieler Banken in die Gewinnzone und mit der allmählichen Normalisierung an den Finanzmärkten lasse der Reformdruck schnell nach, meinten viele Teilnehmende. Nach dem Motto «Don't let a good crisis go waste» müsse daher die Zeit nach der Krise wirkungsvoll genutzt werden, um Reformen bei den Finanzintermediären und am Finanzsystem anzupacken.

Damit die gehaltvollen Referate des diesjährigen Zermatter Symposiums auch ein weiteres Publikum erreichen, werden hier Zusammenfassungen vorgestellt. Diese beruhen auf den mündlichen Ausführungen und Präsentationen der Referentinnen und Referenten. Die Zusammenfassungen erarbeitete ein Team mit Alois Bischofberger, Rudolf Walser und Stefan Kyora unter der Leitung von Markus Schär; dieser verfasste den vorliegenden Text. Ihm wie auch den Berichterstattern sei an dieser Stelle für ihre Arbeit ge-

dankt. Die Referentinnen und Referenten tragen für allfällige Fehler oder Fehlinterpretationen keine Verantwortung. Wir danken ihnen jedoch ausdrücklich für die Einwilligung, ihre Referate und Präsentationen als Grundlage dieser Zusammenfassung verwenden zu dürfen.

Die unverwechselbare Atmosphäre und Anziehungskraft des Zermatter Symposiums könnte natürlich nicht zustande kommen, wenn die Voraussetzungen dafür vor Ort selbst nicht so verständnisvoll entgegenkommend geschaffen worden wären. Es ist daher dem Präsidenten der Munizipalgemeinde Zermatt, Christoph Bürgin, sowie dem Präsidenten der Burgergemeinde Zermatt, Andreas Biner, herzlich für ihre Hilfsbereitschaft zu danken. Ein weiterer Dank geht an die Direktion des Hotels Zermatterhof und der Tagungsstätten auf den Höhen rund um Zermatt. Gedankt sei auch Prof. Dr. Rolf Hasse und seiner Gattin Christa für die sehr angenehme und zuvorkommende Zusammenarbeit bei der Vorbereitung der Tagung. Schliesslich stand mit Ladina Schauer von Avenir Suisse eine äusserst kompetente Tagungsorganisatorin zur Verfügung, die auch die ausgefallensten logistischen Herausforderungen stets mit grösster Leichtigkeit bewältigte. Ihr gebührt hier ein ganz besonderer Dank.

Boris Zürcher, Avenir Suisse
September 2009

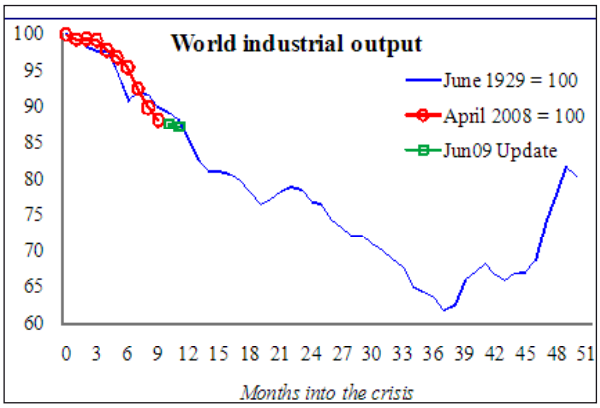
01 Standortbestimmung

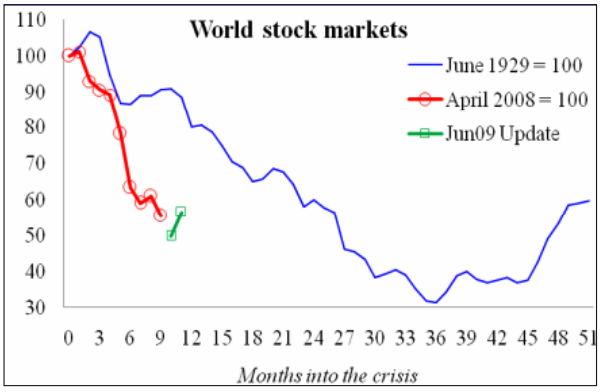
«Was ist dieses Licht am Ende des Tunnels?», fragte Professorin Beatrice Weder di Mauro: Sehen wir den wieder anbrechenden Tag – oder einen entgegenkommenden Zug? Wer die Frage beantworten will, wie sich die Weltwirtschaft entwickelt, muss ihren gegenwärtigen Absturz verstehen und mit früheren Einbrüchen vergleichen. Was haben die Regierungen, die Zentralbanken und auch die internationalen Institutionen aus der Geschichte gelernt? Und wie kommt die Weltwirtschaft nach den massiven Interventionen der Staaten in der Geld- und der Haushaltspolitik zurück auf einen ruhigen Wachstumspfad?

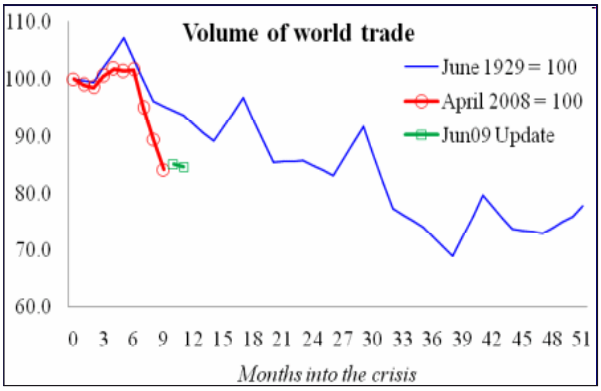
«Wiederholt sich die Geschichte?», fragte der Wirtschaftshistoriker **Tobias Straumann**, der als Privatdozent an der Universität Zürich lehrt. Wie erschreckend die Finanzkrise dem Anfang der Grossen Depression gleicht, zeigte er mit den berühmten Charts von Barry Eichengreen und Kevin O'Rourke aus ihrem Artikel «A Tale of Two Depressions», den sie im Frühling 2009 veröffentlichten. «Die Leute waren davon schockiert», wusste Straumann. «Als die Autoren ihre Charts auf das Internet stellten, brach der Server zusammen.» Wie die Grafiken zeigen, stürzten der Handel und die Börsen diesmal in den ersten zwölf Monaten der Krise noch weit stärker ab als damals: Die Aktienmärkte der Welt verloren seit dem Höchst vom April 2008 rund 45 Prozent, 1929/30 aber nur 10 Prozent – den Tiefpunkt erreichten die Börsen damals weitere zwei Jahre später bei einem Drittel des Höchst vom Juni 1929. Genau gleich wie in der Depression bröckelte aber die Produktion ab, auf 85 Prozent des Standes vor einem Jahr. Lediglich die Arbeitslosigkeit lässt sich heute (noch) nicht mit den damaligen Zahlen vergleichen.

Als zweite Parallele bietet sich die grosse Depression der 1870er Jahre an. Damals lösten der Einbruch zahlreicher Finanzmärkte und der Wechsel vom Freihandel zu Schutzzöllen in den meisten Staaten ein Konjunkturtief der Weltwirtschaft aus, das von 1873 bis 1878 andauerte. Allerdings handelte es sich dabei eher um eine Preis- als um eine Produktionskrise, weshalb diese Periode auch als grosse Deflation in die Geschichte eingegangen ist.

«Gewisse Parallelen zu diesen beiden Depressionen sind nicht zu leugnen», stellte der Historiker fest.







Quelle aller Grafiken auf dieser Seite: Eichengreen and O'Rourke (2009)

Aber er erkannte auch grundlegende Unterschiede im Krisenmanagement: «Es stimmt nicht, dass es dabei keinen Fortschritt gab – es ist unglaublich, wie viel wir aus der Geschichte gelernt haben.» Nach Peter A. Gourevitch (»Politics in Hard Times: Comparative Responses To International Economic Crises», 1986) stehen einem Staat weiterhin fünf Handlungsoptionen zur Verfügung: klassischer Liberalismus oder «neoclassical option»; Verstaatlichung und Planung; Protektionismus; Nachfragestimulierung; Merkantilismus im Sinn von Industriepolitik. Es gibt jedoch im Vergleich zu früher wesentliche Unterschiede, aufgrund des veränderten Produktionsprofils der Volkswirtschaften, des breiteren Spektrums der Interessengruppen, der stabileren Staatsstrukturen, der ökonomischen Ideologie und des internationalen Systems. Diese Unterschiede führen auch zu anderen Reaktionsmustern in der Wirtschaftspolitik. So konnten zum Beispiel die ostelbischen Junker im Deutschen Reich in den 1870er Jahren die Einführung von Schutzzöllen durchpeitschen, weil es kaum politische Gegenkräfte gab. Heute ist das internationale System – trotz scharfem Standortwettbewerb – nicht nur friedlicher als im 19. und im 20. Jahrhundert, sondern auch ökonomisch und finanziell weit stärker verflochten. Dies zwingt die Staatengemeinschaft zur globalen Zusammenarbeit.

«Es gibt heute zum kapitalistischen Wirtschaftssystem mit offenen Grenzen kaum eine Alternative», meinte Straumann deshalb. «Die Bevölkerung weiss, dass sie sich mit protektionistischen Massnahmen letztlich ins eigene Fleisch schneidet.» Zudem bleiben die Erfahrungen mit Planwirtschaften im ehemaligen Ostblock in schlechter Erinnerung. Deshalb zeigte sich Straumann relativ zuversichtlich; er teilte die Meinung von Financial-Times-Kommentator Martin Wolf, «that the crisis is a moment, but not a defining one». Wenn sich die Weltwirtschaft nur langsam und schwach erhole, schliesse er politische Spannungen mit tief greifenden gesellschaftlichen Umwälzungen nicht völlig aus, stellte der Historiker fest. Aber einen Wendepunkt bedeute die Krise nicht: «Capitalism is dead, long live Capitalism».

Schwere Zeiten stehen noch bevor

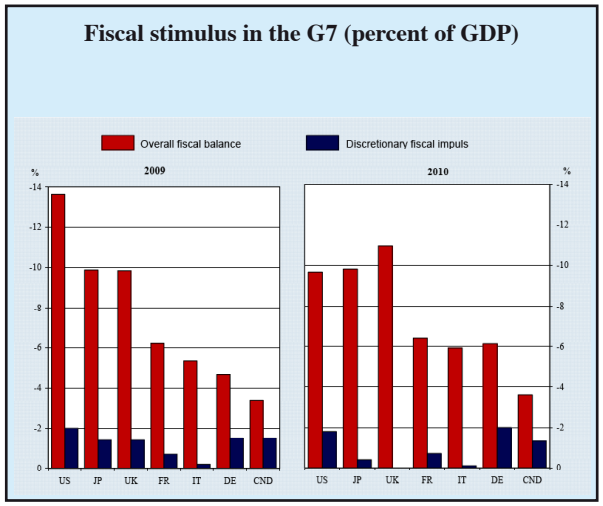
Skeptischer gab sich **Beatrice Weder di Mauro**, die als Ökonomie-Professorin an der Universität Mainz lehrt und als Wirtschaftsweise im deutschen Sachverständigenrat sitzt. Zwar glauben viele an das Ende des Tunnels: Die massiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen der Staaten scheinen zu wirken, wie die schwindenden Kreditspreads oder die nach oben drehenden Konjunkturerwartungen zeigen. Aber andere fürchten einen entgegenkommenden Zug: «Wir haben die wirklichen Kosten der Krise noch gar nicht zu spüren bekommen», warnte Weder. Schwere Zeiten stünden gerade auch Deutschland und der Schweiz noch bevor, wenn die Zahlen der Arbeitslosen und der Firmenzusammenbrüche hochschnellen. Schliesslich zeigten die Charts von Eichengreen und O'Rourke, auf die sich auch Weder stützte, dass in der Grossen Depression nach einem Jahr der Tiefpunkt der Produktion noch lange nicht erreicht war: «Damals ging es noch drei Jahre weiter runter».

> «Wir haben die wirklichen Kosten der Krise noch gar nicht zu spüren bekommen»
>
> **Beatrice Weder di Mauro**

Beunruhigend sehen auch andere Vergleiche aus. Der IMF untersuchte sämtliche Krisen der letzten vierzig Jahre: Die fünf grossen Finanzkrisen dauerten im Durchschnitt sieben Quartale und kosteten fünf Prozent an Output. Und Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff («The Aftermath of Financial Crises», 2008)

vermerkten, dass Bankenkrisen durchschnittlich zu einem Einbruch der Aktienmärkte um 56 Prozent und zu einem Zerfall der Immobilienpreise von 35 Prozent führten, mehr als 9 Prozent an Bruttoinlandprodukt kosteten und vor allem die öffentlichen Schulden um 86 Prozent hochschnellen liessen. «Die Vergangenheit lehrt uns», meinte Weder deshalb: «Krisen sind nicht nur kostspielig wegen des Output-Verlusts, sondern auch wegen ihrer Auswirkungen auf den intergenerationellen Transfer.»

«Was lernen wir aus den Vergleichen?», fragte die Wirtschaftsweise. Neu waren – als Lehre aus der Depression – die massiven geld- und fiskalpolitischen Interventionen fast aller grossen Industriestaaten. So geben die USA und China 2009 und 2010 mit ihren Konjunkturprogrammen diskretionäre Impulse von je 1,5 bis 2 Prozent des BIP. Als noch bedeutender beurteilte Weder aber die Haushaltsdefizite, die in den USA und in Grossbritannien mehr als 10 Prozent ausmachen: «Die Staaten sparen nicht gegen die Krise an.» Und dazu kommen die Kosten für das Retten der Banken; diese erscheinen allerdings kaum in den Bilanzen, wie etwa der deutsche Finanzmarktstabilisierungsfonds (SoFFin), der die vergifteten Titel halten und «die Verluste über zwanzig Jahre abstottern» soll: Mit den Konstruktionen ausserhalb der Bilanzen, stellte Weder



Quelle: IMF

fest, «macht der öffentliche Sektor jetzt dasselbe wie die Banken vorher».

Vor allem wegen des Finanzsektors sah sie denn auch eine «not so brave new world» voraus. Die Garantien der Steuerzahler führten zu massiven Anreizproblemen, meinte sie: «Zombie-Banken», die nichts zu verlieren hätten, betrieben jetzt eine «Gambling for Resurrection» und Wachstum um jeden Preis, um sich als systemrelevant zu beweisen. Die «risikoaversen Aufseher» äusserten zwar die richtigen Absichten; die Regulatoren seien aber «captured», weil zu eng mit der Finanzindustrie verhängt, und «fractured», da nur auf ihr eigenes Finanzzentrum bezogen, dessen Wettbewerbsfähigkeit sie nicht durch zu strenge Auflagen gefährden dürften. In der Umsetzung sei deshalb wenig geschehen und werde auch wenig geschehen: «Die Aufsichtsbehörden werden immer die Rettung bevorzugen, denn sie retten damit sich selber», warnte Weder.

Nicht mehr Konkurse verwalten

Für ein stabileres globales Finanzsystem will sich auch der Internationale Währungsfonds (IMF) einsetzen. Noch nie seit seiner Gründung 1944 musste er eine solche Krise bewältigen. In den letzten Jahrzehnten rettete er mit seinen Krediten überschuldete Staaten in Südostasien, Osteuropa und Lateinamerika und zwang ihnen gleichzeitig harte wirtschaftspolitische Vorgaben auf. Jetzt muss sich der IMF mit einer globalen Krise auseinandersetzen, die dazu von den USA ausging, die bisher diese Institution beherrschten. «Der IMF will nicht mehr Konkurse verwalten, sondern die Liquidität fördern», sagte **Thomas Helbling**. Der Schweizer Ökonom arbeitet als wissenschaftlicher Berater im Stab des Forschungsdepartements beim IMF. Er erklärte, wie der Währungsfonds zukünftig seine Rolle sieht.

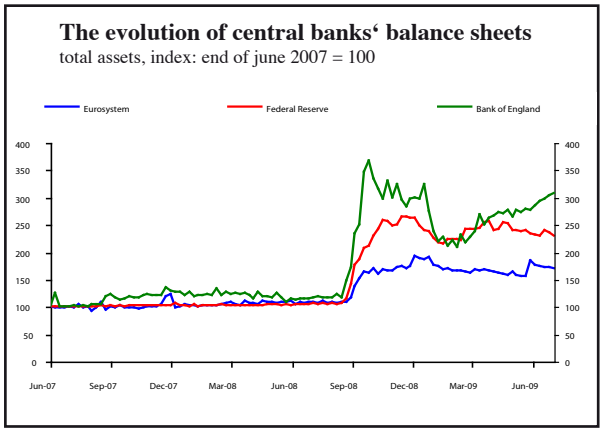
Auch die Forscher in Washington, gestand Helbling, unterschätzten die Krise anfangs: Sie sahen den Ab-

schwung im amerikanischen Immobilienmarkt als isoliertes Phänomen. Und sie erkannten zu spät, dass der Einbruch den ganzen Finanzsektor gefährdete und sich um den Globus fortpflanzte. Ende 2008, stellte Helbling fest, drohte deshalb dasselbe Szenario wie Ende 1930 – eine deflationäre Spirale, wenn alle Marktteilnehmer ihre Aktiven abstiessen und ihre Produktion zurückfuhren: «Wir waren auf dem Weg zu einer signifikanten Schrumpfung.»

Der Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2008 führte zu einer «Blockade des monetären Transmissionsriemens»: Die Banken liehen einander kein Geld mehr, sondern brachten es zu den Zentralbanken; deren Bestand an Aktiven schnellte innert Tagen auf das Doppelte bis Dreifache hoch. Deshalb mussten die Massnahmen zur Bekämpfung der Krise auch im Urteil des IMF über die Geldpolitik hinausgehen: «Nur mit einem diskretionären fiskalischen Stimulus liess sich das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Stabilität der Wirtschaft wiederherstellen.»

> «Wir waren auf dem Weg zu einer signifikanten Schrumpfung der Weltwirtschaft.»
>
> **Thomas Helbling**

Der IMF riet den G20-Staaten bei seinem Medikamentencocktail deshalb auch zu einem budgetpolitischen Impuls von 2 Prozent des BIP für 2009, weltweit koordiniert, um die Wirkung zu verstärken. Wie die Forscher wissen, lösen Steuersenkungen die schwächsten, Investitionen die stärksten Wachstumsimpulse aus. Wegen der langen Anlaufzeiten von Infrastrukturprogrammen drängte sich aber in allen Ländern eine Kombination von Massnahmen auf. Zusammen mit den Budgetdefiziten von durchschnittlich 5,5 BIP-Prozenten weiten die G20-Staaten ihre Haushalte so im laufenden Jahr insgesamt um 7,5 Prozent und im kommenden Jahr nochmals um 7,1 Prozent aus. Den Wachstumseffekt, den sie damit bewirken, schätzen die Wissenschafter allerdings nur auf 1,2 bis 4,7 Prozent für 2009 und auf noch 0,1 bis 1,0 Prozent für 2010. «Diese Zahlen», meinte Helbling, «erklären die Sorge, ob sich die Massnahmen als nachhaltig erweisen.»



Quelle: EZB, Fed, Bank of England

Der IMF selber will zur Bewältigung der Krise beitragen, indem er «Länder mit potenziellen Problemen ermuntert, Hilfe in Anspruch zu nehmen», nämlich flexible Kreditlinien oder Stand-by-Arrangements. Dafür können sich die Staaten – im Gegensatz zur bisherigen Praxis – mit einer «vernünftigen Politik» qualifizieren, bevor der Notfall eintritt; sie müssen also nicht mehr harte Auflagen fürchten, wenn sie Kredite vom IMF brauchen. Aber der Währungsfonds sorgt sich nicht nur um einzelne Staaten, sondern um das gesamte Finanzsystem. Helbling sah es immer noch schwächeln: Die Banken kämen unter Druck, weil ihre Kreditverluste höher ausfallen dürften, als bisher angenommen. Das Schlimmste ist überstanden, eine Erholung scheint sich anzubahnen – die wirtschaftspolitischen Herausforderungen aber bleiben.

Immer ein Auge auf den Exit haben

«Als wichtigste Aufgabe in den kommenden Jahren

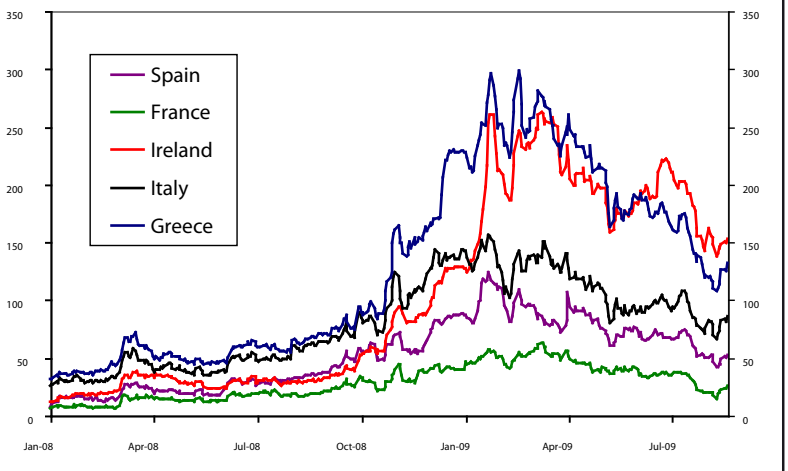
gilt es, die ausserordentlichen Massnahmen wieder zurückzunehmen», betonte Professor **Jürgen Stark:** «Es ist entscheidend, dass wir von Anfang an ein Auge auf den Exit haben, sonst geraten wir mit unseren Aktionen in eine Falle.» Da zeitweilige Massnahmen dazu neigen, sich zu dauerhaften zu entwickeln, sollte keine Intervention ohne Strategie für den Rückzug erfolgen: «Sonst laufen wir Gefahr, wie die Feuerwehr zwar den Brand zu löschen, aber dabei einen viel grösseren Wasserschaden zu verursachen.» Der Chefökonom der Europäischen Zentralbank erklärte, wie die Währungshüter vermeiden wollen, dass sich die Investoren vor Inflation fürchten, da die Staatsverschuldung hochschnellt, und dass die Konsumenten übermässig sparen, weil sie höhere Steuern erwarten.

> «Wir laufen Gefahr, wie die Feuerwehr zwar den Brand zu löschen, aber dabei einen viel grösseren Wasserschaden zu verursachen.»
>
> **Jürgen Stark**

Auch die EZB senkte den Leitzins zwischen Oktober 2008 und Mai 2009 um 325 Basispunkte, auf den tiefsten Stand seit der Einführung des Euro. Ausserdem führte sie unkonventionelle Massnahmen ein, um die Liquidität der Banken zu erhöhen und damit die Kreditvergabe an die Wirtschaft zu fördern, wie die Ausweitung der Liste von Titeln, die sie als Sicherheit annahm, oder die Stützung des Finanzmarktes durch den Kauf von Bonds. Deshalb weitete sich die Bilanz des Eurosystems markant aus, auf 1500 Milliarden Euro im August 2009 gegenüber 900 Milliarden vor zwei Jahren.

Die Zentralbank könne die Kreditvergabe nicht unbeschränkt so stützen, betonte Stark, sie müsse ihre aufgeblähte Bilanz wieder zurückfahren: «Wir können nicht ausschliessen, dass sich Risiken für die Preisstabilität in der Eurozone zeigen, bevor sich die Spannungen im Finanzsystem lösen. Das heisst, dass es sich aufdrängen kann, die Zinsen zu erhöhen und erst später die unkonventionellen Massnahmen zurückzunehmen.» Wie die EZB entscheide, hänge davon ab, wie sich die Wirtschaftslage entwickelt. Bei den Leitlinien gebe es aber «absolut keine Unsicherheit»: Die Zentralbank müsse erstens aufgrund ihres Mandats für Preisstabilität sorgen; sie lasse zweitens keinen Zweifel an ihrer Unabhängigkeit von der Politik aufkommen, und sie wolle drittens die Inflationsrisiken weiterhin aufgrund ihrer Zwei-Säulen-Strategie beurteilen – also einer ökonomischen und einer monetären Analyse –, «die uns so gut gedient hat, seit der Euro vor mehr als zehn Jahren eingeführt wurde».

Ten-year government bond spreads vis-à-vis Germany
daily data, basis points



Quelle: Datastream

Allerdings sorgte sich Stark um die Zerrüttung der öffentlichen Finanzen in Europa, da die Staaten gleichzeitig mit ihren Programmen die Konjunktur ankurbeln, mit ihren Sozialversicherungen die Arbeitslosigkeit bekämpfen und wegen der Krise Einnahmeneinbrüche erleiden. 13 der 16 Länder in der Eurozone schreiben in diesem und im nächsten Jahr Defizite von mehr als den 3 Prozent des BIP, die der Stabilitäts- und Wachstums-Pakt als Grenzwert vorschreibt. In der gesamten Eurozone liegt denn auch der Verschuldungsgrad bei 80 Prozent des BIP, deutlich über den im Pakt festgelegten 60 Prozent.

Deshalb kommen Zweifel am Finanzgebaren der Regierungen auf. Das zeigt sich darin, dass die hoch verschuldeten Staaten für ihre langfristigen Anleihen deutlich höhere Zinsen zahlen müssen als Deutschland. Diese Prämie diene als wichtiges Disziplinierungsmittel, betonte Stark. Die Regierungen sollten «ambitiöse, aber realistische» Strategien für den Exit und die Konsolidierung vorbereiten: «Auf jeden Fall sollten die Strukturanpassungen nicht später beginnen als die Wirtschaftserholung, und 2011 müssen sich die Anstrengungen zum Konsolidieren verstärken.»

02 Bankenkrise

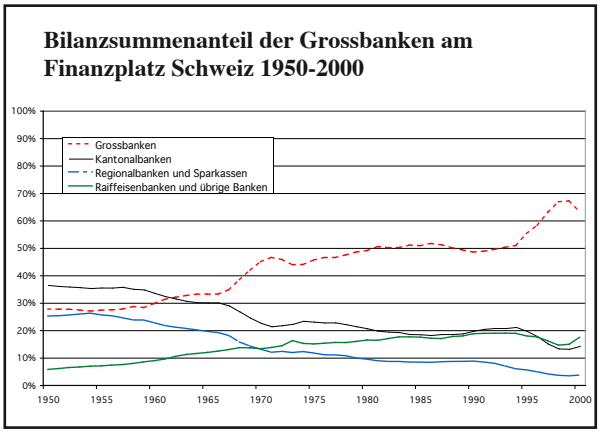
Wie konnte sich die Blase auf dem amerikanischen Immobilienmarkt zu einer Bedrohung für das globale Finanzsystem entwickeln, gerade auch für die grösste Schweizer Bank? Zwei Referenten setzten sich kritisch mit der «Amerikanisierung» der einheimischen Grossbanken auseinander. Andere fragten sich, was tatsächlich zur blinden Risikofreudigkeit der Banker führte, wie sich der Überschwang zumindest eindämmen liesse – und ob die Finanzindustrie, der es vordergründig wieder glänzend geht, überhaupt etwas aus dem Desaster lernt.

«Die Schweiz lebt mit ihren Traditionen, aber nicht mit ihrer Geschichte», meinte **Robert U. Vogler.** Der promovierte freie Historiker arbeitete bis 2003 als Leiter des Group Historical Research und bis 2009 als Senior Political Analyst bei der UBS. In seinem persönlich geprägten Referat erläuterte er, was die Schweizer Bankiers aus ihrer stolzen Geschichte lernen könnten und müssten.

Ihr Erfolg beruhe nicht auf dem Bankgeheimnis, stellte Vogler fest. Bis 1929 setzte die Schweiz auf den Liberalismus des 19. Jahrhunderts, also auf freien Welthandel und Geldverkehr, obwohl seit dem Ersten Weltkrieg Protektionismus aufkam. Das bürgerlich beherrschte politische System bewahrte seine Handlungsfähigkeit: «Niemand wäre auf die Idee gekommen, eine Bankenaufsicht einzusetzen und ein Bankgeheimnis einzuführen.» 1933 musste aber der Bund bereits zum zweiten Mal die Schweizerische Volksbank retten, mit einer Summe, die einem Viertel seines Budgets entsprach. Diese Krise, wusste Vogler, wirkte als Katalysator für die Einführung der Eidgenössischen Bankenkommission 1935.

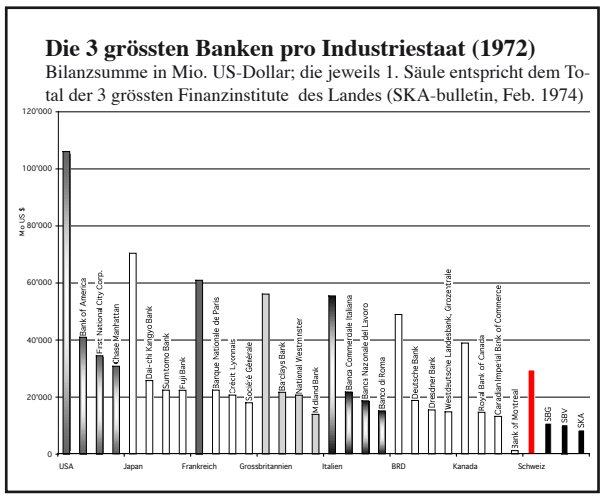
Das Bankengesetz von 1934, «praktisch ohne Diskussion beschlossen», schrieb auch das Bankgeheimnis fest. Nach gravierenden Fällen von Spionage aus dem Deutschen Reich – «gewisse Parallelen zu heute sind unschwer zu erkennen» – sollte es die Privatsphäre der Kunden schützen. Dass es den Juden diente, gehöre allerdings in den Bereich der Mythen, denn die Judenverfolgung setzte erst später ein, hielt Vogler fest. Und mit dem Bankgeheimnis, merkte er an, wollten die Schweizer auch nicht Steuerbetrüger anziehen.

«Wer meint, die Grossbanken hätten schon immer Vermögensverwaltung betrieben, der täuscht sich gewaltig», sagte der Historiker. Bis in die zweite Hälfte des 20. Jahrhunderts verwalteten fast ausschliesslich die Privatbankiers vorwiegend in Basel und Genf Vermögen ausländischer Kunden. Die grossen Institute verstanden sich als Handelsbanken, die SBG stieg auch erst 1968 ins Immobiliengeschäft ein. Noch 1972, meinte Vogler, waren die Schweizer in der Vermögensverwaltung Zwerge.



Quelle: Vogler

Aber dann brach die Weltfinanzordnung zusammen, die vor allem darauf beruhte, dass der Dollar sich zu einem festen Kurs in Gold tauschen liess. In den Währungswirren der Siebzigerjahre führten die Schweizer Banken sogar Negativzinsen ein: Ausländer, vorwiegend Franzosen, Deutsche und Italiener, bezahlten also dafür, ihr Geld in die Schweiz bringen zu können – von dort flossen die Investitionen in ihre Heimatländer zurück. «Jene Staaten, die die Schweiz beschuldigen», so Vogler, «profitierten also von diesem Kapital.»

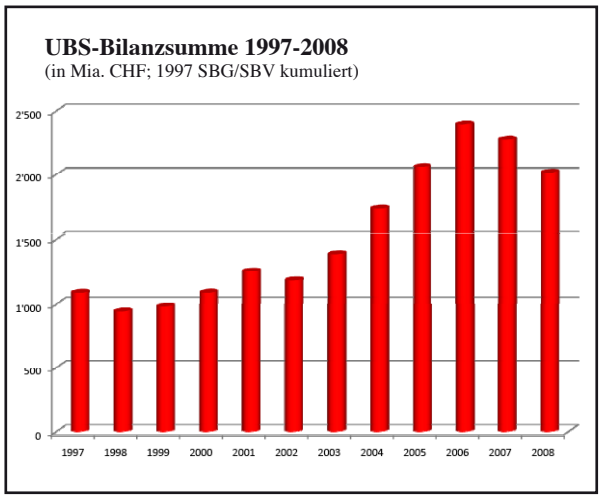


Quelle: Vogler

Diese Drehscheibenfunktion im internationalen Kapitalverkehr bekam die Schweiz gemäss Vogler dank ihrer Erfolgsfaktoren: Er nannte die politische Stabilität, die Rechtssicherheit und auch die tiefe Inflation dank dem Franken als härtester Währung der Welt, die ohne Ein- und Ausfuhrrestriktionen immer frei konvertibel blieb. Die «hausgemachten Grundsätze», die die Schweiz zum wichtigen Finanzplatz aufsteigen liessen, hielt Vogler eigentlich für Selbstverständlichkeiten: «Irgendwie sind sie uns aber abhanden gekommen – darum müssen wir sie jetzt im Gesetz festschreiben.»

Verloren ging das Schweizer Original wegen der Amerikanisierung der Grossbanken. Sie setzten zunehmend auf angelsächsisches Führungspersonal, führten die amerikanischen Standards der Rechnungslegung mit Quartalsberichterstattung ein, «mit verheerendem Effekt», und verliessen sich beim Risikomanagement auf die Ratingagenturen. Besonders bedauerte Vogler den Verlust der Schweizer Bescheidenheit, als die Grossbanken das Investmentbanking ausbauten: «Die Balance zwischen der Förderung des Nachwuchses und dem Zukauf von Spezialisten fehlte.» Das führte zu einer Söldnermentalität auf allen Ebenen: Die Loyalität beruhte nur auf den Bonizahlungen; wer sich als Amerikaner nicht auf die Schweizer Werte einschwören lassen wollte, der verliess die Bank und nahm die Kunden mit.

Diese Strategie ist gescheitert, wie Vogler am Beispiel der UBS seit der Fusion von 1998 vorrechnete: Was aber ist zu tun? Seine Generation habe Mühe, das



Quelle: Vogler

Erbe der Väter und der Grossväter zu bewahren, meinte der Historiker. Dabei könnte das Bankgeheimnis – verstanden als Schutz der Privatsphäre – sogar wieder an Bedeutung gewinnen. Aber eben: Um aus der Geschichte zu lernen, müsste man sie kennen.

Die besten Ingredienzien verwenden

Wie die Schweizer Grossbanken in die «Amerikanisierungsfalle» tappten, stellte **Werner Rutsch** dar, Co-Autor des Buches «Swiss Banking – wie weiter?», das vor einem Jahr erschien. Als «Dammbruch» bezeichnete er die Übernahmen von Donaldson, Lufkin & Jenrette durch die Credit Suisse im Oktober 2000 und von Paine Webber durch die UBS nur einen Monat später: Erstmals zählten die beiden Grossbanken mehr Mitarbeiter im Ausland als in der Schweiz. Aber Rutsch betrachtete die beiden teuren Akquisitionen nur als klarsten Ausdruck, dass sich die gesamte Schweizer Finanzindustrie in den vergangenen zehn Jahren auf die USA ausrichtete. Dabei habe man nicht

nur einen neuen Markt erobert, sondern auch Werte und Geschäftsgebaren der Amerikaner übernommen.

Kulturelle Unterscheide im Vergleich

	USA	Schweiz/ Europa
Wissenschaft, Werte	Induktives Vorgehen, Vereinfachung, Empirie (Daten, Fakten), kurzfristige Orientierung	Deduktives Vorgehen, Wahrheit, Theorie, langfristige Orientierung
Kultur, Gesellschaft	Zukunft, Fortschritt, Wettbewerb	Vergangenheit, Tradition, Konsens
Wirtschaft, Institutionen	Konkurrenz, Streben nach Macht	Kooperation, Streben nach Ausgleich
Personen, Individuen	Optimismus, Potential, materieller Erfolg, Konsum, Genuss	Zweifel, Skepsis, Erfahrung, Charakter, Ansehen / Reputation, Bescheidenheit, Mässigung

Quelle: Rutsch (2009)

Für Rutsch ist die Amerikanisierung aus zwei Gründen problematisch. Erstens entstand auf diese Weise ein unklares Nebeneinander von Schweizer Werten und amerikanischem Verhalten: «Wie bei einer Emulsion haben sich die beiden Ausgangselemente nicht miteinander verbunden.» Problematisch fand Rutsch dies, «weil es fundamentale kulturelle Unterschiede zwischen den USA und Europa gibt». Als Gegensätze sah er etwa jenen zwischen der Orientierung auf den Konsens in Europa und auf die Konkurrenz in den USA oder jenen zwischen der Bedeutung des – häufig auch demonstrativen – Konsums jenseits des Atlantiks und der Bescheidenheit diesseits. Zweitens ging die Amerikanisierung für Rutsch aber auch schlicht zu weit. «Angesichts der Finanzkrise müssen wir uns fragen, ob der amerikanische Weg der richtige ist», meinte er. Er listete die Nachteile dieses Weges auf: Dazu gehören in den Banken der forcierte Produktverkauf anstelle von fundierter Beratung oder bei den Rahmenbedingungen der Sarbanes-Oxley-Act als Form der Überregulierung.

Dass sich die Schweizer Banker so sehr von der amerikanischen Finanzkultur beeinflussen liessen, erklärte Rutsch mit der schweizerischen Bankenkrise in den Neunzigerjahren: «Die Globalisierung traf die Schweiz in einer Phase der Verunsicherung.» Dazu führte eine Reihe von Rückschlägen. In der Immobilienkrise gerieten mehrere Banken ins Wanken, darunter die letztlich liquidierte Spar- und Leihkasse Thun oder die Berner Kantonalbank. Die notleidenden Kredite der BEKB wurden damals von einer Auffanggesellschaft übernommen, die eine Bilanzsumme von gut 6 Milliarden Franken abarbeiten musste. «Im Grunde sammelten wir damals schon Erfahrungen mit einer Bad Bank», merkte Rutsch an.

Neben dem Platzen der Immobilienblase machte der Schweiz in den neunziger Jahren die Tertiarisierung zu schaffen: Die traditionelle Industrie, die weltweit für Schweizer Qualität stand, geriet in die Krise. Dazu kam die Verunsicherung in der Politik, vor allem in den Auseinandersetzungen um das Verhältnis zur EU und um die Haltung der Schweiz im Zweiten Weltkrieg. Sie drückte sich etwa aus im schlagzeilenträchtigen Schweizer Beitrag zur Weltausstellung in Sevilla 1992: «La Suisse n'existe pas.» Diese Krise machte klar, dass das Zurück zu den traditionellen Schweizer Tugenden allein keinen Erfolg versprach. Bei aller Kritik an der Amerikanisierung forderte Rutsch denn auch diese Rückkehr nicht. Vielmehr gehe es darum, «die besten Ingredienzien aus der Schweizer Tradition und der amerikanischen Geschäftskultur zu verwenden.»

«Swissness» bringt die gewünschte Kombination für Rutsch auf den Begriff. Sie stehe zwar für die Pflege traditioneller Tugenden wie Präzision, Diskretion und Integrität, aber in einer unverkrampften offenen Weise. Konkret zeigten Firmen wie Stadler Rail oder Synthes, aber auch ein Sportler wie Roger Federer, was gemeint sei. «Im Grunde», so Rutsch, «geht es

darum, auf Swissness als Strategie zu setzen und Swiss Banking vom rückwärtsgewandten Mythos zur globalen Marke zu machen.» Werte wie Zuverlässigkeit, Genauigkeit und Sorgfalt sollten gezielt mit Blick auf den globalen Wettbewerb bewirtschaftet werden. Gerade in den asiatischen Wachstumsmärkten erweise sich die Swissness als einzigartiger Wettbewerbsvorteil der helvetischen Finanzdienstleister.

Dazu kämen spezifisch schweizerische Rahmenbedingungen, die sämtlichen Unternehmen Vorteile im globalisierten Wettbewerb verschaffen. Als Beispiele nannte Rutsch die grosse Bedeutung der Selbstregulierung und das Fehlen von Aktionismus in der Politik, aber auch die hohe Loyalität der Mitarbeiter und die auf Vertrauen beruhende Kultur in den Unternehmen, die Kreativität und Innovation fördere. Die Chancen, dank der Swissness-Strategie und der spezifischen Schweizer Rahmenbedingungen auch künftig weltweit erfolgreich zu sein, stehen für Rutsch sehr gut. Die Erosion des Bankkundengeheimnisses jedenfalls müsse die Schweiz nicht mehr fürchten, denn diese präge bereits die Gegenwart: «Schon heute kommt kein unversteuertes Geld mehr in die Schweiz.»

> «Die Schweiz braucht die Erosion des Bankkundengeheimnisses nicht zu fürchten. Diese prägt bereits die Gegenwart.»
>
> **Werner Rutsch**

Weshalb die Ökonomen versagten

Weshalb hatten die meisten Banker «nicht die leiseste Ahnung, was uns bevorstand»? **Klaus Wellershoff** warf die Frage auf als einer, «der in den letzten Jahren durch den Sturm ging»: Zwölf Jahre arbeitete er als Chefökonom für die UBS, jetzt macht er sich «mit dem prototypischen übersteigerten Selbstvertrauen» mit einer eigenen Beratungsfirma selbständig. In seinen Betrachtungen aus der Perspektive eines Business-Ökonomen verteidigte er die Banker gegen den Vorwurf, die Gier nach Boni habe ihre Sicht verzerrt, beschuldigte aber die Ökonomen, ihr Vertrauen in Modelle habe ihren Blick getrübt.

Die heftige Debatte über die falschen Anreize der Banker fand Wellershoff «sehr seltsam». Erstens beeinflussten die Boni selbstverständlich das Verhalten, ihre Wirkung werde aber weit überschätzt: «Aus guten Gründen sprechen wir in der Ökonomie von der Maximierung des Nutzens, nicht nur des Reichtums.» Zu beachten seien deshalb auch weiche Faktoren wie das Prestige, zu beobachten bei der Inflation der Titel: In einigen Finanzinstituten könne sich die Hälfte der Beschäftigten mindestens Direktor nennen. Ausserdem hingen die Boni stärker vom Erfolg des Unternehmens als von den Leistungen des Individuums ab: «Also bestimmen die Boni in der Praxis das Verhalten der Beschäftigten weit weniger stark als in der Theorie.»

Zweitens lasse sich die übersteigerte Risikofreudigkeit, die Kritiker den Bankern vorwerfen, nicht mit ihren asymmetrischen Anreizen erklären. «Ich habe Mühe mit der Vorstellung, dass Manager nur eine Upside, aber keine Downside haben», betonte Wellershoff. Die Kritiker übersähen, dass in den meisten Finanzinstituten das Topmanagement einen gewichtigen Teil seines Vermögens in Aktien des eigenen Unternehmens halten muss, oft das Fünf- bis Achtfache des Jahreseinkommens nach Steuern: «Jetzt stellen Sie sich vor, der Aktienkurs bricht um 80 Prozent ein.» Diese Manager, so Wellershoff, trügen ein ebenso grosses Risiko wie Unternehmer, die nicht persönlich haften.

Niemand spreche ausserdem vom Reputationsrisiko, warnte der Ökonom. Hier herrsche wirklich eine stark asymmetrische Anreizstruktur: «Good news is no news» bedeute, dass das Versagen zu weit stärkeren öffentlichen Reaktionen führe als der Erfolg. Das ziehe aber «eigenartige Leute» als Manager an; wenn gute Bürger in der Wirtschaft nicht auch eine gute Reputation genössen, müsse sich niemand wundern, dass es im Topmanagement weniger davon gebe: «Die gegenwärtige Hexenjagd auf Firmenchefs hat also einen verheerenden Effekt darauf, wer in Zukunft unsere Grossunternehmen führt.»

> «Wir können für unsere Kunden viel Gutes tun, wenn wir mit der Vergangenheit brechen.»
>
> **Klaus Wellershoff**

Nicht als Banker, sondern als Ökonom fühlte sich Wellershoff mitverantwortlich für die Krise. Das Versagen der Wirtschaftswissenschafter führte er auf die Spezialisierung zurück, in der akademischen Ausbildung, aber auch in der praktischen Arbeit: «Jahrelang warnten Ökonomen sowohl an den Universitäten als auch in den Unternehmen vor den gewaltigen Ungleichgewichten. Ob das US-Leistungsbilanz-Defizit, die künstlich tief gehaltenen Zinsen, die Immobilienblase oder die Währungsspannungen: Wir wussten alles – wir versäumten es nur, die Punkte miteinander zu verbinden.»

Die Ökonomen glaubten inzwischen, ihre Modelle gälten wie die Gesetze der Naturwissenschaften, gerade im Finanzgeschäft. Generationen von Studenten lernten die ganz einfachen, schönen Modelle für Risiko und Return; aber niemand sagte ihnen, dass diese nur Werkzeuge sind, keine normativen Rezepte: «Heute stellen sie sich als Rezepte für das Desaster heraus.» Ausserdem hätten sich die Ökonomen als Wahrsager oder Wetterfrösche missbrauchen lassen: «Einerseits fehlten vielen von uns der Mut und die Demut zu sagen: Wir wissen es nicht. Anderseits bestand auch eine riesige Nachfrage nach Weissagern, nicht nur von Individuen, sondern auch von Firmen.» Wer zugebe, dass er den Dollarkurs nicht voraussagen könne, der stehe im Wettbewerb mit jenen, die behaupten, es zu können.

«Wir sind als Ökonomen nicht gut darin, mit unserem Unwissen und mit den Erwartungen unseres Publikums umzugehen», gestand Wellershoff ein. Es brauche mehr Bescheidenheit beim Einsatz der wissenschaftlichen Methoden und mehr Mut zum Anwenden «unseres neu entdeckten Realismus». Als Jungunternehmer meinte er jedenfalls: «Wir können für unsere Kunden viel Gutes tun, wenn wir mit der Vergangenheit brechen.»

Wie es zu den Übertreibungen kam

Zur Finanzkrise führte vor allem, dass sämtliche Akteure die Risiken unterschätzten, von den Banken über die Ratingagenturen bis hin zu den Aufsichtsbehörden. Von dieser These ausgehend, erklärte Professor **Tobias Rötheli**, weshalb insbesondere die Banken zu übersteigertem Optimismus neigen. Der Schweizer Verhaltensökonom, der an der Universität Erfurt lehrt, zeigte in seinem Referat auf, wie sich diese unheilvolle Tendenz mit verbesserter Transparenz eindämmen liesse.

Zwischen der Grossen Depression und der gegenwärtigen Finanzkrise sah Rötheli mehr Gemeinsamkeiten als Unterschiede. Zwar seien in den 1920er Jahren die Märkte weniger offen und die Finanzinstrumente weniger komplex gewesen, doch schon damals habe es den Trend zur Globalisierung und zur Innovation bei den Finanzprodukten gegeben. Dies führte für den Ökonomen zu einer ähnlichen Entwicklung: «Die

wichtigste Gemeinsamkeit zwischen den beiden Krisen sehe ich im Kreditzyklus.»

Der Begriff Kreditzyklus bezeichnet das Phänomen, dass die Banken ihre Kredite im Aufschwung exzessiv vergeben und im Abschwung stärker zurückfahren, als es nötig wäre. Je länger die gute Konjunktur anhält, umso mehr treiben sich die Banken gegenseitig dazu, immer grössere Risiken einzugehen. Die Phase des übertriebenen Optimismus endet, wenn ein Überangebot auf den Markt kommt. Dadurch kippt der Auftrieb der Preise in einen Zerfall, euphorische Hoffnungen auf Kapitalgewinne werden enttäuscht. Es kommt zur Krise, und die Banken machen schmerzliche Verluste. Sie erkennen, dass die Marge zwischen Kredit- und Einlagezins in den letzten Boomjahren nicht genügte, um die Ausfallrisiken abzudecken. Aufgrund dieser Einsicht zügeln die Banken in der Regel ihre Risikobereitschaft: Die Vergabe von Krediten verlangsamt sich deutlich.

«Die wichtigste Gemeinsamkeit zwischen den beiden Krisen sehe ich im Kreditzyklus.»

Tobias Rötheli

Dies geschah gemäss Rötheli nicht nur vor und während der Grossen Depression, sondern auch vor und in der gegenwärtigen Finanzkrise. «Es war ein klassischer Boom, der schliesslich zu einem zu grossen Angebot – vor allem an Eigenheimfinanzierungen in den USA – und damit zum Platzen der Blase führte», erklärte der Makroökonom. Da sich der Schock aufgrund des Kollapses des Kreditversicherungssystems nicht wegdiversifizieren liess, litten Hunderte von Banken an Insolvenz und Unterkapitalisierung.

Mit der Verhaltensökonomik lässt sich der Kreditzyklus erklären. «Vor der aktuellen Finanzkrise führten zwei Mechanismen zu Übertreibungen: die mangelnde Erfahrung der Banker und der Herdentrieb sowohl in den einzelnen Banken als auch in der ganzen Finanzindustrie», stellte Rötheli fest. Um die Wirkung der mangelnden Erfahrung abschätzen zu können, entwickelte der Ökonom ein Modell, das unter anderem das Lernen der Kreditsachbearbeiter simuliert. «Das Modell zeigt, dass die Banken nach einer Rezession sieben Jahre zu pessimistisch und danach zu optimistisch agieren», sagte Rötheli. Je länger die Laufzeit der Kredite ist, desto eher kommt es zu übersteigertem Optimismus und zu unvorsichtiger Risikoeinschätzung. Verstärkt wird diese Entwicklung durch den Herdentrieb: Setzt sich in einer Bank der Optimismus durch, geraten erfahrene Entscheidungsträger, die vor Risiken warnen, in die Defensive. Und ein ähnlicher Anpassungsdruck wie in den Banken entsteht durch den Wettbewerb auch zwischen den Instituten.

Um die Tendenz zum Überoptimismus einzudämmen, setzt der Verhaltensökonom in erster Linie auf das Stärken der Marktkräfte, dann auf ein intelligenteres Risikomanagement in den Banken und erst zuletzt auf bessere Regulierung. Marktkräfte sollten vor allem über die Börse zum Tragen kommen. «Damit die Aktionäre die Banken besser kontrollieren können, brauchen sie allerdings präzisere und aktuellere Informationen», erklärte Rötheli. Die erforderlichen Daten zum Zustand der Institute werden heute bereits gesammelt – von den Aufsichtsbehörden. So erhebt die Schweizerische Nationalbank monatlich Daten über Aktiven und Passiven und jährlich Angaben zur Erfolgsrechnung aller in der Schweiz tätigen Banken. Zudem klassiert die Bankenaufsicht die Institute jährlich auf der Basis des so genannten CAMELS-Ratings nach

Risikogruppen. «Solche von den Behörden über alle Banken hinweg einheitlich erhobenen Daten könnten ohne grossen Aufwand publik gemacht werden», forderte Rötheli. Mehr Stabilität durch die Stärkung der Marktkräfte brächten nach Rötheli zudem eine Reform der Ratingagenturen, eine höhere Hürde für das Einführen neuer Produkte und mehr Transparenz für Vehikel, die nicht in den Bilanzen auftauchen.

Verbessern müssten sich für den Ökonomen indes auch die Banken. Diese sollten Erkenntnisse aus Hochrisikoindustrien wie der Luft- und der Raumfahrt zur Optimierung ihres Risikomanagements nutzen. Ausserdem forderte Rötheli statt dem «sehr einfachen Instrumentarium für das Risikomanagement» ein komplexeres System mit dezentralisierten Signalen und Mechanismen. Bei all diesen Massnahmen, einschliesslich der notwendigen regulatorischen Verbesserungen, sah Rötheli einen Trade-off zwischen Systemstabilität und Wirtschaftswachstum. Doch er hielt den Spielraum nicht für ausgereizt: Mit Verbesserungen bei Transparenz, Risikomanagement und Rahmenordnung liesse sich die Stabilität des Finanzplatzes Schweiz deutlich stärken, ohne Abstriche beim Wachstum machen zu müssen. Diese Entwicklung empfahl Rötheli: «Meiner Meinung nach sollten die Schweizer Banken das sicherste und beste Banking der Welt anbieten.»

Das Investmentbanking ist zurück

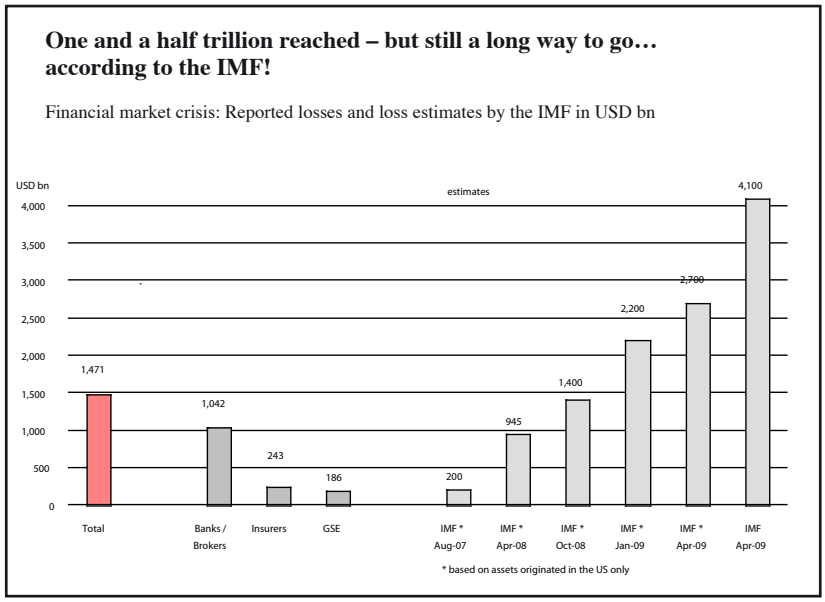
Gegenwärtig geht es den Banken allerdings – zumindest scheinbar – wieder so gut, dass einige von ihnen von besseren Geschäftspraktiken und Anreizsystemen, vorsichtigerem Risikomanagement und schärferer Regulierung nichts mehr wissen wollen. Auf diese Tendenz, vor der mehrere Referenten warnten, wies ausgerechnet ein Banker am deutlichsten hin: **Thorsten Weinelt**, Global Head of Research im Investmentbanking der UniCredit Group. «Das Investmentbanking ist zurück», stellte er fest. «Das Modell ist nicht tot.»

Zwar erlitt das globale Bankensystem in dieser Finanzkrise Verluste wie nie zuvor: Bis im August 2009 gingen 1113 Milliarden Dollar und rund 310 000 Arbeitsplätze verloren. Und gemäss dem Internationalen Währungsfonds ist das Schlimmste noch nicht ausgestanden. Bisher schrieb die Finanzindustrie rund 1,6 Billionen Dollar ab – der IMF schraubte aber den Bedarf seit dem letzten Herbst von 1,4 auf 4,1 Billionen hoch. Damit gebe er sich möglicherweise zu pessimistisch, meinte Weinelt. Denn die Banken genössen «Subventionen» beim Refinanzieren sowie fiskalische und monetäre Stimuli wie noch nie.

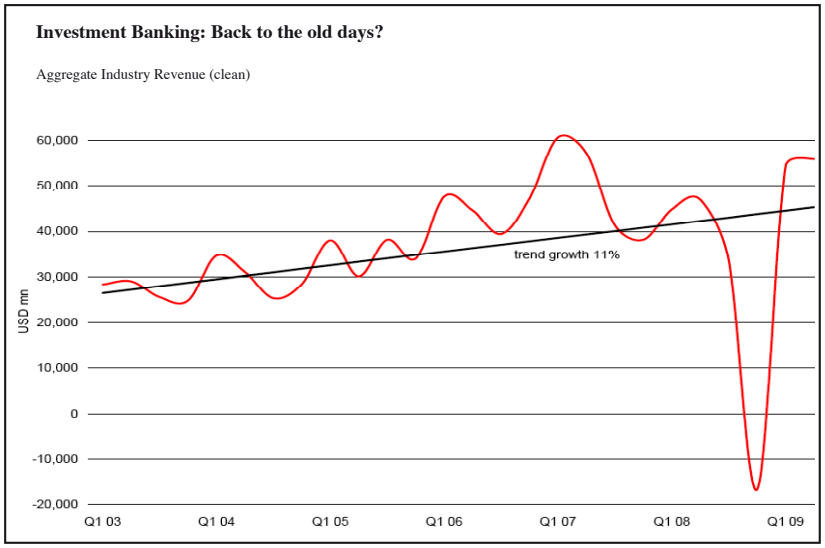
«Die Banken verdienen sich aus der Krise heraus», stellte der Analyst jedenfalls fest. Nach dem scharfen Einbruch lägen die Gewinne und damit die Boni fast wieder auf dem Rekordniveau von 2007: «Das ist schon faszinierend.» Weil die Geschäfte so gut laufen und weil die Staaten ihre Banken schonen, lasse der Druck bereits nach, sie strenger zu regulieren, meinte Weinelt. Auch er forderte, die Banken brauchten ein dickeres Polster an Eigenkapital. Aber er erkannte: «Das Lobbying dagegen nimmt schon arg zu.»

Für die gelegentlich in einem falschen Schein glänzenden Ergebnisse der Banken gab Weinelt zwei Erklärungen. Einerseits sah er einen Angebotsschock: Das Volumen an Assets auf dem Markt ging stark zurück, das führe zu enormen Margen aufgrund der ausgeweiteten Spanne zwischen Geld- und Briefkursen. Und anderseits nannte er die vom Ökonomen Kenneth Rogoff so bezeichnete «Subvention durch die Steuerzahler»: Aufgrund der rekordsteilen Zinskurve dank der lockeren Politik der Notenbanken könnten sich die Banken zu Zinsen um null Prozent refinanzieren, also fette Gewinne einstreichen.

Der Analyst wies deshalb zwar auf die Risiken hin, so die ansteigenden Arbeitslosenzahlen und die bevorstehenden Kreditausfälle vor allem auch in den euro-



Quelle: Unicredit Research



Quelle: Unicredit Research

päischen Ländern. Dennoch glaubte er an eine V-förmige schnelle Erholung: «In diesem Fall kommen die Banken mit zwei blauen Augen und einem Krückstock davon.» Für das laufende Jahr sagte er deshalb einen weiteren Anstieg der Börsen voraus. «Erst wenn alle glauben, die Krise sei vorbei», riet er dem Publikum, «dann müssen Sie verkaufen.»

03 Staatsintervention

Erleben wir eine Krise, wie es sie noch nie gab? «Das dachten die Leute immer», wusste der geschichtskundige Ökonomieprofessor Peter Kugler. Und immer, in der Vergangenheit wie in der Gegenwart, spielte der Staat in Finanzkrisen eine zentrale Rolle. Über die Diskussion zu den aktuellen Interventionen hinaus stellten sich deshalb die Fragen: Was bewirkt der Staat mit seiner Politik? Kann er Finanzkrisen vermeiden oder eindämmen? Oder löst er sie sogar selber aus?

Ist der Staat in Finanzkrisen nur die Feuerwehr oder auch der Brandstifter? Die Frage warf Professor **Peter Kugler** auf, der an der Universität Basel die Forschungsstelle für Geld- und Währungsgeschichte leitet. Mit Beispielen aus der Historie, aber auch aus der Aktualität zeigte er: «Schon immer verursachte oder verstärkte der Staat Finanzmarktkrisen, sei es mit seiner Fiskal- und Geldpolitik oder mit seiner Regulierung.» Deshalb, meinte Kugler, lasse sich einiges aus der Geschichte lernen.

> «Die USA müssen keine Bad Bank gründen – die haben sie mit dem Fed schon.»
>
> **Peter Kugler**

Seit im Hochmittelalter in Westeuropa die Geldwirtschaft aufkam, gab es Finanzmarktkrisen, zwischen 1300 und 1850 durchschnittlich alle zehn Jahre. Dies zeigen Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff in ihrer umfangreichen Studie «This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly» (2009) auf. Meist löste die Zerrüttung der Staatsfinanzen die Krisen aus, entweder durch Bankrott oder durch Inflation, also Münzverschlechterung; den Schaden trugen die lokalen Handelshäuser oder Privatbanken. Als typisches Muster der vormodernen Finanzkrisen sah Kugler so «die Privatisierung der Verluste von nicht nachhaltiger Politik».

Die Moderne brach im Finanzwesen mit den Aktienbanken an, die Mitte des 19. Jahrhunderts aufkamen und mit weit gestreuten Depositen und beschränkter Haftung die unbeschränkt haftenden Privatbankiers verdrängten. 1857, nach dem Zusammenbruch des Eisenbahnbooms, kam es zur ersten weltweiten Finanzkrise, verursacht durch einen Investitionsexzess, nicht durch Naturkatastrophen oder Staatsbankrott. Ab 1870 folgten weitere Krisen, die das Finanzsystem weltweit erschütterten, wie der Gründerkrach in Wien und Berlin 1873, der Zusammenbruch der britischen Baring Brothers 1890 oder die Krise wegen des amerikanischen Knickerbocker Trust 1907.

Die Bankenzusammenbrüche der Grossen Depression führten schliesslich zu einem Regulierungsschub, vor allem in den USA, wo der Staat die Einlagen versicherte und das Bankgeschäft einschränkte. Seit 1975 entwickelt ausserdem das Basel Committee seine Eigenkapitalvorschriften – Basel I von 1988, Basel II von 2004 –, um die Stabilität der Banken zu gewährleisten. Trotzdem war die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise pro Jahr und Land seit 1973 doppelt so gross wie zur Zeit des klassischen Goldstandards, hielt Kugler fest: «Die Wirksamkeit der Regulierung erscheint also höchst fragwürdig.»

Deshalb, meinte der Ökonom, stelle sich die Frage nach den negativen Auswirkungen von Staatseingriffen auf Finanzmärkte. Er wies auf mehrere Kritikpunkte an der Regulierung hin. Erstens beschränke sie sich auf das Ausfallrisiko der Aktiven und trage dem Liquiditätsrisiko keine Rechnung. Das biete Anreize, illiquide Anlagen mit höherem erwartetem Ertrag wie Credit Default Swaps zu halten und Kreditrisiken in Zweckgesellschaften ohne Eigenkapitalunterlegung auszulagern; das Liquiditätsrisiko könnten die Banken auf

die Zentralbank als «Lender of Last Resort» abwälzen. Zweitens erstrecke sich die Regulierung kaum auf die Passiven der Banken; in Krisenzeiten komme es aber darauf an, ob sie sich mit Depositen langfristig oder am Geldmarkt kurzfristig refinanzieren. Und drittens führe das Versichern aller Einlagen dazu, dass die Grosseinleger ihre Banken ungenügend überwachen.

Gar «schwerwiegende makroökonomische Konstruktionsfehler» sah Kugler bei der Bankenregulierung unter Basel I und II. Einerseits betrachte sie nur das Risiko der einzelnen Banken bei einem exogenen Schock, aber nicht die externen Effekte einer Bank für das ganze System, wenn etwa grosse Häuser mit dem Abstossen ihrer Aktiven oder dem Zurückfahren der Interbankkredite einen Teufelskreis auslösen. Andererseits wirke die Regulierung prozyklisch, wenn sie im Boom den Banken ein schnelles Wachstum erlaube und im Bust das Beschaffen von Eigenkapital unter schwierigsten Bedingungen erzwinge.

Kritisch betrachtete Kugler ausserdem die Politik der Notenbanken, vor allem jene des Fed. Es habe mit seiner Reaktion in früheren Krisen – mit dem sogenannten «Greenspan put» – die Erwartung geschürt, dass es den Finanzsektor immer vor dem Kollaps bewahre, und ausserdem «aus einer schwer nachzuvollziehenden Deflationsangst» eine viel zu lockere Geldpolitik betrieben. Höchst problematisch erscheine denn auch, wie die Staaten jetzt mit ihrer expansiven Geld- und Fiskalpolitik sowie mit Staatsgarantien für die Banken gegen die Krise kämpfen. «Die USA müssen keine Bad Bank gründen – die haben sie mit dem Fed schon», spottete Kugler. «Wird mit allen diesen Staatseingriffen nicht die nächste Bubble vorbereitet?»

> «Wir hinterlassen unseren Nachkommen die grösste Rechnung in der Geschichte.»
>
> **Peter Siegenthaler**

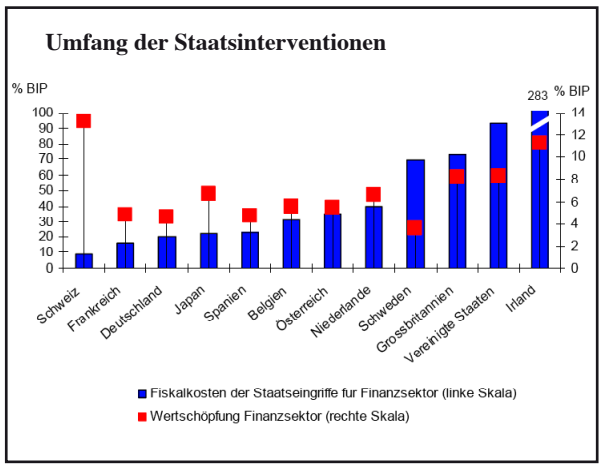
Das «Swiss Problem» bleibt zu lösen

Die Schweiz ging in der Bankenkrise einen eigenständigen Weg – bisher erfolgreich. **Peter Siegenthaler**, der Direktor der Eidgenössischen Finanzverwaltung, konnte sich in Zermatt feiern lassen, denn in der Vorwoche war der Bund aus der Beteiligung an der UBS ausgestiegen: Mit der Pflichtwandelanleihe über 6 Milliarden Franken, die er im Oktober 2008 zur Rettung der Grossbank zeichnen musste, erzielte er einen Gewinn von 1,24 Milliarden, also eine annualisierte Rendite von mehr als 30 Prozent. Trotzdem gab sich Siegenthaler bescheiden und zurückhaltend: Er betonte, dass sich der Staat nicht als Investor oder gar als Spekulant betätigen wolle, und er verwies auch darauf, welche Belastungen aufgrund der Krise den öffentlichen Haushalten drohen.

«Wir wollten nicht den grossen Regenschirm aufspannen und auch nicht den Giftschrank öffnen», unterstrich der höchste Finanzverwalter, als er das schweizerische Massnahmenpaket in der Bankenkrise erläuterte: Es sollte auf Ursachen fokussiert, temporär, an Auflagen gebunden und nicht gratis sein. Im Gegensatz zu anderen Ländern gab die Schweiz deshalb keine Garantien für die Bankverpflichtungen ab, und die toxischen Aktiven der UBS übernahm die Nationalbank. Im Verhältnis zur Bedeutung des Finanzplatzes hielten sich denn auch in der Schweiz die bisherigen Kosten der Staatseingriffe zur Bankenrettung in engen Grenzen. Das Massnahmenpaket führte dazu, dass sich die Schweizer Banken stabilisierten, stellte Siegenthaler fest: «Insgesamt bleibt das Finanzsystem aber verletzlich.»

Deshalb müssten die Grossbanken ihre Resistenz gegen eine weitere Verschlechterung des Umfelds

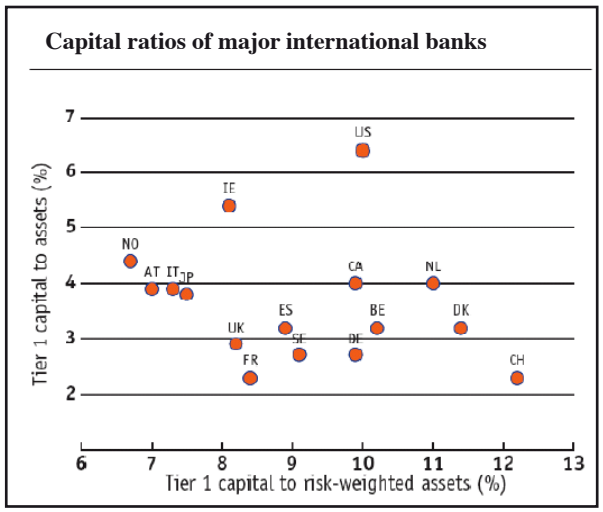
sicherstellen. Der Finanzhüter wies darauf hin, dass bei den Schweizer Banken in den letzten zwei Jahrzehnten zwar die Quote der risikogewichteten Eigenmittel von 10 auf 14 Prozent stieg, der Anteil des ungewichteten Eigenkapitals aber von 8 auf 4 Prozent sank und bei den Grossbanken zeitweise bei 2 Prozent lag. UBS und CS weisen heute zwar im internationalen Vergleich



Quellen: IWF/OECD/BfS

mit gut 12 Prozent den höchsten Anteil an risikogewichteten Eigenmitteln aus, insgesamt aber verfügen sie nur über ein Drittel des Eigenkapitalanteils der amerikanischen Grossbanken.

Noch immer machten die Bilanzsummen der beiden Grossbanken zusammen das Sechsfache des Schweizer



Quelle: SNB

Bruttoinlandprodukts aus, warnte Siegenthaler. Das führe zum «Swiss Problem»: Da beim Ausfall einer der beiden Grossbanken schwerwiegende wirtschaftliche Folgen drohen, geniessen sie eine faktische Staatsgarantie, weshalb sie übermässige Risiken eingehen. «Selbst angesichts der Krise», sagte der Bundesvertreter, «wird der Nutzen von grossen global tätigen Universalbanken kaum hinterfragt.» Immerhin nehmen sich die Regulatoren des Problems an und forderte das Parlament die Einsetzung einer hochkarätigen Expertengruppe, die einen Bericht erstellt, wie sich die Volkswirtschaft angesichts der Risiken von Grossunternehmen schützen lässt.

«Der bisherige Leistungsausweis kann sich sehen lassen», meinte Siegenthaler. Der Preis für die Rettung des Finanzsystems sei aber zu grossen Teilen noch zu bezahlen: mit Staatsverschuldung, Steuererhöhungen, Zinsanstieg, allenfalls Inflation. Die Schweiz, wo die Schuldenquote sogar sinken soll, steht zwar vergleichsweise gut da. Aber auch sie kämpft mit einer noch viel grösseren Herausforderung als der Bankenkrise – mit der demografischen Entwicklung. Mit dem Titelblatt des «Economist», das einen Säugling an eine riesige Kugel gekettet zeigte, warnte Siegenthaler: «Wir hinterlassen unseren Nachkommen die grösste Rechnung in der Geschichte.»

Bad Bank-Management – nichts für Zauderer

In verschiedenen Ländern konnten Banken nur überleben, weil ihnen der Staat oder die Notenbank die unverkäuflichen Ramschpapiere abnahm. Was soll mit den Bad Banks geschehen? **Jan Kvarnström** ist ein erprobter Experte für dieses Problem, denn er führte von 1992 bis 1997 Securum, die Bad Bank der schwedischen Nordbanken, und von 2002 bis 2006 die Restrukturierungsabteilung der Dresdner Bank. Mit seinem Erfahrungsschatz bot er einen faszinierenden Einblick in die Herausforderungen, die sich beim Entsorgen toxischer Aktiva stellen.

Die Arbeit gelinge, stellte der Sanierer fest, wenn die «gute» Bank wirklich gut sei, wenn die Bad Bank über genügend Kapital verfüge und wenn zu Beginn die Frage geklärt werde: «Wer bezahlt die Rechnung?» Besonders wichtig sei Leadership, betonte Kvarnström. Drastische Massnahmen müssten rasch ergriffen werden. Und weil der Zeitfaktor von grosser Bedeutung sei, müssten sich die Lösungen so einfach und schnell wie möglich umsetzen lassen. Kvarnström sprach sich deshalb für schlanke, eigenständige Bad Banks aus, also gegen eine nationale Bad Bank, die die toxischen Papiere und faulen Kredite aller gefährdeten Banken eines Landes übernimmt und abwickelt. Und weil die Herausforderungen so gross sind, müssten die Eigentümer, nicht nur das Management mitziehen. «Die harte Wahrheit ist», sagte der Sanierer, «dass Manager, die ein Unternehmen in guten Zeiten erfolgreich steuern, sich in schwierigen Zeiten als für Restrukturierungsaufgaben ungeeignet erweisen können.»

> «Ein hoher Kommunikationsrhythmus verstärkt das Bewusstsein der Dringlichkeit.»
>
> **Jan Kvarnström**

Beim Führen einer Bad Bank brauche es rasches und zielgerichtetes Handeln: Eine langsame Abwicklung könne sehr kostspielig sein, weil der Wert der Aktiven oft rasch fällt. Darum fordere diese Aufgabe ein kompetentes Team, das die operationellen Abläufe effizient steuert, die Performancetreiber erkennt und auch bei unvollständiger Information schnell entscheidet. Dass dabei Fehler geschähen, sei hinzunehmen und in Verbesserungen umzusetzen. Flache Hierarchien verkürzten die Entscheidungswege und erhöhten entsprechend die Flexibilität. Das bedinge eine starke Zusammenarbeit und einen regen Erfahrungsaustausch.

Deshalb hänge der Erfolg von Qualität und Motivation der Mitarbeiter ab, betonte der Experte: «Die Institute dürfen nicht die Frustrierten in die Bad Bank abschieben, sondern müssen hoch motivierte und bestens qualifizierte Kräfte gewinnen.» Diese dürften nicht Teil des Problems sein, sondern müssten frei von Loyalitätsdruck arbeiten können. Und sie sollten nicht nur über Finanz-Know-how, sondern auch über weitere Branchenkenntnisse etwa bei Immobilien oder in der Hotellerie verfügen. Das helfe ihnen beim Bewerten der abzuwickelnden Aktiven und beim Festlegen eines geeigneten Zeitpunkts für deren Verkauf oder anderweitige Verwendung. Die Bereitschaft, in einem Bad Bank-Team mitzuarbeiten, lasse sich erhöhen, wenn sich nach der Überwindung der Krise Karrierechancen eröffneten. Schliesslich nannte Kvarnström eine zeitgerechte, ehrliche Kommunikation als wichtiges Erfolgskriterium: «Ein hoher Kommunikationsrhythmus verstärkt das Bewusstsein der Dringlichkeit.»

Ein Institut, das sich für das Auslagern einer Bad Bank entscheide, müsse über ein nachhaltiges Geschäftsmodell verfügen und seine Kerngeschäfte klar festlegen, also zwischen ertragsbringenden und notleidenden Aktiven und auch zwischen strategischen und nicht-strategischen Geschäftsfeldern unterscheiden. Skeptisch äusserte sich Kvarnström deshalb zu den deutschen Landesbanken mit ihren schwachen Geschäftsmodellen, da in diesem Marktsegment die Politik stark Einfluss nehme, ein breiter Konsens über die künftige Ausrichtung fehle und Uneinigkeit über die Aufteilung der Kosten der Bad Bank herrsche. In Schweden und Norwegen habe dieser Konsens bestanden und zu einer unerwartet raschen Bereinigung beigetragen. Dagegen gelte auch in den USA gegenwärtig das Motto: «Die Aktionäre bekommen die Upside – der Staat bezahlt die Kosten.»

Different solutions tried in many countries, with various degrees of success

Country	Year	Unit	Objective	"Performance"
Spain	1977	DGF	Rapid asset disposal	Success
Philippines	1987	APT	Rapid asset disposal	Failure
USA	1989	RTC	Rapid asset disposal	Success
Sweden	1992	Securum	Corporate restructuring	Success
Finland	1993	Arsenal	Corporate restructuring	Success
Sweden	1993	Swedbank	Corporate restructuring	Success
Mexico	1995	FOBAPROA	Rapid asset disposal	Failure
Korea	1997	KAMCO	Rapid asset disposal	Success
Indonesia	1998	IBRA	Rapid asset disposal	Failure
Malaysia	1998	Danaharta	Rapid asset disposal	Success
Thailand	2001	TAMC	Corporate restructuring	Limited success
Germany	2002	IRU	Corporate restructuring	Success

Quelle: Kvarnström

Lösten die Staaten die Krise aus?

Weitgehend herrscht Konsens darüber, dass die Behörden vor der Finanz- und Wirtschaftskrise Fehler machten, während der Krise aber adäquat und kompetent handelten. Gegen diesen Konsens kämpfte Professor **Tim Congdon**, der in London seine Beratungsfirma International Monetary Research führt. «Die Aktionen der Regierungen und Zentralbanken im vergangenen Herbst verschärften die Krise», hielt er der Mehrheitsmeinung entgegen. Er sah denn auch angesichts der Staatsinterventionen den Kapitalismus «unter Beschuss». Die Staaten hätten nicht Hilfe für die Finanzinstitute geleistet, sondern Druck auf sie ausgeübt: Die Banken sollten die Kredite für die Unternehmen ausweiten, um so die Konjunktur zu stützen. Weil ein höheres Kreditvolumen in konjunkturell schwierigen Zeiten zu grösseren Kreditrisiken führt, seien die Banken genötigt worden, ihre Eigenkapitalquoten entweder durch das Beschaffen frischen Kapitals oder das Abbauen von Aktiven anzuheben. Kapitalerhöhungen in kurzer Frist liessen sich aber meistens nur zu Lasten der bisherigen Aktionäre und zum Schaden des Aktienkurses durchführen, und die Reduktion von Aktiven erfolge über den Abbau entweder des Liquiditätspuffers oder der Ausleihungen. Der Druck, mehr Kredite zu gewähren, habe deshalb die Verfügbarkeit von Unternehmenskrediten nicht erhöht, sondern eher beschnitten.

Dieses Ergebnis, das den Zielsetzungen der Behörden zuwiderlief, löste in der Logik von Congdon neue Interventionen aus, die die unternehmerische Freiheit der Finanzinstitute untergruben und letztlich die Eigentumsrechte der Aktionäre bedrohten. Zugleich forderten die Aufseher den Abbau vergifteter Aktiven in den Bankbilanzen. Dafür prägte der Kritiker den Begriff «Liquidationism», eine seiner Meinung nach gefährliche Idee, die am Ursprung der Asienkrise 1997/98 stand. Dass die Ausstattung der Banken mit Eigenkapital als ungenügend galt, verschärfte deren Finanzierungsprobleme und damit die Spannungen auf den internationalen Geldmärkten. In Grossbritannien diente dies gar als Vorwand für die Nationalisierung von Northern Rock und Bradford & Bingley, also die Enteignung der Aktionäre.

«Die Politik der Behörden beruhte auf der irrigen Annahme», meinte Congdon, «dass eine positive Wechselwirkung zwischen dem Zuwachs der Bankkredite an private Unternehmen und jenem der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage besteht.» Gemäss dieser Auffassung gehe es darum, weniger die Entwicklung der Geldmengen als vielmehr der Kredite zum Bewältigen von Krisen einzusetzen. Prominente Vertreter dieses «Creditism», wie ihn Congdon bezeichnete, seien Ben Bernanke und Alan Blinder.

Eine Beziehung zwischen den Veränderungen der realen Inlandnachfrage und der Ausleihungen an Unternehmen lasse sich indessen empirisch nicht nachweisen. Deshalb hätten die Behörden im Herbst 2008 mit ihren Forderungen nach grosszügigerer Kreditvergabe und reichlicherer Eigenmittelausstattung die falsche Strategie gewählt. Die richtige Antwort auf die Krise, meinte Congdon, hätte drei Massnahmen erfordert. Erstens wäre unmittelbares Handeln zur Sicherung der Liquidität des Bankensystems nötig gewesen, vor allem durch das Gewähren zeitlich unbegrenzter Last-Resort-Fazilitäten und Regierungsgarantien. Zweitens hätten die Geldmengen kurzfristig massiv erhöht werden müssen: Das Instrument des «quantitative easing» sei zu spät eingesetzt worden. Und drittens hätte man den Finanzinstituten einen langen Zeitraum, zum Beispiel fünf Jahre, zum Stärken ihrer Solvenz und zum Verbessern der Qualität ihrer Aktiven einräumen müssen, ohne Vorschriften zur Bewertung der Titel und zur Ausstattung mit Eigenkapital.

«Der staatliche Interventionismus während der Krise wird Spuren hinterlassen», glaubte Congdon. Weil die Eingriffe die Eigentumsrechte der Aktionäre verletzten und die unternehmerische Freiheit der Finanzinstitute beschnitten, werde die Eigenmittelbeschaffung für diese wichtige Branche schwieriger. Auch würden die Banken den Anteil von sicheren Staatsanleihen an ihren Aktiven anheben und höhere Kreditmargen einfordern. Das führe im internationalen Banking in einem gewissen Ausmass zu einer Rückkehr zu den Zeiten vor der Globalisierung und der Liberalisierung.

> «Der staatliche Interventionismus während der Krise wird Spuren hinterlassen.»
>
> **Tim Congdon**

Freiheit leidet nicht unter Eingriffen

Wie wirkt sich die Finanz- und Wirtschaftskrise auf die wirtschaftliche Freiheit aus? Um diese Frage zu beantworten, führte Professor **Jan-Egbert Sturm**, der die KOF Konjunkturforschungsstelle an der ETH Zürich leitet, zusammen mit seinen holländischen Kollegen Jakob de Haan und Eelco Zandberg eine Fallstudie durch: Am Beispiel der Bankenkrisen in Norwegen und Schweden in den frühen 1990er Jahren untersuchten die Forscher, ob die Staaten die Wirtschaft nach den Krisen stärker einschränkten.

Die Freiheit verstand Sturm als rechtlich abgesicherte Handels- und Wirtschaftsfreiheit im liberalen Sinn, dabei stellte er auf den 141 Länder umfassenden Datensatz des Economic Freedom Index (EFI) ab, den das bekannte Fraser Institut erhebt. Der Index unterscheidet fünf Bereiche von Wirtschaftsfreiheit: Regierung (Staatsgrösse, Ausgaben, Steuern), Rechtssicherheit und Eigentumsschutz, Geld (Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt, Inflation), Handel und Regulierung. Diese fünf Komponenten lassen sich in 42 Subkomponenten aufgliedern. Insgesamt stehen den Regierungen auch 42 Politikvariablen zur Verfügung, mit denen sie auf die Wirtschaftsfreiheit einwirken können.

«Das Beispiel der Bankenkrisen in Norwegen und Schweden ist für den Vergleich aus verschiedenen Gründen interessant», stellte Sturm fest: Erstens lösten Verluste von einzelnen Banken heftige Verwerfungen im Bankensystem der beiden skandinavischen Länder aus. Zweitens kamen die gleichen Instrumente zum Einsatz wie heute, also Garantien, Kapitalzufuhren, Bad Banks und Verstaatlichungen. Und drittens wa-

ren die Verluste in Prozenten des BIP erheblich: In Norwegen betrugen die Kreditabschreiber 1991 rund 6 Prozent des BIP, in Schweden beliefen sich die volkswirtschaftlichen Nettokosten des Bankenrettungspakets auf 2 Prozent des BIP. Besonders interessant fanden die Forscher jedoch angesichts der aktuellen Bankenkrise: «Die Massnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems in Norwegen erwiesen sich im Nachhinein als vorteilhaft für die Steuerzahler, da der Verkauf der nationalisierten Banken mehr einbrachte, als die Rettungsmassnahmen gekostet hatten.»

Wie aber wirkten sich diese Eingriffe auf die Wirtschaftsordnung der beiden Länder aus? «Insgesamt führten die Staatsinterventionen zugunsten des Bankensystems zu keinem Verlust an wirtschaftlicher Freiheit», erkannte Sturm. Zwar erhöhten sich die Staatsausgaben und die staatlichen Transfers aufgrund der Sanierungspakete vorübergehend. Aber die Eingriffe der Staaten beeinträchtigten die wirtschaftlichen Freiheiten nicht dauerhaft.

> «Die Massnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems erwiesen sich als vorteilhaft für den Steuerzahler.»
>
> **Jan-Egbert Sturm**

Die Forscher fragten sich deshalb, ob sich die guten Erfahrungen in Skandinavien auf die heutige Finanz- und Wirtschaftskrise übertragen liessen. Zu diesem Zweck entwickelten sie ein Regressionsmodell mit 131 Ländern und verschiedenen Zeitperioden (2000-2006, 1975-2005), mit dem sich zeigen lässt, wie Krisen die wirtschaftliche Freiheit beeinflussen. Dabei kamen sie zu ähnlichen Ergebnissen wie in der Fallstudie zu Norwegen und Schweden. Kurzfristig beeinträchtige eine systemische Bankenkrise die wirtschaftliche Freiheit in ihren verschiedenen Dimensionen, stellte Sturm fest. Dagegen erleide während einer Wirtschaftskrise das Freiheitsniveau insgesamt keine Einbussen. Längerfristig führe eine systemische Bankenkrise sogar zu einem höheren Freiheitsniveau, ausser bei Transfers und Subventionen. Dagegen wirke sich eine Wirtschaftskrise eher freiheitseinschränkend aus.

Diese vorläufigen Resultate seien mit Vorbehalt aufzunehmen, meinte Sturm. Erstens lasse sich die Bankenkrise in Skandinavien nicht direkt mit der heutigen globalen Krise vergleichen. Zweitens stünden für die Regressionsschätzungen relativ wenige und nicht genügend gesicherte Daten zur Verfügung. Und drittens könne man sich fragen, ob der Index richtig konstruiert sei, wenn er etwa auch staatliche Steuern und Ausgaben einschliesst: So könne die Wohlfahrt eines Landes bei höheren Gesundheitsausgaben steigen, während der Wert auf dem EFI sinkt. Interessant aber, dass Sturm mit statistischen Methoden zu ähnlichen Erkenntnissen kam wie Tobias Straumann bei seinen historischen Studien: «Effektive staatliche Interventionen ermöglichen eine rasche Erholung des Finanzsektors.»

04 Regulierungsfragen

Gute Regulierung schützt die Marktteilnehmer: Diese Erwartung erfüllten die Finanzmarktaufseher in der Krise nicht. Deshalb besteht dringender Handlungsbedarf – was nicht funktioniert hat, muss repariert werden. Welche Massnahmen sich aufdrängen, erklärten Repräsentanten von Finanzmarktaufsicht und Notenbanken. Und EU-Botschafter Michael Reiterer meinte gar, nur mit schärferer Regulierung lasse sich Krisen vorbeugen: «Die neoliberalen Ideen haben ausgedient.»

Seit die Finanzkrise ausbrach, mangelt es nicht an Vorschlägen, was geschehen soll. **Hans Caspar von der Crone**, Rechtsprofessor an der Universität Zürich, unterzog sich der Aufgabe, diese Anregungen zu sichten: Er überprüfte sechs Thesen, die beim Aufarbeiten der Finanzkrise vertreten werden, auf ihre Stichhaltigkeit.

1. Es braucht nicht mehr Regulierung, sondern andere Regulierung. Das Konzept des Value at Risk habe versagt: Es lasse ein nie dagewesenes Mass an Fremdfinanzierung zu, was dazu führte, dass gigantische Werte geschaffen, aber auch wieder vernichtet wurden. Von der Crone teilte diese Ansicht nicht. Das Value at Risk-Modell baue auf einer überprüfbaren statistischen Analyse auf und beruhe auf einem breiten Erfahrungsschatz. «Es braucht nicht einen grundlegend neuen Ansatz», meinte der Jurist, sondern das Verarbeiten der Erfahrungen während der Krisenjahre sowie den Verzicht auf das opportunistische Hin und Her bei den Rechnungslegungsvorschriften. Die Bankenaufsicht solle dezidiert beim Setzen von Standards für die Rechnungslegung mitreden.

2. Nach der Krise droht die Überregulierung. Die Aufsichtsbehörden sehen sich unter dem wachsenden Druck von Politik und Öffentlichkeit zum Aktivismus gedrängt; unter den Regulatoren bricht Hektik aus. Auch von der Crone meinte, die Regulierungsdichte werde wahrscheinlich zunehmen. «Der Regulator wird auch herausgefordert durch den Versuch einzelner Marktteilnehmer, den bestehenden Standard zu unterlaufen», stellte er fest. «Auf diese Herausforderung wird er mit immer umfassenderer Regulierung antworten.»

3. Die Finanzmarktkrise ist eine Vertrauenskrise. Die Finanzdienstleistungen sind eine Branche, die besonders stark auf der Reputation jedes einzelnen Marktteilnehmers beruht. Deshalb brauchen sie Standards, um den Kunden Qualitätssignale zu geben, die die Suchkosten senken. Während der Krise ging das Vertrauen in diese Signale verloren. Das Vertrauen in die Ratings und in die Signale, die auf eine genügende Eigenmittelausstattung der Banken verwiesen, wurde erschüttert. «Die Vertrauenskrise», sagte von der Crone deshalb, «erwies sich als Realitätsschock.»

> «Die Sozialisierung von Risiken ist weder aus marktwirtschaftlicher noch aus politischer Sicht akzeptabel.»
>
> **Hans Caspar von der Crone**

4. Der Staat darf nicht länger Geisel des Prinzips «too big to fail» sein. Wenn Marktteilnehmer damit rechnen können, im Notfall gerettet zu werden, gehen sie Risiken ein, ohne die vollen Kosten dafür zu tragen. Von der Crone stimmte der These zu: «Die Sozialisierung von Risiken ist weder aus marktwirtschaftlicher noch aus politischer Sicht akzeptabel.» Allerdings schätze er die Chancen des Staates, sich aus der Geiselhaft der allzu grossen Banken zu be-

freien, nüchtern ein. Denn auch die Reputation des Regulators stehe auf dem Spiel. Die Aufsichtsbehörden hätten während der Krise nicht nur einzelne systemrelevante Banken, sondern auch das System und damit sich selbst gerettet – «too big to fail» wurde überlagert durch «too dangerous for the regulator's reputation to let fail».

5. Selbstregulierung bürgt für Kompetenz und Marktnähe. Die klassischen politischen Strukturen des Staates verfügten nicht über das notwendige Fachwissen für die Regulierung der Finanzmärkte. Diese Aufgabe sei daher an Fachspezialisten mit Markterfahrung zu delegieren. Von der Crone mochte diese These nicht unterschreiben: «Ich verstehe die Ordnung der Finanzmärkte als Kernaufgabe des Staates. Es kann nicht sein, dass der Staat eine Aufgabe, die unter Umständen mehr kostet als der ganze Rest des Staatsbudgets, von der politischen auf eine rein fachliche Ebene delegiert.»

6. Eine Hauptursache der Finanzkrise sind die Entschädigungsmodelle. Denn sie verführten die Bankkader dazu, übertriebene Risiken einzugehen. Für von der Crone greift diese These zu kurz: «Die Tatsachen sprechen eine andere Sprache», stellte er fest. «Die Bankmanager müssen einen grossen Teil ihrer Entschädigung in gesperrten Aktien des Unternehmens beziehen. Entsprechend gross waren die Verluste, die sie in der Finanzkrise erlitten. Es ist nicht wahrscheinlich, dass sie diese Verluste sehenden Auges in Kauf nahmen.» Klar sei aber, dass sich die Geschäftsleitungen der Risiken, denen sie ihre Institute und damit auch sich selbst aussetzten, in keiner Weise bewusst waren. «Das ist eine ernüchternde Feststellung, weil sich die Bankmanager als Risikospezialisten verstehen», sagte von der Crone. Die Konsequenz müsse sein: Im Zentrum der Bemühungen um eine Neuordnung der Finanzmarktaufsicht sollten nicht die Saläre stehen, sondern die Modelle zum Kontrollieren des Risikos.

Schadenpotenzial der Grossbanken begrenzen

«Bei der Regulierung kann man es nie allen recht machen», wusste **Eugen Haltiner** aus eigener Erfahrung: Es gehe immer um einen Optimierungsprozess. Der Präsident der Finanzmarktaufsicht Finma, die sich von Branche, Politik und Medien in ihrem kurzen Bestehen schon einiges an Kritik anhören musste, legte deshalb dar, wie sich die Regulierung auf Schweizer Art in der Krise bewährte und wo sie für die Zukunft Verbesserungen braucht.

> «Die Brücke zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden muss deutlich stärker gebaut werden.»
>
> **Eugen Haltiner**

Der Schweizer Ansatz beruhe auf Prinzipien, betonte Haltiner: Die Gesetzestexte, mit denen die Finanzmarktaufseher arbeiten, umfassten in der Schweiz 6000 Seiten, in den USA 100 000 Seiten. Auf dieser Grundlage, die nicht die Details festschreibe, liessen sich neue Entwicklungen flexibel regeln. So gelang es, die Anforderungen an Liquidität und Eigenkapital der Banken zu verschärfen, ohne eine Verordnung zu ändern. Gerade bei diesen von der Finanzindustrie bekämpften Bemühungen, die Stabilität des Bankensystems zu sichern, zeigte sich allerdings gemäss Haltiner: «Die Brücke zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden muss deutlich stärker gebaut werden.»

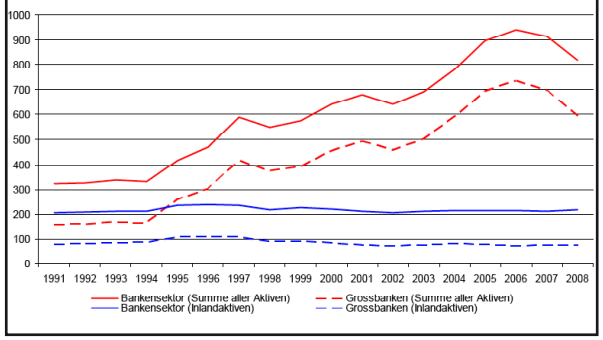
Auch der Finma-Präsident trat dafür ein, «das Schadenpotenzial der Grossbanken auf ein volkswirtschaftlich vertretbares Mass zu reduzieren». Vor einer «Null-

risikopolitik» warnte er aber: Wer die Grossbanken aus der Schweiz vertreibe, verursache grössere volkswirtschaftliche Schäden. Immerhin müsse angesichts des Gewichts von UBS und CS die Schweizer Regulierung «da und dort über die internationalen Standards hinausgehen». Als «brennende Fragen» nannte Haltiner denn auch einerseits das Problem, dass Banken «too big to fail» sind, also die Frage, wie die Regulierung mit antizyklisch wirkenden Vorschriften ein überhitztes Wachstum der Bankbilanzen eindämmen kann, anderseits die Debatte, ob und wie die Vergütungen in der Finanzindustrie gesetzlich festzulegen sind: «Diese Thematik beschäftigt uns intensiv.»

Daneben verwies der Finma-Chef aber auch auf den Kundenschutz als zentrale, jedoch wenig beachtete Aufgabe der Aufsicht: «Wir schliessen, von den Medien kaum bemerkt, drei bis fünf nicht bewilligte Intermediäre im Monat.» Und Haltiner sprach auch die Defizite

Herausforderungen für die Systemstabilität: Die «Too-big-to-fail»-Problematik

Grösse des Bankensektors (% BIP)



Quelle: Eidg. Finanzverwaltung

der Schweizer Regulierung bei Börsendelikten an. In Fällen wie Sulzer oder Implenia seien der Aufsicht im heutigen System die Hände gebunden; die Anwälte der Parteien nutzten die Verzögerungsmöglichkeiten im Exzess: «Es ist nicht die Schuld der Aufseher, dass der Fall Sulzer drei Jahre dauerte.» Um seine Aufgaben zu bewältigen, wolle er aber nicht mehr Leute einstellen, betonte Haltiner, sondern die Qualität ihrer Arbeit so anheben, dass sie den Erwartungen besser entspreche. Als Motto nahm er dabei ein Zitat aus der «Financial Times»: «Die weltweit erfolgreichsten Finanzmärkte sind jene, die die richtige Balance zwischen Vertrauen und Regulierung finden, also den Unternehmen die grösstmögliche Freiheit bieten, während deren Kunden den angemessenen Schutz geniessen.»

Alles auf dem Prüfstand

«Die Banken haben ihre Modelle angewendet, aber den Beipackzettel nicht gelesen», spottete Professor **Hans-Helmut Kotz**. Als Vorstandsmitglied der Deutschen Bundesbank, zuständig für Finanzstabilität, fragte er sich, welche Herausforderungen sich für die Regulierung und die Überwachung des Bankensystems stellen, nachdem die Risikomodelle den Markteinbruch nicht verhindern konnten.

Dabei sei von den eigentlichen Zielen der Regulierung auszugehen, betonte Kotz: Schutz der Wettbewerbsfreiheit, also Verhinderung von Marktmacht; Konsumentenschutz, vor allem durch eine Einlagenversicherung; Beseitigung von Externalitäten wie Informationsasymmetrien, Intransparenz oder exogenen Liquiditätsschocks; Verhinderung von systemischen Instabilitäten. Die Überwachung des Finanzmarktes müsse vor allem die Stabilität der Banken sicherstellen. Nach den Erfahrungen in der Krise stehe deshalb, was die Regulierung und Überwachung der Banken angehe, mehr oder weniger alles auf dem Prüfstand: vom Business-Modell der Banken mit ihren umstrittenen Anreizstrukturen und ihrem fragwürdigen Risikomanagement über die Marktinfrastruktur, wo eine zentrale Gegenpartei fehle, die Markttransparenz und die Eigenkapitalanforderungen mit ihren bekannten Schwächen bis hin zu den Rechnungslegungsnormen.

Was aus den Mängeln der heutigen Regulierung folgt, erläuterte Kotz am Beispiel der Entwicklung der

Bankaktiven mit und ohne Risikogewichtung. Risikogewichtet verlief deren Wachstum nicht spektakulär, ungewichtet aber geradezu stürmisch. Die Banken und die Aufsichtsbehörden verliessen sich jedoch fast ausschliesslich darauf, die risikogewichtete Entwicklung zu überwachen – das führte zu den bekannten Fehleinschätzungen.

Für die zukünftigen Regulierungsarbeiten forderte Kotz deshalb: Erstens müssten die Banken neue Geschäftsmodelle mit ausgewogeneren Vergütungssystemen einführen und zu realistischeren Gewinnerwartungen zurückkehren. Zweitens seien die Risikomodelle zu verbessern, insbesondere auch die Bepreisung von Kreditderivaten und die Rolle der Ratingagenturen. Drittens müssten die Eigenkapitalanforderungen revidiert werden: Basel II habe als Reaktion auf Basel I übersteuert – es brauche nicht ausgeklügelte, sondern einfache und robuste Regeln. Viertens gelte es, Liquiditätspuffer zu schaffen: «Interessant», meinte Kotz, «sind die Erfahrungen von Kanada, das mit solchen Puffern die laufende Finanzmarktkrise am besten überstanden hat.» Und fünftens seien die Normen für die Rechnungslegung zu überprüfen und zu verändern.

> «Ich wünsche mir regulatorischen Konservativismus, gesunden Skeptizismus und keine Anmassung von Wissen.»
>
> **Hans-Helmut Kotz**

Zentral sei es dabei, die Mikro- und die Makroebene besser zu verzahnen als bisher, betonte Kotz: Die Bemühungen der prudenziellen Aufsicht im Mikro-Bereich der Banken führten nicht zwangsläufig zur Stabilität des Bankensystems auf der Makro-Ebene. Weiter sei es wichtig, identische Sachverhalte gleich zu regeln, um Regulierungsarbitrage zu vermeiden. Und schliesslich müsse die Aufsicht nicht nur auf die Aktivseite der Bilanzen schauen, sondern auch die Passivseite durchleuchten, was ihre Zusammensetzung und die Fristentransformation angehe. «Ich wünsche mir bei diesen Arbeiten regulatorischen Konservativismus», schloss der Zentralbankvertreter, «einen gesunden Skeptizismus und keine Anmassung von Wissen.»

Banken auch «too interconnected to fail»

Wie die Schweizerische Nationalbank das Problem angehen will, dass Grossbanken «too big to fail» sind, erläuterte **Philipp Hildebrand** als Vizepräsident des Direktoriums in der Diskussion. Die Frage nach der optimalen Grösse der Banken stelle sich erst am Schluss, wenn zuvor andere Massnahmen nicht greifen. Erstens sei die Resilienz der Institute zu stärken, vor allem mit einer besseren Eigenmittelausstattung. Die Nationalbank hält Verschuldungsgrade über 20 für unvorsichtig und somit in guten Zeiten für unerwünscht. Die Eigenmittel sollten also mindestens 5 Prozent der Bilanzsumme ausmachen. Zweitens gelte es, die Problematik der Derivate zu lösen: Für die over the counter gehandelten Kontrakte in Milliardenhöhe brach in der Krise der Markt zusammen, da eine zentrale Gegenpartei fehlte. Und drittens müsse das Recht die ordentliche Liquidation einer Bank ermöglichen. Das sei aufgrund der unterschiedlichen nationalen Rechtsordnungen komplex. Die Nationalbank denkt deshalb an Vorschriften bezüglich der Organisationsstruktur grosser Finanzinstitute, aufgrund derer sich im Krisenfall die für das Funktionieren der Volkswirtschaft wichtigen Teile herauslösen liessen.

In seinem Referat äusserte sich Hildebrand aber nicht zur Regulierung des Finanzsystems, sondern zu dessen Fundament, der Finanzmarktinfrastruktur: «Ob-

wohl diese technischen Einrichtungen nur selten im Rampenlicht stehen, sind sie für das Finanzsystem unerlässlich.» Über die Systeme würden enorme Volumen abgewickelt, so über das Swiss Interbank Clearing täglich 1,5 Millionen Transaktionen mit einem Gesamtwert von 220 Milliarden Schweizer Franken. «Die Finanzmarktinfrastruktur hat sich während der Finanzkrise insgesamt sehr gut bewährt», stellte Hildebrand fest. «Sie hat dazu beigetragen, die enormen Unsicherheiten im Finanzsystem nicht zusätzlich zu verstärken.»

> «Die Finanzmarktinfrastruktur hat dazu beigetragen, die Unsicherheiten nicht zusätzlich zu verstärken.»
>
> **Philipp Hildebrand**

Nicht nur national, sondern auch international habe die Infrastruktur in der Krise standgehalten, so das in den letzten Jahren aufgebaute Continuous Linked Settlement CLS, das es erlaube, Devisengeschäfte praktisch risikolos abzuwickeln. «Vor dem Hintergrund der in den beiden letzten Jahren signifikant angestiegenen Gegenparteirisiken braucht es nicht viel Phantasie, um sich vorzustellen, was passiert wäre, wenn es CLS nicht gäbe», sagte Hildebrand. «Viele Handelsparteien hätten – in einigen Fällen zu Recht – befürchtet, dass ihre Geschäftspartner den eingegangenen Verpflichtungen nicht nachkommen würden. Sie hätten sich deshalb gehütet, überhaupt noch Devisengeschäfte abzuschliessen.»

Trotzdem bestehe Handlungsbedarf bei der Infrastruktur, vor allem weil es in wichtigen Finanzmärkten keine angemessene gebe, was ihm Sorgen bereite. Dringend einzugreifen sei im OTC-Derivatemarkt, einem guten – oder eben schlechten – Beispiel, dass Selbstregulierung nicht immer funktioniere: «Dieser weitgehend unregulierte Markt ist in den letzten 15 Jahren rasant gewachsen, ohne dass eine angemessene Infrastruktur für die Abrechnung und Abwicklung der Geschäfte aufgebaut wurde.» Hildebrand begrüsste deshalb die Bestrebungen, den Handel mit diesen Derivaten zukünftig vermehrt über zentrale Gegenparteien abzuwickeln: Diese förderten einerseits die Markttransparenz und trügen anderseits dazu bei, die Komplexität des Finanzsystems zu reduzieren, auch weil sie eine Standardisierung der auf diesen Plattformen gehandelten Produkte bedingen würden. Eines der dringendsten Probleme, das die Regulatoren lösen müssen, meinte der zukünftige Direktionspräsident der Nationalbank, sei eben, dass Banken nicht nur «too big to fail» sein können, sondern auch «too interconnected to fail».

Protektionismus in der EU?

Die Finanzkrise führe zu einem «globalen sozialen Notstand», meinte **Michael Reiterer**. Der EU-Botschafter für Schweiz und Liechtenstein zeigte sich deshalb überzeugt, dass der Kampf gegen die Krise nicht nur gegenwärtig Notmassnahmen rechtfertige, sondern auch zukünftig eine stärkere Regulierung des Finanzmarktes erfordere. In seinem Referat stellte er die Massnahmen vor, die die EU-Kommission dafür vorsieht.

«Die Regulierungen, die sie vorschlägt, sollen eine Wiederholung der Krise verhindern», betonte Reiterer. Die Vorschläge betreffen die Banken, die Ratingagenturen und die Managementgesellschaften von alternativen Anlagefonds ebenso wie die internationale Steuerpraxis. Bei den Banken will die Kommission die Eigenkapitalanforderungen verschärfen sowie auch Vorschriften zur Vergütungspraxis erlassen. Die Ratingagenturen sollen in Zukunft eine Zulassung benötigen und sich im Tagesgeschäft überwachen lassen.

«Verhindert werden sollen damit nicht nur Interessenkonflikte, sondern auch unzulängliche Methoden beim Bewerten von Risiken», erklärt Reiterer. Diesen Vorschlag der EU-Kommission nahm der Rat der Europäischen Union bereits im April an.

Gleichzeitig will die EU-Kommission auch eine umfassende, harmonisierte Regulierung für die Managementgesellschaften von alternativen Anlagefonds einführen. Dadurch beschränkt sie den Marktzutritt für Gesellschaften aus Nicht-EU-Ländern: Diese sollen die Zulassung nur bekommen, wenn sie einer gleichwertigen Regelung wie in der EU unterliegen. Während einer Sperrfrist von drei Jahren soll geprüft werden, ob die Vorschriften der Drittländer als gleichwertig zu betrachten sind. Den erschwerten Marktzugang wollte Reiterer nicht als protektionistische Massnahmen sehen: «Wir wollen einen offenen Markt, aber wir wollen ihn reguliert.» Dennoch stellte er auch klar, «dass Finanzintermediäre aus einem Drittland nun einmal nicht automatisch den gleichen Zugang zum Binnenmarkt haben wie Anbieter aus Mitgliedsstaaten».

> «Man ist interventionistischer geworden. Ich bin überzeugt, dass neoliberale Ideen ausgedient haben.»
>
> **Michael Reiterer**

Verschärfen will die EU-Kommission aber nicht nur die Vorschriften für die Finanzindustrie, sondern auch die Regelungen im Steuerbereich. Sie schlägt hier vor, das Zinsbesteuerungsabkommen so weiterzuentwickeln, dass juristische Personen ebenfalls erfasst werden und zudem auch zinsähnliche Einkünfte unter das Abkommen fallen. «Es geht der EU nicht darum, den gläsernen Bürger zu schaffen», hielt Reiterer fest, «sondern zu verhindern, dass ein Bürger im Ausland vor seinen eigenen Steuerbehörden geschützt wird.» Als Folge dieser «Selbstverständlichkeit» betonte der EU-Botschafter: «Ich sehe keinen Grund für Gegenleistungen der EU, falls das Zinsbesteuerungsabkommen mit der Schweiz den Vorstellungen der EU angepasst wird.» Die Rolle des Staates habe sich in der Krise gewandelt, stellte Reiterer fest: «Man ist interventionistischer geworden». Dies entspreche auch seinem persönlichen Standpunkt: «Ich bin überzeugt, dass neoliberale Ideen ausgedient haben», erklärte er in der Diskussion. Er forderte denn auch eine stärkere globale Regulierung: «Die Finanz- und Wirtschaftskrise hat die westlich geprägten Werte und Institutionen in Frage gestellt».

05 Ausblick

Was folgt aus der Krise? Wer die Gründe dafür anschaut, der erkennt auch, welche Lehren daraus zu ziehen sind. Wir dürften die Geldmenge nicht mehr aufblähen und müssten Entscheid und Haftung wieder zusammenführen, meint Joachim Starbatty. Wir sollten uns nicht in einer Scheinsicherheit wiegen, rät Felix Salmon, sondern uns «in eine Welt des Risikos» wagen. Und Harold James sieht aufgrund der globalen Ungleichgewichte, die zur Krise führten, eine «neue Geografie der Macht».

Zwei Ursachen erkannte **Joachim Starbatty** für die gegenwärtige Krise: einerseits die Ausweitung der Geldmenge, anderseits die Trennung von Risiko und Haftung bei Entscheidungsträgern. Aus diesen Erkenntnissen leitete der Tübinger Wirtschaftsprofessor seine Empfehlungen ab, was zu tun ist. Erstens müsse sich die Geldpolitik ausschliesslich an der Stabilität des Geldmengenwachstums orientieren. Und zweitens dürften die Manager erst bei einem langfristigen Erfolg ihrer Firmen profitieren.

> «Platzt die Staatsanleihenblase, war die bisherige Krise nur ein Vorgeschmack.»
>
> **Joachim Starbatty**

Mit einer Karikatur veranschaulichte Starbatty die Lage. Der Kapitän eines Schiffs, das auf dem Meeresgrund liegt, verkündet seinen Passagieren die gute Nachricht: Soeben habe man die Talsohle erreicht. Starbatty misstraute den Voraussagen, die eine schnelle Erholung der Wirtschaft versprechen. Dies nicht nur, weil Prognosen grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet seien, sondern auch, weil es wenig Anzeichen gebe, dass die Fehler, die zur Krise führten, korrigiert würden.

Die erste Ursache der Krise sah Starbatty in der stetigen Erhöhung der Geldmenge in den vergangenen Jahren. «In Europa ist die Geldmenge zwischen 2000 und 2009 um 100 Prozent angestiegen», kritisierte er. Hohe Wachstumsraten verzeichneten gleichzeitig auch Japan und die USA. «Wir haben es im Grunde mit einer Art papiernem Münzbetrug zu tun», brachte Starbatty seine Kritik auf den Punkt. Dass diese Aufblähung der Geldmenge nicht zu Inflation führte, erklärte er mit den moderaten Lohnabschlüssen. Aufgrund der Phillips-Kurve gebe es keine Preissteigerung, wenn die Differenz zwischen Lohnwachstum und Produktivität gleich null ist: «Die Preisstabilität haben nicht die Zentralbanken verursacht, sondern die zurückhaltenden Gewerkschaften.»

Obwohl die Konsumentenpreise stabil blieben, führten die niedrigen Zinsen zwingend zu Fehlallokationen; so verursachten sie die gegenwärtige Krise. «Die Billiggeldpolitik der USA hat weltweit zu Blasen geführt», stellte Starbatty fest. In den USA, aber auch in vielen europäischen Ländern, allen voran Irland und Spanien, seien wegen der niedrigen Zinsen die Immobilienpreise gestiegen. Diese waren gemessen an der langfristigen Rendite zu hoch. Als die Zinsen erhöht wurden, um den Boom zu bremsen, brach deshalb der Immobilienmarkt zusammen.

Da am Anfang der Krise die Ausweitung der Geldmenge stand, fordert Starbatty eine Geldpolitik, die nur einer Regel folge: «Die Geldpolitik soll auf die Stabilität der Geldmenge ausgerichtet sein und auf sonst nichts.» Ein zweites Ziel wie die Orientierung an der Preisstabilität würde nach seiner Meinung nur zur Verwässerung des wichtigsten Ziels führen. Die Regel lasse in der Praxis durchaus einen gewissen Spielraum zu: Es gehe nicht darum, die Geldmenge völlig konstant zu halten. Doch jede Abweichung von der Regel

müsse begründet werden. «Die Ausrichtung auf eine Säule, also ausschliesslich die monetäre, stärkt zudem die Position der Zentralbank, weil sie dadurch weniger Druckversuchen der Politik ausgesetzt sein wird», erläutert der Ökonom einen weiteren Vorteil seines Vorschlags.

Als zweite Fehlentwicklung, die in die Krise führte, erkannte Starbatty zwar nicht die Gier der Akteure, wohl aber falsche Anreize aufgrund der Vergütungssysteme in den Banken: «Gier ist kein Problem, solange das institutionelle Umfeld stimmt.» Starbatty bemängelte an den Vergütungssystemen, dass sie bisher kurzfristiges Denken gefördert hätten. «Im Grunde geht es bei einer Neukonzeption der Vergütungssysteme darum, Risiko und Haftung wieder zu koppeln», erläuterte er seinen Vorschlag für eine Alternative. Er regte an, die Manager statt mit Optionen, die ausgeübt werden könnten oder auch nicht, mit Forwards auf zehn Jahre zu vergüten.

Im scharfen Gegensatz zu seinen eigenen Vorschlägen sah Starbatty die Massnahmen zum Ankurbeln der Konjunktur unter Berufung auf Keynes. «Es liegt heute keine keynesianische Krise vor», zeigte sich der Ökonom überzeugt. Keynes habe seine Empfehlungen für den Fall abgegeben, dass die Konsumenten ihr Geld horten, statt es auszugeben. Dies sei aber in der gegenwärtigen Krise nicht der Fall. Hinzu komme, dass die gegenwärtigen Konjunkturpakete Branchen helfen, denen es ohnehin gut geht. Deutschland fördert die stabile Bauindustrie, die wirtschaftlichen Probleme liegen indes bei der Exportwirtschaft. Gleichzeitig führten die Konjunkturprogramme zu einer massiven Zunahme der Staatsverschuldung. Deshalb stelle sich die Frage nach der Exit-Option, also danach, wie diese Staatsschulden abgebaut werden sollen. Starbatty zeigte sich skeptisch, was Sparanstrengungen betrifft. Er erwartete vielmehr, dass die Schulden mittels Inflation verringert würden. Dazu passe die nach wie vor expansive Geldpolitik mit extrem niedrigen Zinsen.

Aufgrund dieser Politik fliesse derzeit viel Geld in Staatsanleihen. «Wenn der Mindestzinssatz bei einem Prozent liegt, Staatsanleihen aber mit drei bis vier Prozent verzinst werden, ist der Kauf von Staatsanleihen für Banken ein risikofreies Geschäft», erklärte Starbatty. Hier kündige sich bereits die nächste Blase an, mit schwerwiegenden Folgen, wenn sie platzt. Es gehe dabei nicht nur um enorme Summen. Zusätzlich würde auch das Vertrauen in die Staatsanleihen als letzten sicheren Hafen für Geldanlagen zerstört. Starbatty warnte deshalb: «Platzt die Staatsanleihenblase, dann war die bisherige Krise nur ein Vorgeschmack.»

Globalisierung geht weiter, ist aber verletzlich

Wer in den letzten Jahren durch den Londoner Flughafen Heathrow ging, den lockten Plakate von Banken in Island oder Nigeria – jetzt werben wieder ausschliesslich britische Finanzinstitute um das Geld der Passagiere. In der Finanzkrise «schauten wir zeitweilig in den Abgrund», betonte Professor **Harold James**. Der Historiker von der Princeton University fragte sich, ob diese Erfahrung wie in den Dreissigerjahren des 20. Jahrhunderts zu einer De-Globalisierung führe. Er sagte zumindest einen «neuen finanziellen Nationalismus» voraus.

Das letzte Vierteljahrhundert der Globalisierung sah er von der Finanzindustrie getrieben. Am dynamischsten entwickelten sich seit dem Ende des Kalten Krieges 1989 die kleinen, offenen Volkswirtschaften, also in Asien Singapur oder Taiwan, in Südamerika Chile und in Europa Österreich, Luxemburg und die Schweiz. Seit 2006 aber herrschte die «Obsession» mit den BRICs, also Brasilien – «das wohl nicht wirklich dazugehört» –, Russland, Indien und China. Allerdings deutete James das Akronym auf seine eigene Art: Er sieht diese Staaten als «Big Really Imperial Countries». Sie stellen für ihn das Weltwirtschaftssystem in Frage, weil sie ihre eigenen, politisch motivierten Ordnungsvorstellungen einbringen.

Die neue Logik zeigte sich in der Finanzkrise. Die Regierungen und die Steuerzahler der einzelnen Staaten mussten die Banken retten, bei den grenzüberschreitenden Instituten wie im Benelux stellten sich die schwierigsten Probleme. Deshalb, hielt James fest, regulierten die Staaten ihre Banken, eine europaweite Aufsicht über die Finanzindustrie komme nicht zustande. Bricht also eine Epoche der Retro-Finanz an?

Die Explosion der Finanzinnovationen im vergangenen Vierteljahrhundert war «nicht der einzige Irrtum der Globalisierung», erklärte der Historiker. Einen vergleichbaren Boom erlebten im 18. Jahrhundert die Textilproduktion, im 19. Jahrhundert die Eisenbahnen und mit ihnen die Stahl- sowie die Maschinenindustrie. Als die Blasen platzten, gingen Tausende von Unternehmen unter; die stärksten aber trieben das Wachstum weiter, teils bis heute. Diese Entwicklung sagte James auch der Finanzindustrie voraus: Die Innovation gehe weiter, «die Securitisierung verschwindet nicht». Aber die Banken, deren Zahl stark schrumpfe, müssten einfachere, kostengünstigere Angebote entwickeln.

«Die Schweiz wird ein Finanzzentrum bleiben, aber nicht so bedeutend wie bisher.»

Harold James

«Die Finanzindustrie muss sich auch wieder stärker lokal verankern», meinte James. Einerseits wies er auf die Probleme der Staaten beim Bekämpfen der Krise hin. Dies erforderte, da die Geldpolitik nicht mehr ausreichte, auch massive Konjunkturprogramme. Aber nur die USA und China mit ihren riesigen Binnenmärkten kurbelten ihre eigene Wirtschaft wirkungsvoll an. Die kleineren Länder in Europa konnten sich kein antizyklisches Programm leisten, wie Griechenland oder Italien, oder wollten sich nicht verschulden, weil die Wirkung im Ausland verpufft wäre, wie Luxemburg oder auch die Schweiz. Beim Kampf gegen die Krise standen die Europäer nicht zusammen, betonte James – die europäische Idee litt im Gegenteil unter den nationalen Interventionen, so als die Franzosen ihre Autoindustrie aus der Slowakei abzogen.

Nur grosse Staaten könnten sich Keynesianismus leisten, schloss der Historiker daraus. Anderseits liessen sich Banken zukünftig auch nur von starken Ländern mit einer hohen Sparquote tragen: «Es wird schwieriger, Geld aus dem Ausland zu leihen.» James wies darauf hin, dass schon jetzt die drei grössten Geschäftsbanken Chinas im weltweiten Ranking an der Spitze stehen. Von wo in Zukunft die Macht ausgeht, zeigte sich schon 2007 und 2008, als sich viele westliche Banken rekapitalisieren mussten: Das frische Geld kam aus China, Südkorea, Singapur und den Golfstaaten. James erinnerte daran, dass Verhandlungen über den Einstieg der Koreaner bei Lehman Brothers im Juli 2008 an den Preisvorstellungen von CEO Richard Fuld scheiterten – der Welt wäre nach Ansicht des Historikers womöglich die Finanzkrise erspart geblieben.

Die «neue Geografie der Macht» entwickle sich wohl ähnlich, wie sie der Wirtschaftshistoriker Charles P. Kindleberger in seiner Studie «The World in Depression 1929 – 1939» für die Zwischenkriegszeit erkannte: Grossbritannien, nach dem Ersten Weltkrieg geschwächt, konnte die Führungsrolle nicht mehr ausüben, die USA wollten sie noch nicht übernehmen. Wie die künftige Ordnung aussehen könnte, versinnbildlichten für James die Gruppenfotos vom G20-Treffen im April 2009 in London, mit US-Präsident Barack Obama, der sich demütig gab, und den europäischen Repräsentanten, «die alle ihren nationalen Stereotypen entsprachen», zwischen ihnen, ruhig, würdig

und diszipliniert, der chinesische Staatschef Hu Jin-Tao: «Kommunistische Funktionäre mussten am wichtigsten Treffen den Kapitalismus retten.»

In Zukunft, mit einer Globalisierung, die weitergehe, aber verletzlich bleibe, stehe China so im Zentrum des internationalen Systems, sagte James voraus. Bedeutet seine These, nur noch Grossmächte könnten Grossbanken tragen, dass den grossen Banken in den kleinen Ländern der Untergang droht? Die Frage eines maliziösen Diskussionsteilnehmers beantwortete James vorsichtig: «Die Schweiz wird ein Finanzzentrum bleiben, aber nicht so bedeutend wie bisher.»

Suche nach Sicherheit führt in die Krise

Einen überraschenden Schlusspunkt setzte der Finanzjournalist **Felix Salmon**, der für Reuters professionell einen Blog schreibt. «Es war kein Exzess der Risikofreudigkeit, der zur Krise führte», erklärte er dem verblüfften Publikum, «sondern ein Exzess der Übervorsicht.» Um solche Krisen zu verhindern, müssten wir deshalb die Menschen ermutigen, mit ihrem Geld mehr Risiken einzugehen.

«Es erscheint zwar als unheimliches Risiko, ein Haus zu kaufen ohne Anzahlung und mit einer Hypothek, deren Verzinsung in zwei oder drei Jahren hochschnellt», räumte Salmon ein. Auch die Kreditgeber spielten in der Lotterie, als sie ihr Geld Leuten ausliehen, die es nur zurückzahlen konnten, wenn der Wert ihrer Häuser stieg. So gesehen, entspreche die gegenwärtige Krise dem bekannten Muster: «Ein Haufen Leute und ein Haufen Unternehmen trieben riskanteste Spiele, und deswegen leiden wir jetzt unter dem schwersten Wirtschaftseinbruch seit der Grossen Depression.»

Es war eine klassische Blase, betonte Salmon – «aber sie beruhte nicht auf der Nachfrage nach Risiko, sondern nach Sicherheit». Die grössten Nachfrager waren die Staaten wie China, Russland, Japan und fast alle arabischen Länder, die für Hunderte von Milliarden US-Staatsanleihen kauften, «weil sie das sicherste Investment waren, das man überhaupt machen konnte». Da alle ihr Geld dem amerikanischen Staat anvertrauen wollten, konnte die US-Notenbank Zinsen von nahezu null anbieten. Deshalb mussten sich aber Private nach anderen Anlagen umsehen, die ihnen sowohl Sicherheit als auch Ertrag versprachen.

Der Kapitalmarkt bot sie ihnen bereitwillig. Fannie Mae und Freddie Mac gewährten zwar schon seit Jahren fragwürdige Hypotheken; die beiden Institute genossen aber faktisch die Staatsgarantie und bekamen deshalb ein AAA-Rating: «Irgendwie verflüchtigte sich das hohe Ausfallrisiko der Hypotheken, indem es sich in sichere Bonds der Hypothekenbanken verwandelte.» Die Profitchance, dank einem AAA-Rating billiges Geld in hochrentable, weil eigentlich hochriskante Geschäfte zu stecken, nutzten bald auch andere Konzerne wie GE oder «das grösste Unternehmen mit AAA-Rating der Welt: AIG». Und die Banken ohne Bestnoten gründeten wenigstens «Structured Investment Vehicles», denen die Ratingagenturen gerne höchste Sicherheit bescheinigten.

> «Die Banken behielten den Kuchen, drehten aber die Kalorien den Investoren an.»
>
> **Felix Salmon**

«Die Investmentbanken gaben sich damit nicht zufrieden», erzählte der Journalist. «Sie sahen immer noch Bedarf an Anlagen mit höchstem Rating, obwohl Subprime-Makler in Kalifornien und Hypotheken-Verpacker an der Wall Street Überstunden schoben, um scheinbar von Risiko entgiftetes Papier zu fabrizieren.» Deshalb erfanden die Finanzingeni-

eure die synthetischen Collateralized Debt Obligations CDO, konstruiert ausschliesslich aus Derivaten, mit denen die Banken ihre Kreditrisiken verkauften, während sie die Kredite in ihren Büchern beliessen. «Ein klassischer Fall von ‚having your cake and eating it'», spottete Salmon: «Die Banken behielten den Kuchen, drehten aber die Kalorien den Investoren an.» Entscheidend war, vermerkte der Kritiker, dass die Banken selber an das wundersame Verschwinden des Risikos glaubten: «Es kam nicht darauf an, wie viel Schulden sie hatten, denn jede Zahl mal null gibt wieder null – solange die Schulden risikofrei blieben, konnten die Banken also ihre Bilanzen ungestraft aufblähen.» Tatsächlich war das Risiko überhaupt nicht verschwunden, nur in die Zukunft verschoben worden. Und als die Krise ausbrach, krachte das Kartenhaus der Scheinsicherheit zusammen.

Was nun? «Der Kapitalismus beruht darauf, dass die Menschen Risiken eingehen», betonte Salmon. «Wenn alle nur auf Sicherheit spielen, werden die Risiken falsch bepreist und gefährlich versteckt.» Deshalb müssten wir uns in eine Welt der Eigenkapital-Finanzierung wagen, in der alle ihr Spargeld fröhlich in ein breit diversifiziertes Portfolio von Unternehmen rund um den Globus investieren. «Einige Firmen scheitern, andere kommen gross raus; wenn die Weltwirtschaft wächst, nimmt also das Sparguthaben im gleichen Mass zu.» Dafür brauche es aber auch ein Umdenken der Politik, die Schulden liebe, weil sich damit die Wähler zufrieden stellen liessen: Sie müsse mit der Begünstigung von Obligationen und Hypotheken gegenüber den mehrfach besteuerten Aktien aufhören.

«Natürlich hat diese Art des Investierens ihre Risiken, aber es ist offensichtliches, also ungefährliches Risiko», betonte Salmon. «Die Welt, aus der wir kommen, ist dagegen die Welt der wirklich gefährlichen Risiken: Alle glaubten, sie seien in Sicherheit – deshalb war es tatsächlich niemand.»

Referenten

Congdon, Tim, Prof., Chief Executive, International Monetary Research Ltd.
Haltiner, Eugen, Dr., Verwaltungsratspräsident FINMA
Hasse, Rolf, Prof. Dr., Leipziger Wirtschaftspolitische Gesellschaft
Helbling, Thomas, Dr., Advisor, Research Department, International Monetary Fund, Washington D.C.
Hildebrand, Philipp, Dr., Vizepräsident des Direktoriums Schweizerische Nationalbank
James, Harold, Prof. Dr., Princeton University, Department of History
Kotz, Hans-Helmut, Prof. Dr., Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank
Kugler, Peter, Prof. Dr., Professor für Nationalökonomie, Universität Basel
Kvarnström, Jan, Partner der Beratungsgesellschaft European Resolution Capital LTD., ERC
Mora, Marek, Stellvertretender Minister für Europaangelegenheiten, Tschechische Republik
Münz, Rainer Prof. Dr., Leiter der Forschungsabteilung Erste Bank Wien
Reiterer, Michael, Botschafter, Dr., Delegation der Europäischen Kommission für die Schweiz und das Fürstentum Liechtenstein
Rötheli, Tobias, Prof. Dr., Professor für Makroökonomie, Universität Erfurt
Rutsch, Werner, Dr., Co-Autor von «Swiss Banking – wie weiter?»
Salmon, Felix, Reuters, Finance Blogger
Siegenthaler, Peter, Direktor Eidgenössische Finanzverwaltung
Starbatty, Joachim, Prof. Dr. Dr. h. c., Universität Tübingen, Vorsitzender der Aktionsgemeinschaft soziale Marktwirtschaft
Stark, Jürgen, Prof. Dr., Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank
Straumann, Tobias, PD Dr., Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Universität Zürich
Sturm, Jan-Egbert, Prof. Dr., Institutsleiter KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich
Vogler, Robert U., Dr., freier Historiker
Von der Crone, Hans Caspar, Prof. Dr., Professor für Privat- und Wirtschaftsrecht, Universität Zürich
Weder di Mauro, Beatrice, Prof. Dr., Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre Johannes Gutenberg-Universität Mainz, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
Weinelt, Thorsten, Global Head of Research and Chief Strategist UniCredit Group
Wellershoff, Klaus W., Dr., CEO, Wellershoff & Partners Ltd.
Zürcher, Boris, Dr., Leiter Wirtschaftspolitik, Avenir Suisse

Literaturangaben

Baumann, Claude und Werner E. Rutsch (2008): Swiss Banking – wie weiter? Aufstieg und Wandel der Schweizer Finanzbranche. NZZ Libro.

Eichengreen, Barry und Kevin H. O'Rourke (2009): A Tale of two Depressions. VOX. http://www.voxeu.org/index.php?q=node/3421.

Gourevitch, Peter (1986): Politics in Hard Times: Comparative Responses To International Economic Crises. Cornell University.

Hildebrand, Philipp (2009): Lehren aus der Krise für die globale Finanzmarktinfrastruktur. Zermatter Symposium, Avenir Suisse, Zermatt, 25.08.2009. http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090825_pmh/source/ref_20090825_pmh.de.pdf.

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2008): The Aftermath of Financial Crises. Paper prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco, January 3, 2009. http://www.economics.harvard.edu/files/faculty/51_Aftermath.pdf.

Reinhart, Carmen M. und Kenneth S. Rogoff (2009): This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton University Press.

Rötheli, Tobias (2009): Aus der Finanzmarktkrise lernen. Die Zähmung des Kreditzyklus mit Transparenz, Regulierung und Geldpolitik. Avenir Suisse, Zürich. http://www.avenir-suisse.ch/content/themen/wachstum/policybrief-finanzmarkt/mainColumnParagraphs/0/document1/finanzmarktkrise_08yw.pdf.

Vogler, Robert U. (2005): Das Schweizer Bankgeheimnis: Entstehung, Bedeutung, Mythos. Verein für Finanzgeschichte Schweiz und Fürstentum Lichtenstein. http://www.swissbanking.ch/vogler-definitiv-deutsch.pdf.

Teilnehmer des 14. Zermatter Symposiums auf dem Rothorn

Eugen Haltiner, Beatrice Weder di Mauro, Philipp Hildebrand, Harold James und Boris Zürcher (Organisator)

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.