



Context 10 – 2008 | 29. September 2008

### «Besonders gefährlich ist die Flucht in die Sicherheit»

**Manuel Ammann.** Die Finanzbranche wird massiv durchgeschüttelt, und noch ist nicht klar, wo die Reise enden wird. Manuel Ammann, Direktor des Instituts für Banken und Finanzen über die Gründe für den Crash und die Lehren, die daraus zu ziehen wären.

Interview [Ingo Boltshauser](#) und [Thomas Heeb](#)

**Context:** Zurzeit jagen sich die Schreckensmeldungen aus dem Finanzsektor. Wie bedrohlich ist diese Krise?

**Manuel Ammann:** Die Lage an den Finanzmärkten ist im Moment sehr ernst. In den nächsten Wochen wird sich zeigen, ob sich der Markt wieder aufrappeln kann, oder ob eine Abwärtsspirale entsteht, welche weitere grosse Finanzinstitute in den Bankrott treibt.

**Entwickelt sich daraus ein Flächenbrand, der auch Europa erreicht?**

Diese Gefahr besteht im Moment tatsächlich. Mit dem Bankrott von Lehman Brothers sind wir am bisher gefährlichsten Punkt der Krise angekommen. Es war für den Markt ein grosser Schock, dass Lehman nicht gerettet wurde, denn nach der Rettung von Bear Stearns, Fannie Mae und Freddie Mac bestand allgemein diese Erwartung. Die Bereitschaft, Risiken einzugehen, hat nach dem Lehman-Bankrott rapide abgenommen. Diese Marktreaktion bedroht nun weitere Finanzinstitute in ihrer Existenz.

**Stimmen Sie der Einschätzung zu, dies sei die schlimmste Krise seit 1930?**

Die Krise ist tatsächlich sehr bedrohlich geworden. Dass in so kurzer Zeit mehrere grosse amerikanische Investmentbanken verschwinden und mächtige Banken und Versicherungen ins Trudeln kommen, sind Ereignisse, welche in diesem Ausmass seit Jahrzehnten nicht mehr vorgekommen sind.

**Wovon hängt die weitere Entwicklung ab?**

Besonders gefährlich ist die Flucht in die Sicherheit. Kurzfristig ist entscheidend, dass diese Flucht gestoppt wird und die Leute wieder bereit sind, Risiken einzugehen. Nur wenn genügend risikobereite Käufer und Kreditoren vorhanden sind, kann sich der Markt erholen und die Finanzinstitute werden wieder ausreichend Finanzierung erhalten. Mittelfristig entscheidend ist die Entwicklung des amerikanischen Immobilienmarktes. Wenn die Preise nicht mehr sinken, wird sich die Situation stabilisieren.

**Besteht das Risiko, dass wir in Europa in eine Rezession schlittern?**

Damit muss man rechnen. In Europa ist die Situation zwar besser als in den USA, aber auch Europa wird sich den realwirtschaftlichen Auswirkungen der Finanzkrise nicht entziehen können. Eine Krise dieser Grössenordnung bleibt nicht auf Amerika beschränkt. Der Bankensektor ist sehr wichtig für unser Land, und es wäre illusorisch zu glauben, dass die ganze Volkswirtschaft völlig losgelöst vom Finanzsektor funktionieren würde. Die Steuerbehörden rechnen ja bereits jetzt mit grossen Ausfällen. Wenn die Banken einen Einbruch haben, hat das einen Effekt auf die anderen Branchen.

**Wie konnte sich eine amerikanische Immobilienkrise zu einem derartigen Flächenbrand ausweiten?**

Viele Banken haben im grossen Stil kreditbesicherte Positionen in ihre Bücher aufgenommen, unter anderem auch in Form von strukturierten Produkten. Als die US-Immobilien an Wert verloren, haben auch diese Produkte massiv verloren. Vor der Subprime-Krise ging man fälschlicherweise davon aus, dass diese Produkte risikoarme Positionen sind.

**Wie kam es zu dieser Fehleinschätzung?**

Die Ratingagenturen haben in die Vergangenheit geblickt, wo die Ausfallraten bei Hypotheken sehr gering waren. Daraus haben sie den Schluss gezogen, dass es sich bei den kreditbesicherten Produkten um gute Positionen handelt, und die Banken haben diese Einschätzung übernommen.

**Ist es nicht ein Grundfehler des Systems, aus der Vergangenheit die Zukunft lesen zu wollen?**

Das ist zwar ein fundamentaler Fehler, die Frage ist aber, was man sonst machen will. Die Banken haben alle Risikomanagementsysteme im Einsatz, und diese Modelle werden mit Daten aus der Vergangenheit kalibriert. Wenn die Vergangenheit besonders gut war, dann wird auch das künftige Risiko unterschätzt.

Die grosse Frage ist, wie man diesen Fehler hätte verhindern können. Entscheidend ist, dass man realisiert, dass es auch Risiken geben kann, welche man bei einer reinen Vergangenheitsbetrachtung nicht erkennt. Solche Risiken sind fast unmöglich zu modellieren. Aber ausser Acht lassen darf man sie eben nicht.

**Worum handelt es sich genau bei den strukturierten Produkten, von denen Sie gesprochen haben?**

Vereinfacht gesagt kauft eine Bank verschiedene Positionen, stückelt und verpackt diese zu neuen Paketen und verkauft dann diese. Die Idee dahinter ist, diese Produkte zu diversifizieren, also resistenter gegen Risiken zu machen.

**Sind diese strukturierten Produkte überhaupt noch durchschaubar?**

Ein professioneller Anleger kann grundsätzlich schon herausfinden, was er da kauft. Allerdings gibt es einen Vorbehalt: In einem solchen Produkt stecken unter Umständen sehr viele kleine einzelne Positionen, und diese sind für den Händler nicht mehr im Einzelnen kontrollierbar. Er muss sich also auf die Ratingagenturen verlassen. Und genau hier liegt das Problem.

**Müsste man hier nicht von Staates wegen für mehr Transparenz sorgen?**

Nein. Diese Transparenz kommt automatisch, und zwar schlicht und einfach deshalb, weil die Anleger nicht mehr bereit sind, intransparente Produkte zu kaufen. Im Handel mit solchen Produkten ist es zu einem eigentlichen Stopp gekommen, der so weit gegangen ist, dass sich nicht einmal mehr die Banken untereinander Geld ausgeliehen haben, solange sie nicht wussten, wie stark die anderen exponiert waren. Der Markt hat vielleicht später, aber dann umso stärker auf dieses Problem reagiert.

**Ist die jetzige Erfahrung das Ende von derart komplizierten Finanzprodukten?**

Man sollte diese Produkte deswegen nicht grundsätzlich verteufeln, denn sie erfüllen durchaus einen sinnvollen Zweck. Sie erlauben die breite Verteilung von Risiken. Ohne diese Risikoverteilung wären in den von der Immobilienkrise besonders betroffenen Regionen wie zum Beispiel Miami fast alle Banken und grosse Teile der Wirtschaft zusammengebrochen. Diese Risikodiversifizierung hat also auch positive Aspekte. Es besteht hier ein Trade-off zwischen grösstmöglicher Transparenz und grösstmöglicher Diversifikation. Man kann nicht beides haben, sondern muss sich entscheiden, von welchem man mehr und von welchem weniger möchte.

**Diese Risikoverteilung findet aber um den Preis statt, dass am Schluss die ganze Welt davon betroffen ist.**

Wenn die Risiken breit verteilt sind, sind auch die Auswirkungen breit verteilt. Das ist die Konsequenz aus der Diversifikation.

**Inwieweit sind die Entlohnungssysteme der Banken mitverantwortlich für die Krise? Diese animieren die Händler ja nachgerade, grosse Risiken einzugehen.**

Es gibt sicher problematische Anreize. Im schlimmsten Fall bekommt ein Händler keinen Bonus, oder er muss sich eine neue Stelle suchen. Dieses Risiko ist gemessen an den grossen Verdienstmöglichkeiten klein, und das setzt grosse Anreize, Risiken einzugehen. Hinzu kommen zwei weitere Punkte: Einerseits werden die Boni jährlich ausbezahlt, und das fördert kurzfristiges Denken, andererseits kommt es nur alle paar Jahrzehnte zu derart schlimmen Krisen wie der Subprime-Krise. Da aber kaum mehr jemand 30 Jahre in der gleichen Position bleibt, ist das Risiko, dass man mit den Langfristeffekten seiner Tätigkeiten konfrontiert wird, sehr klein. Die Banken versuchen zwar mit Risikomanagementsystemen und Kontrollen, die Risiken im Griff zu behalten, aber manchmal versagen diese Systeme.

**Gehen die Banken zu grosse Risiken ein?**

In diesem Fall sind einige Banken zu grosse Risiken eingegangen. Grundsätzlich aber gehört die Risikobereitschaft zum Bankgeschäft. Die Aktionäre wollen Erträge sehen, die sich nur mit Risiken erwirtschaften lassen, und auch die Realwirtschaft litte, wenn die Banken dazu nicht mehr bereit wären. Stellen Sie sich vor, die Banken wären bei der Kreditvergabe plötzlich übervorsichtig, was würde dann passieren? Wir hätten eine Kreditverknappung, die massive negative Auswirkungen auf die gesamte Volkswirtschaft haben würde.

**Wie steht es um die finanzielle Lage all der kleinen und mittleren Banken in der Schweiz? Liegen da noch Zeitbomben in den Büchern?**

Das würde mich sehr erstaunen. Wenn jetzt noch etwas zum Vorschein käme, dann wäre das nicht mit rechten Dingen zugegangen, denn die Banken haben ja auch eine Offenlegungspflicht. Aber dass die kleinen und mittleren Banken bis jetzt relativ unbeschadet davongekommen sind, verheisst für die Zukunft noch keine Sicherheit. Es ist nach wie vor möglich, dass diese durch indirekte Effekte der Krise getroffen werden.

**Wie steht es um die Sicherheit der Bankarbeitsplätze in der Schweiz?**

Auf die Arbeitsplätze in den Finanzmärkten wird die Krise generell einen negativen Einfluss haben, auch in der Schweiz und nicht nur bei der UBS, die ja bereits Stellen in den betroffenen Geschäftsfeldern abgebaut hat. Die Ertragslage wird sich generell abschwächen, und das hat Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt im Finanzbereich. Ich glaube deshalb nicht, dass die Expansion der letzten Jahre fortgesetzt wird. Jetzt tritt man auf die Bremse. Vorläufig betrifft das Teilbereiche, aber wenn die Börse weiter schwächelt, werden auch die Erträge aus der Vermögensverwaltung darunter leiden. Die Arbeitsmarktentwicklung im Finanzwesen hängt stark vom Börsengang ab.

**Muss man mit Massenentlassungen rechnen?**

Das hängt von der Ertragsentwicklung ab. Eine langfristig denkende Bank entlässt Mitarbeiter nicht leichtfertig, weil sie genau weiss, dass sie Probleme bei der Rekrutierung bekommt, wenn es nach der Krise wieder aufwärts geht, auch wegen ihrer Reputation. Die Erträge müssen regelrecht zusammenbrechen, bis Massenentlassungen drohen.

**In den USA, dem Mutterland des Wirtschaftsliberalismus, ist der Staat eingespungen, um einzelne Institute zu retten. Ist das richtig?**

Nein, im Grundsatz ist es natürlich überhaupt nicht richtig. Aber in diesen konkreten Fällen hatte der Staat keine andere Wahl. Dafür gibt es zwei Gründe. Zum einen wurden die Hypothekarbanken Fannie Mae und Freddie Mac vom Staat selber ins Leben gerufen, sie hatten also schon immer eine implizite Staatsgarantie. Die entsprechenden Bestimmungen sind zwar umstritten, doch hätte der Staat die Banken fallen gelassen, wäre er nicht mehr als verlässlicher Vertragspartner angesehen worden. Der zweite Grund ist eher politisch bedingt: Der Marktanteil dieser beiden Institutionen ist im Hypothekarmarkt derart gross, dass ihr Untergang äusserst gravierende Konsequenzen für die amerikanische Volkswirtschaft gehabt hätte. Deshalb blieb dem Staat gar nichts anderes übrig, wobei die Art der Unterstützung durchaus geschickt gewählt wurde. Es wurden bis zu 200 Milliarden Dollar zur Verfügung gestellt, doch nach einem Jahr werden die Unternehmen in den «run-off»-Zustand gesetzt. Das heisst, sie dürfen keine Neugeschäfte mehr tätigen und sollten langsam vom Markt verschwinden. Ob dies allerdings auch politisch umgesetzt werden kann, ist fraglich. Man hätte diese Institute abwickeln müssen, als es ihnen und dem ganzen Immobilienmarkt noch gut ging, denn in einer Krisensituation ist ein solches Vorgehen nicht möglich.

**War auch die Intervention bei AIG nötig?**

Ja, auch im Fall der Versicherungsgesellschaft AIG blieb dem Staat keine andere Wahl. Der Bankrott von Lehman Brothers hatte die Märkte bereits in Mark und Bein erschüttert, so dass eine Zahlungsunfähigkeit von AIG einen Abwärtsstrudel hätte auslösen können.

**Andere Branchen bleiben auch in einer Krise sich selbst überlassen, im Gegensatz offenbar zu den Banken.**

Das ist richtig, die Banken geniessen eine privilegierte Behandlung. Denn der Zusammenbruch einer grossen Bank hat ungleich schwerwiegendere volkswirtschaftliche Konsequenzen als der Untergang eines Industriekonzerns, bei dem die finanziellen Verflechtungen mit anderen Instituten und mit privaten Investoren viel geringer sind. Wenn eine Bank mit ihren vielen Einlegern und Kreditgebern bankrott geht, ist der angerichtete Schaden ungleich grösser.

**«To big to fail» nennt man das wohl, diese Banken sind zu gross, als dass man sie untergehen lassen könnte. Müsste die Schweiz im Fall der Fälle die UBS stützen?**

Ja, in der Schweiz sind die UBS und die Credit Suisse tatsächlich «to big to fail». Aber aufgepasst: Sie sind unter Umständen eben auch «to big to save», also zu gross, um vom Staat gerettet zu werden. Die UBS und CS sind so gross, vor allem die UBS mit ihrer Bilanzsumme von bis zu 2500 Mrd. Franken in Spitzenzeiten, dass sie den Staat an seine Grenzen bringen könnten. Ich gehe aber davon aus, dass im unwahrscheinlichen Fall eines Zusammenbruchs alle Hebel in Bewegung gesetzt würden, um die Grossbanken zu retten und ihre Gläubiger zu schützen.

**Noch eine grundsätzliche Frage: Geplatze Spekulationsblasen gab es ja immer wieder in der Vergangenheit. Doch ist gegenwärtig nicht schlicht zu viel Geld vorhanden, das eine renditestarke Anlage sucht?**

Das kann man so sehen. Die aktuelle Krise wurde durch eine sehr hohe Liquidität im Markt mitverursacht.

**Aber wird dieser Überschuss nicht langsam zu einem systematischen Grundproblem der Wirtschaft?**

Ja, ich denke, das dürfte eine Rolle gespielt haben. Gewisse fundamentale Veränderungen scheinen im Gang zu sein, die vielleicht auch demografisch bedingt sind. Auf der anderen Seite gab es schon immer solche Blasen, die als Folge von zu viel Liquidität entstanden. Wenn dann die Blase platzt, ist die Liquidität aber

schnell wieder weg.

**Sind die Rohstoffe die nächste Spekulationsblase?**

Gut möglich. Wobei man sich fragen kann, ob die nicht bereits am Platzen ist. Die Situation bei den Rohstoffen mit den hohen Preisen bis vor zwei Monaten war sicher nicht nachhaltig.

**Zur hohen Liquidität tragen wir alle zwangsläufig bei, und zwar mit unserer Altersvorsorge, mit der wir in dieses System eingebunden sind. In der jetzigen Krise haben auch die Pensionskassen massiv verloren. Sind unsere Renten überhaupt noch kalkulierbar?**

Nein. Unsere Renten sind nicht mehr kalkulierbar, das ist eine wichtige Erkenntnis. So wie die Finanzmärkte heute funktionieren, ist es eine Illusion zu glauben, man könne eine Rente dreissig Jahre im Voraus auf Franken und Rappen genau berechnen. Was im Versicherungsausweis steht, ist als Prognose zu verstehen, die mit sehr vielen Unsicherheiten behaftet ist. Mit solchen Berechnungen wird den Leuten eine falsche Sicherheit vorgegaukelt. Verstehen Sie mich aber nicht falsch: Ich sage nicht, dass die Altersvorsorge grundsätzlich gefährdet sei. Nur die Berechenbarkeit ist nicht vorhanden, und das Risiko tragen letztlich die Versicherten selber.

**Gibt es einen anderen Weg?**

Nein, es gibt keinen Ausweg. Wenn man Altersvorsorge betreibt, ist man auf den Finanzmarkt und die damit erzielbaren Erträge angewiesen. Somit muss man auch mit den Risiken leben. Ein kapitalgedecktes System wie unsere zweite Säule kann grundsätzlich gut funktionieren, wenn es richtig angelegt ist. Privatpersonen empfehle ich aber, sich nicht mit den obligatorischen Säulen zufrieden zu geben, sondern - wenn immer möglich - darüber hinaus eine private Vorsorge aufzubauen.