

## «2009 gibt es keine grossen Gewinnsprünge»

Die Bankenkrise wird 2009 weitere Kreise ziehen.

Die grösste Gefahr sieht **Finanzmarktprofessor**

**Manuel Ammann** aber in der längerfristigen

Folge: in einem deutlichen Wiederanstieg der

Inflationsraten oder neuen Blasen.

INTERVIEW: URS AEBERLI

**W**as ist Ihre grösste Sorge für die Finanzmärkte?

**Manuel Ammann:** Im nächsten Jahr ist mit weiteren Verwerfungen zu rechnen. Meine grösste Sorge betrifft aber weniger die Krise selber als vielmehr die längerfristigen Folgen, die die Rettungspakete zur Krisenbewältigung haben werden. Erstens gibt es falsche Anreize: Die Rettungsmassnahmen der Regierungen und Notenbank suggerieren, dass grosse Banken selbst bei überhöhter Risikopraxis und Missmanagement nicht untergehen können. Fehlentwicklungen im Risikoverhalten der Banken werden die Konsequenz sein. Zweitens stemmt sich die Politik mit allen Kräften gegen den schmerzhaften, aber nötigen Schrumpfungsprozess in der Finanzindustrie, der mit der Korrektur der Kreditexzesse einhergeht. Längerfristig drohen deshalb Inflation oder neue Blasen.

**Das heisst?**

2009 werden wir wegen der Wirtschaftskrise noch mit deflationären Problemen zu kämpfen haben – also damit, dass die Nachfrage gerade auch im Investitionsgüterbereich zusammenbricht und wir mit sinkenden Preisen konfrontiert sind. Aber ich erwarte keine langandauernde Deflation, denn die geldpolitischen Gegenmassnahmen der Notenbanken werden schon bald, vielleicht bereits ab 2010, ihre Wirkung zeigen. Die Notenbanken haben nämlich zu drastischen Massnahmen gegriffen, um die deflationären Tendenzen zu brechen. Das schwere Geschütz birgt im Gegenteil Inflations- und neue Blasenrisiken.

**Führen die deflationären Probleme 2009 zu einer Verschärfung der Finanzkrise?**

Ich glaube nicht, dass es nochmals zu einer

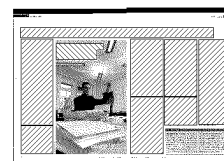
Situation wie im September und Oktober kommt, als das internationale Banksystem zusammenzubrechen drohte. Im schwierigen Wirtschaftsumfeld 2009 werden aber die Ausfallquoten der Banken auf ihren Kreditpositionen ansteigen. Diese Entwicklung wird zwar nicht das Banksystem als Ganzes bedrohen wie die Vertrauenskrise im vergangenen Herbst. Aber sie wird stark auf die Erfolgsrechnung drücken. 2009 sind daher keine grossen Gewinnsprünge zu erwarten. Das betrifft auch Banken, die bislang von der Finanzkrise verschont geblieben sind, also beispielsweise Kantonal- und Regionalbanken.

**Wenn nun weitere Bankenkreise von der Krise betroffen sind: Wird die Bedeutung der Finanzbranche längerfristig sinken? Sie macht bislang etwa 15 Prozent des Schweizer Bruttoinlandsprodukts (BIP) aus.**

Der Schrumpfungsprozess wird vorläufig weitergehen. Ich rechne aber nicht damit, dass sich der Anteil der Finanzindustrie am BIP dramatisch verkleinert. Ich glaube, die Schweizer Finanzbranche hat das Potenzial, weiterhin eine sehr wichtige wirtschaftliche Rolle zu spielen.

**Sie sprachen aber eingangs von einer nötigen Redimensionierung der Finanzbranche ...**

Es gab Exzesse, vor allem im Investment Banking und im Kreditgeschäft, die jetzt korrigiert werden. In der Schweiz waren aber die Exzesse weniger stark verbreitet als in Amerika oder England. Einen langfristigen Einbruch in der Schweizer Finanzbranche erwarte ich deshalb nicht. Erstens ist für die Schweiz das Investment Banking von untergeordneter Bedeutung, und zweitens werden sich auch die Geschäftsarten wieder erholen,



die jetzt besonders leiden.

#### **Gibt es Gewinner der Finanzkrise?**

International lässt sich ein Trend hin zu Bankgiganten beobachten – zu Universalbanken, die unter ihrem Dach sämtliche Geschäftsbereiche anbieten und somit die Risiken diversifizieren können. Das mag kurzfristig einen guten Schutz in dieser Krise bieten. Ich erachte das aber langfristig als sehr problematische Entwicklung.

#### **Warum?**

Grossbanken bilden Klumpenrisiken im Finanzsystem. Geraten solche Institute in Schieflage, wie UBS oder Citigroup, muss stets die öffentliche Hand eingreifen. Faktisch sind sie also Staatsbanken, zumindest wenns ums Risiko geht. Das ist vor allem für die Schweiz problematisch, die an ihre Leistungsgrenze stiesse, müsste sie neben der UBS auch noch der Credit Suisse in ähnlichem Umfang zu Hilfe eilen. Auch aus Kundensicht spricht einiges gegen die Universalbanken, da es dort viele Interessenkonflikte gibt. So werden unter ihrem Dach Synergien gesucht, indem beispielsweise den Vermögensverwaltungskunden primär haus eigene Finanzprodukte verkauft werden statt bessere Drittprodukte. Darum halte ich das Trennbankensystem zwischen Investment- und Geschäftsbanken für gar nicht so schlecht. Vielleicht hätte man den Glass-Steagall Act in den USA nicht abschaffen sollen.

#### **Werden also vielleicht in Zukunft die Universalbank-Konglomerate aufgebrochen?**

Das kann ich mir gut vorstellen. Es lässt sich ja auch in der Industrie beobachten, dass fokussierte Unternehmen längerfristig erfolgreicher agieren als Konglomerate und die Aktien entsprechend höher bewertet sind.

#### **Sie sprachen mit Glass-Steagall die Regulierung an. Gemessen an Eigenmitteln, wie sie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)**

«Mindestens ein Drittel der Hedge Funds dürfte die Krise nicht überleben.»

verlangt, waren viele der gestrauchelten Banken gut kapitalisiert, auch die UBS. Hat das Regime der Eigenmittelvorschriften versagt?

Man muss unterscheiden zwischen Mindest-

eigenkapitalvorschriften wie der Tier-I-Ratio der BIZ, die sich auf risikogewichtete Aktiva beziehen, und reinen Leverage Ratios, die sich als Prozentsatz auf die Summe aller Aktiva beziehen. Die Schweizer Grossbanken standen im internationalen Vergleich mit ihren hohen Tier-I-Ratios tatsächlich sehr gut da. Zählte man aber ohne Risikogewichtung alle Aktiva zusammen, hatten die Schweizer Grossbanken sehr lange Bilanzen mit wenig Eigenkapital und verfügten somit über nur kleine Leverage Ratios. Der Grundsatz der Risikogewichtung an sich ist sicher sinnvoll – das Risiko bei der Eigenmittelunterlegung gar nicht zu berücksichtigen, würde uns wieder ins Mittelalter des Risikomanagements führen. Aber dabei darf man nie die Schätzungsungenauigkeit ausser Acht lassen, und gerade dort, wo die Risikogewichtungen sehr klein sind, ist die potenzielle Ungenauigkeit der Modelle sehr gross ...

#### **... wie bei US-Immobilienpapieren mit vermeintlich sicherer Bonität?**

Ja. Man muss sich der Grenzen der risikogewichteten Eigenmittelvorschriften bewusst sein. Damit sich die Bilanz nicht durch vermeintlich risikolose Geschäfte beliebig aufblasen lässt, braucht es eine Minimalunterlegung der Bilanz mit Eigenkapital, also eine Leverage Ratio. Der Grundsatz muss sein, dass Banken mehr Eigenkapital halten, denn die Finanzkrise war nicht allein eine Vertrauens-, sondern vor allem eine Solvenzkrise: Der Markt zweifelte angesichts dünner Eigenkapitaldecken an der Fähigkeit der Banken, die Verluste aus der Aktivseite aufzufangen.

#### **Nach dem Willen der Eidgenössischen Bankenkommision (EBK) sollen die Schweizer Grossbanken bis 2013 auf Konzernebene drei und auf Stufe der Einzelinstitute vier Prozent Leverage Ratio aufweisen. Hätte das gereicht, um die Finanzkrise sicher zu umschiffen?**

Es wäre zu wenig gewesen, um die Krise ohne Kapitalerhöhung durchzustehen. Zusammen mit der von der EBK ebenfalls beschlossenen Erhöhung der minimalen Eigenmittelausstattung nach Basel II hätte es aber wohl keiner Staatshilfe bedurft.

**Mit dem Einführen der Leverage Ratio ist die Schweiz bei der international diskutierten Verschärfung der Eigenmittelanforderungen vorgeschritten. War das klug?** ▶

Vorgeprescht ist sie höchstens im europäischen Kontext, denn in den USA gibt es Leverage Ratios schon lange. Die Krise verhindert haben sie allerdings nicht; man darf also nicht zu viel davon erwarten. Grundsätzlich erachte ich die Schweizer Stossrichtung für einen mutigen Schritt. Sollten die anderen Länder nicht folgen, könnte sich zwar die einseitige Verschärfung der Schweizer Vorschriften in einem wieder besseren Kreditumfeld als Wettbewerbsnachteil erweisen. Aber ich erwarte, dass der Trend international zu höheren Eigenkapitalanfordernissen geht.

**Damit ist es vorbei mit Eigenkapitalrenditen von 20 und mehr Prozent im Banking?**

Vorläufig schon. Aber das Bankgeschäft verläuft in Zyklen, und vielleicht haben wir in einigen Jahren wieder hohe Gewinne. Man darf keine Illusionen hegen: Mit stärkerer Regulierung lassen sich Zyklen nicht vermeiden, ebenso wenig wie künftige Krisen.

**Anders als bei den Eigenmittelvorschriften gehört die Schweiz bei der Einlagensicherung zu den Nachzüglern. Erst im Frühjahr 2009 will der Bundesrat Ideen für eine grundsätzliche Reform präsentieren. Wie müsste diese Ihrer Meinung nach aussehen?**

Die Einlagensicherung muss erstens liquide sein. Das heisst, das Geld muss im Fall eines Bankbankrotts in irgendeiner Form, zum Beispiel in einem Fonds, bereits vorhanden sein, statt dass es im Banksektor eingetriben werden muss. Das kostet nämlich Zeit und birgt systemische Risiken, weil die anderen Banken im angespannten Branchenumfeld möglicherweise auch nicht über viel Liquidität verfügen. Zweitens muss die Einlagensicherung risikogerecht sein. Solide Banken sollten also weniger einzahlen müssen als risikoreiche – heute dagegen richtet sich die Lastenverteilung einzig nach der Grösse der Kundeneinlagen. Drittens soll die Einlagensicherung glaubwürdig sein. So verspricht sie zwar bis zu 100 000 Franken pro Kunde; bei maximal zur Verfügung stehenden sechs Milliarden ist aber klar, dass die Einlagensicherung den Konkurs einer der beiden Grossbanken nicht tragen kann. Hier kommt wieder die implizite Staatsga-

rantie zum Tragen. Oder könnten Sie sich vorstellen, dass der Staat die Sparer einer Grossbank hängen lässt? Politisch ist das undenkbar. Implizite und nicht entschädigte Staatsgarantien sind aber ökonomisch gesehen schlecht, da sie marktverzerrend sind.

**Was wäre denn Ihr Vorschlag?**

Ich sähe als ersten Pfeiler der Einlagensicherung einen Fonds für die schnelle Bereitstellung der Liquidität. Als ergänzender, zweiter Pfeiler diene eine beschränkte Nachschusspflicht der Banken, denn der Fonds müsste erst über mehrere Jahre hinweg aufgebaut werden. Beide Elemente zusammen sollten etwa ein Prozent der schweizerischen Einlagen abdecken, rund 3,6 Milliarden Franken.

**Das ist weniger als im heutigen System.**

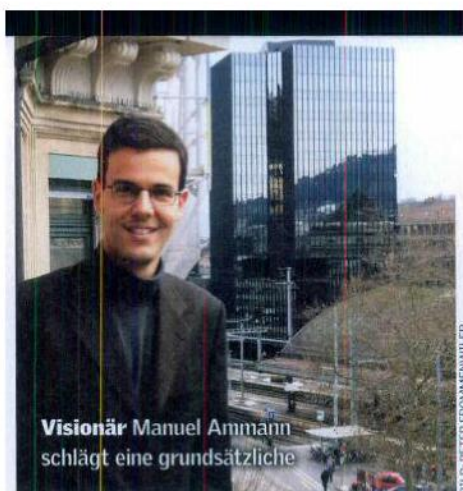
Ja. Aber darüber sollte die dritte Säule greifen, nämlich die Rückversicherung durch den Staat. Dafür sind selbstverständlich dem Staat Prämien zu zahlen.

**Neben den Banken sind die Hedge Funds die grossen Verlierer der Finanzkrise. Wie wird diese Branche die Krise überleben?**

Ich halte Prognosen für durchaus realistisch, wonach jeder dritte Hedge Fund verschwindet. Ich könnte mir sogar einen noch höheren Anteil vorstellen, denn schon in «normalen» Jahren verschwinden jedes Jahr etwa zehn Prozent aller Hedge Funds. Jetzt werden es deutlich mehr sein, denn die Hedge Funds haben die in sie gesteckten Erwartungen nicht erfüllt, gerade in schwierigen Marktphasen gute Renditen zu liefern. Natürlich waren diese Erwartungen nicht realistisch, aber sie waren die Grundlage für die hohen Gebühren, die die Branche verlangte. Ich zweifle deshalb, ob die die Hedge-Fund-Industrie ihre bisherige Gebührenpolitik und ihre Profitabilität wird halten können. Mit dem gleichzeitig erhöhten Regulierungs- und Transparenzdruck werden sich die Hedge Funds den traditionellen Anlagefonds annähern. Ein Teil der Hedge-Funds-Manager wird neue Vehikel suchen, um unbehindert von Regulierung wirtschaften zu können. Die Zivilisation hat den Wilden Westen eingeholt, und deshalb ziehen die echten Pioniere weiter...

**Als VR-Präsident von Algotin beraten Sie institutionelle Anleger. Was würden Sie einem Privatanleger 2009 raten?**

Nichts anderes, als was ich schon immer empfohlen habe: Aufgrund der individuellen Risikowilligkeit und -fähigkeit sollte sich der Anleger eine gut diversifizierte, strategische Vermögensaufteilung zusammenstellen und diese möglichst kostengünstig umsetzen, zum Beispiel mit Exchange Traded Funds (ETF). Das ist zwar langweilig, führt aber längerfristig zu den besten Resultaten. Zusätzlich wird ein periodisches Rebalancing vorgesehen, welches auch in Krisen konsequent durchgeführt wird. Eine gute Strategie zeichnet sich dadurch aus, dass sich selbst in einer Abwärtsphase wie heute keinen strategischen Handlungsbedarf ergibt. ■



Visionär Manuel Ammann schlägt eine grundsätzliche

BILD: PETER FROMMENWILER

## Strukturierte Produkte

### Neue Ansätze für das Emittentenrisiko sind gefragt

Bereits 1998 widmete sich Manuel Ammann in seiner Dissertation dem Risiko, dass **Emittenten von Strukturierten Produkten Konkurs** gehen könnten. Diese Thematik hat mit der Pleite von Lehman Brothers, die ein wichtiger Akteur im Derivatmarkt waren, schlagartig an Aktualität gewonnen. «Bedingt durch gute Zeiten wurde das Emittentenrisiko vernachlässigt. Das wird sich ändern, und das spezifische Risiko des jeweiligen Emittenten wird vermehrt in den Kurs der Strukturierten Produkte einfließen», ist Ammann überzeugt.

Bei einer richtigen Bewertung des Emittentenrisikos wären Strukturierte Produkte nur als kleinere Ergänzungspositionen im Portfolio vertretbar. «Will man sie im grösseren Um-

fang einsetzen, braucht es andere Ansätze – etwa indem Strukturierte Produkte in fondsähnliche Strukturen verpackt werden», meint Ammann und spricht damit auf Formen wie **Exchange Traded Structured Funds** an (ETSF), die heute noch ein absolutes Nischenprodukt darstellen. Solche Konstrukte, bei denen im Konkursfall des Emittenten das Vermögen des Strukturierten Produkts ausgesondert ist, werden seiner Meinung nach in Zukunft populärer werden. Allerdings schränkt er ein: «Sie schmälern den entscheidenden Wettbewerbsvorteil der Strukturierten Produkte gegenüber den Fonds, nämlich jenen der schnellen und kostengünstigen Lancierung von neuen Produkten.»

## Zur Person

**Manuel Ammann** (Jahrgang 1970) ist ordentlicher Professor für Finanzen an der Universität St.Gallen und Direktor des Schweizerischen Instituts für Banken und Finanzen. An der Universität St.Gallen ist er unter anderem akademischer Leiter des «Master of Arts in Banking and Finance» und des Doktorandenprogramms für Betriebswirtschaft. Seine Forschungsgebiete umfassen Derivate, Asset

Management, Finanzmärkte und Risikomanagement. Er ist Herausgeber der Fachzeitschrift *Financial Markets and Portfolio Management*, Stiftungsrat mehrerer Pensionskassen sowie VR-Präsident der Finanzberatungsfirma Algotin. Zu den Kunden von Algotin zählen unter anderem kotierte Firmen wie Ascom, Esmertec, Kaba, Micronas und Charles Vögele.

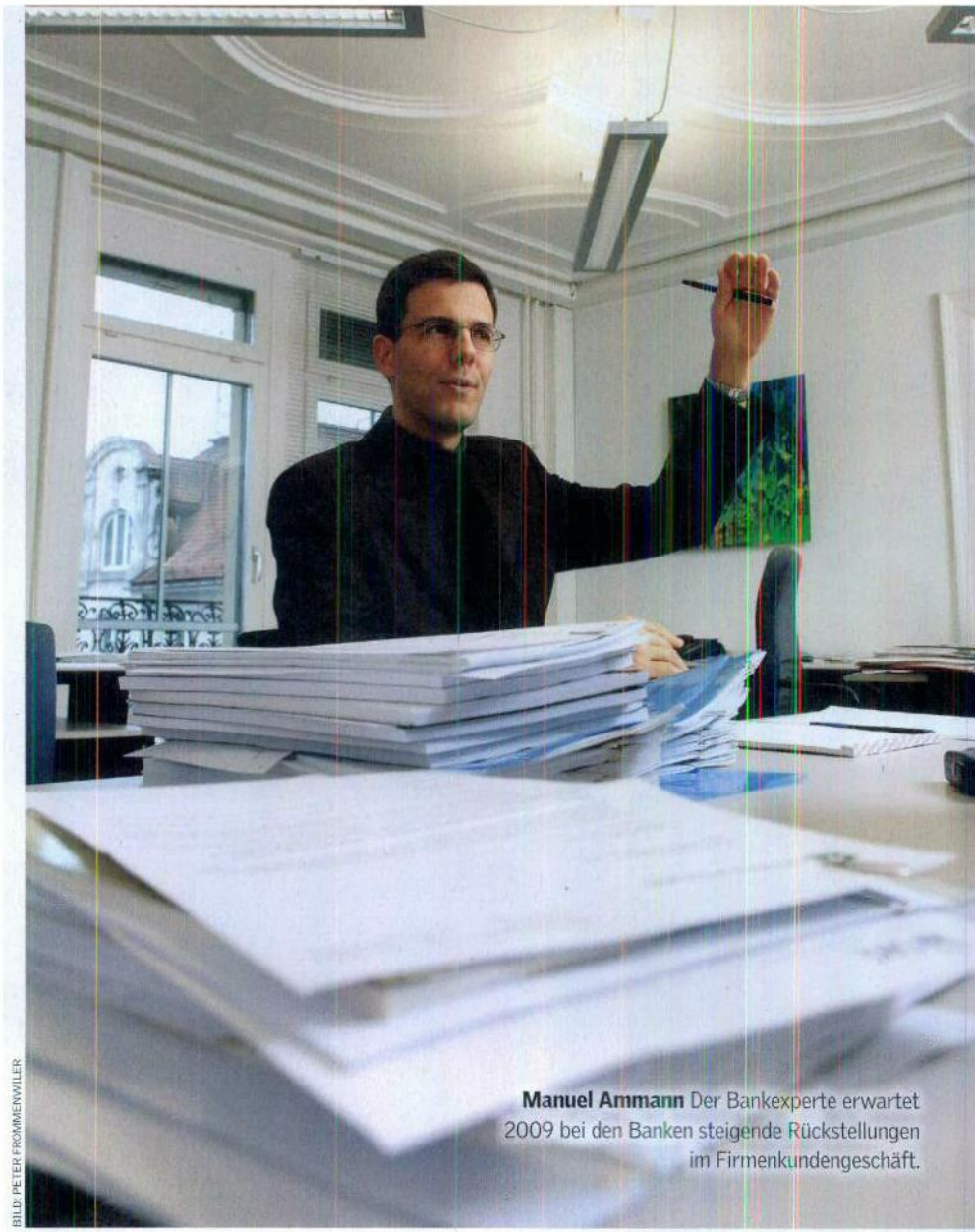


BILD PETER FROMMENWILER

**Manuel Ammann** Der Bankexperte erwartet  
2009 bei den Banken steigende Rückstellungen  
im Firmenkundengeschäft.