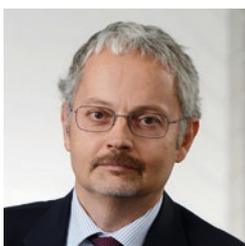


Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

Sonderausgabe Finanzstabilität

Editorial



Zehn Jahre nach der globalen Finanzkrise ist der Erhalt der Finanzstabilität ein zentrales Anliegen der politischen Entscheidungsträger, der Finanzindustrie sowie der Gesellschaft. SFI-Forschende haben wichtige Beiträge zum besseren Verständnis der Krise und zu neuen Konzepten für den Umgang mit künftigen Risiken geleistet. Diese Sonderausgabe der *SFI Practitioner Roundups* macht diese Erkenntnisse einem breiten Publikum zugänglich.

Seit 2008 hat sich die Welt enorm verändert. Am auffälligsten ist vielleicht der Vertrauensverlust in die Institutionen: Die Legitimität von politischen Entscheidungsträgern, Finanzinstituten und Wirtschaftswissenschaftlern wird infrage gestellt wie nie zuvor.

Eine Diskussion ist zwar gesund, doch der weitverbreitete Vertrauensverlust hat den Befürwortern einfacher Lösungen, die eher auf Glauben als auf rationaler Analyse beruhen, eine Tür geöffnet. Im Gegensatz dazu und im Einklang mit der Mission des SFI, Wissenskapital zu schaffen, gibt die tief gehende und sorgfältige Arbeit von SFI-Forschenden Entscheidungsträgern Instrumente an die Hand, mit welchen sie alte und neue Risiken für die Finanzstabilität anpacken können.

Wir wünschen Ihnen eine angenehme Lektüre.

Prof. François Degeorge
Managing Director



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni ist Professor für Finanzen an der Università della Svizzera Italiana (USI), leitet das Institute of Finance der USI, und hält einen SFI Senior Chair. Er erwarb seinen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften am MIT.



Prof. Harald Hau

Harald Hau ist Professor für Finanzen an der Universität Genf und hält einen SFI Senior Chair. Er erwarb seinen Dokortitel in Finanzen an der Princeton University. Bevor er zur Fakultät in Genf wechselte, war er Fakultätsmitglied der ESSEC und der Management-Hochschule INSEAD in Frankreich.

Ausbreitung der Finanzkrise

Aktuelle Studien zeigen klar, dass die Bankindustrie wirksame Massnahmen gegen die negativen Auswirkungen konjunktureller Kreditrisikozyklen implementiert hat. Was wissen wir über die Rolle und das Verhalten anderer Finanzakteure, wie etwa Fonds, im Hinblick auf die Preisentwicklung von Vermögenswerten während der Finanzkrise?

US-Hedgefonds haben ihre Aktienbestände während der Finanzkrise erheblich reduziert. Im zweiten Halbjahr 2007 verkauften sie über 12 Prozent ihrer Aktienbestände und im zweiten Halbjahr 2008 weitere 29 Prozent. Der Rückgang der Aktienbestände von Hedgefonds belief sich in diesen beiden Zeiträumen auf rund 50 Prozent, während weitere 30 Prozent auf Leverage und Nachschussforderungen entfielen. Obwohl Hedgefonds die Rücknahme auf Basis entsprechender Bestimmungen klar begrenzen, zeigen die Daten, dass die Rücknahmen tatsächlich ein entscheidender Faktor gewesen sind, welcher die Mittelabzüge durch die Hedgefondsanleger akzentuierte. Befürchtet wurden von den Anlegern offenbar Massnahmen der Hedgefonds, die ihre Möglichkeiten, Geld abzuziehen, eingeschränkt hätten, weshalb sie beim ersten Anzeichen einer Performance-Verschlechterung sofort reagierten. Interessanterweise verkauften die Hedgefonds sowohl hoch volatile als auch besonders liquide Titel in ihren Portfolios. Das deutet darauf hin, dass die Hedgefonds finanziell eingeschränkt waren und die Preiseffekte zu begrenzen versuchten.

Wie haben Anlagefonds im Vergleich zu Hedgefonds reagiert?

Hedgefonds und Anlagefonds sind zwei verschiedene Arten von Fonds. Hedgefonds verfolgen ausgeklügelte Handelsstrategien, arbeiten mit Leverage, suchen nach Arbitrage-Gelegenheiten und gehen Short-Positionen ein. Doch trotz dieser Freiheiten sind sie auf externe Gelder angewiesen und unterliegen daher Liquiditätsbeschränkungen. Ein Rückgang der Marktwerte kann die Liquidation eines Hedgefonds nach sich ziehen, sofern die Nachschussforderungen nicht erfüllt werden. Hedgefonds richten sich in der Regel an versierte Kunden, beispielsweise an qualifizierte oder institutionelle Anleger. Anlagefonds hingegen verzichten auf Leverage, kennen keine Einschränkungen für die Liquidität der Anleger und bedienen in der Regel eine weniger versierte Kundschaft, wie beispielsweise Privatanleger. Hedgefondsanleger reagieren im Durchschnitt schneller auf eine negative Performance als Anlagefondskunden. Ausserdem unterliegen Hedgefonds Leverage-Beschränkungen, die bei grossen Verlusten zu Nachschussforderungen führen können, sodass der Fonds in Zeiten von Marktstress keine Liquidität bereitstellen kann.

Die ausgeprägten Unterschiede zwischen Hedge- und Anlagefonds zeigten sich auch in ihrem jeweiligen Krisenverhalten. Anlagefonds werden viel weniger aktiv gehandelt als Hedgefonds. Nebst der Tatsache, dass Anlagefonds weniger komplex sind als Hedgefonds, sind diese auch noch verpflichtet, einer Benchmark, wie beispielsweise dem Dow-Jones-Index zu folgen, selbst wenn besagte Benchmark an Wert verliert. Anlagefonds konnten daher ihre Vermögensallokation nicht so stark anpassen wie Hedgefonds, sondern mussten während der Krise an Aktien mit fallenden Kursen festhalten.

Die Krise von 2007 bis 2009 brach im Finanzsektor aus und belastete daher zunächst Finanzaktien. Wie breitete sich der ursprüngliche Schock auf den gesamten Aktienmarkt aus?

Im Juni 2007 trugen Aktien aus dem Finanzsektor 22 Prozent zum Gesamtwert des US-Aktienmarkts bei. Der Rest entfiel auf Aktien aus dem Nicht-Finanzsektor. Zwischen Juni 2007 und Februar 2009 verloren US-Finanzaktien fast 75 Prozent und Nicht-Finanzaktien fast 50 Prozent ihres Wertes. Man könnte sich fragen, ob der Kurssturz bei Nicht-Finanzaktien fundamental gerechtfertigt war, oder ob diese einem von Finanzaktien ausgehenden Dominoeffekt zum Opfer fielen. Die Subprime-Krise begann in den USA und belastete zunächst Bankaktien. Man hätte durchaus davon ausgehen können, dass die Krise damit begrenzt ist. Doch aufgrund der über den Finanzsektor hinaus diversifizierten Investitionen von Aktienfonds griff die Krise auf US-amerikanische Nicht-Finanzaktien und schliesslich auf andere Länder über. Die Erklärung hierfür ist, dass unter Druck geratene Aktienfonds mit hohen Verlusten bei Finanzaktien zahlreichen Rücknahmesuchen von Anlegern nachkamen und hierzu sowohl Finanzaktien als auch Nicht-Finanzaktien verkaufen mussten. Analysen zufolge sind mindestens 20 Prozent des gesamten Wertverlusts von US-Aktien auf Preisansteckung von diversifizierten Investitionen über den Finanzsektor hinaus zurückzuführen. Wendet man die gleiche Methode auf Länder ausserhalb der USA an, resultiert eine Minderperformance von Aktien in Industrieländern in der Höhe von 26 Prozent, respektive 18 Prozent in den Schwellenländern. Die Ergebnisse zeigen, dass zur Ausbreitung der Finanzinstabilität während der Krise kein Leverage von Finanzintermediären notwendig war. Im Hinblick auf Regulierungsempfehlungen ist daraus zu schliessen, dass die Regulierung von Leverage alleine nicht ausreicht, um eine Krise einzudämmen.

Könnte von anderen Finanzanlagen die gleiche Wirkung ausgehen wie von Finanzaktien vor zehn Jahren?

Die neuen Gefahren für die Finanzstabilität kommen tatsächlich von neuen Anlageklassen, deren Verhalten in schwierigen Zeiten noch nicht vollständig bekannt ist. ETFs, zum Beispiel, bieten ihren Anlegern reichlich Liquidität. Sie können aber sehr illiquide Vermögenswerte wie Schwellenländeraktien oder Unternehmensanleihen enthalten. Es ist nicht klar, wie ETFs reagieren, wenn sie in einer Krise unter Verkaufsdruck geraten. Sicherlich werden sie dann ihren Anlegern nicht die gleiche Liquidität bieten können. Möglicherweise werden Verkäufe durch ETFs die illiquiden Titel in ihrem Anlageportfolio unter Druck setzen.

Welche weiteren Voraussetzungen sind erforderlich, um in einer vergleichbaren Krise wie von 2007 bis 2009 Finanzinstabilität und temporäre Fehlbewertungen zu verhindern?

Im Falle von Anlagefonds prüfen die Aufsichtsbehörden Möglichkeiten, die es Anlegern erschweren oder verunmöglichen, Fondsanteile zum Net Asset Value (NAV) zurückzugeben. Swing Pricing, das den NAV adjustiert und damit Handelskosten teilweise an die Anleger weitergibt, ist in Grossbritannien und Luxemburg bereits etabliert und wird demnächst auch in den USA eingeführt. Solche Massnahmen könnten, wenn sie gut durchdacht sind, den Anreiz zur Rücknahme in Krisenzeiten verringern. Infolgedessen wären auch Notverkäufe weniger wahrscheinlich.



**Prof. Diane Pierret**

Diane Pierret ist Assistant Professor für Finanzen an der Universität Lausanne, HEC Lausanne und ein SFI-Fakultätsmitglied. Sie promovierte in Statistik an der Katholischen Universität Leuven. Ihre Forschungsinteressen konzentrieren sich auf das Bankwesen.

Regulierung

Seit der Finanzkrise führen die Aufsichtsbehörden rund um den Globus makroprudenzielle Stresstests durch, um die Robustheit des Finanzsystems zu beurteilen. Solche Tests sollen die Regulierung verbessern und verhindern, dass eine Notlage des Finanzsektors die Realwirtschaft in Mitleidenschaft zieht. Auf welcher Basis führen die Aufsichtsbehörden diese Tests durch? Und waren einige dieser Tests erfolgreicher als andere?

Die hypothetischen Stressszenarien der US-amerikanischen und europäischen Aufsichtsbehörden sind unterschiedlich und ändern sich jährlich. Die Szenarien sollen insbesondere die zu testenden Finanzinstitute überraschen, sodass diese in Anbetracht der Tests ihre Anlageentscheidungen nicht ändern können. In den USA ist die US-Notenbank (Fed) für die Durchführung makroprudenzieller Stresstests verantwortlich. Der erste wurde 2009 durchgeführt und führte zu einer Rekapitalisierung des US-Finanzsystems, indem zehn Banken gezwungen wurden, insgesamt 75 Milliarden US-Dollar Kapitalpuffer zu schaffen. Gemäss dem 2010 verabschiedeten Dodd-Frank Act müssen alle US-Banken mit Vermögen von über 50 Milliarden US-Dollar jährlich Kapitalpläne aufstellen und bei der US-Notenbank einreichen sowie vierteljährlich regulatorische Mindestwerte für vier Kennzahlen (Kernkapitalquote, risikogewichtete Gesamtkapitalquote, harte Kernkapitalquote und Tier 1 Leverage Ratio) einhalten. Wenn eine Bank den Test nicht besteht, kann die Fed den Ausschüttungsplan der Bank, wie zum Beispiel Dividenden und Rückkäufe von Stammaktien, ablehnen. Der Dodd-Frank Act gibt der Fed auch die Befugnis, die Banken zu zwingen, festgestellte Mängel zu beheben.

Der Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Bankwesen (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) begann 2009, Stresstests in der EU durchzuführen. 2011 wurde das CEBS zur Europäischen Bankenaufsichtsbehörde (European Banking Authority, EBA). Der erste Stresstest der EBA, der in diesem Jahr durchgeführt wurde, konzentrierte sich auf die harte Kernkapitalquote, mit dem Ziel, das Vertrauen des Marktes während der europäischen Staatsschuldenkrise wiederherzustellen. Die Folgen für Banken, die den Test nicht bestanden, waren jedoch von Anfang an unklar. Ohne geeignete Rekapitalisierungspläne konnten es sich die Aufsichtsbehörden nicht leisten, Banken durchfallen zu lassen und somit möglicherweise eine negative Reaktion der Finanzmärkte auszulösen. Diese mangelnde Strenge untergrub die gesamte Glaubwürdigkeit der EBA-Stresstests erheblich.

Was ist die grösste Schwäche von Stresstests der Aufsichtsbehörden?

Die Stresstests von der Fed und EBA basieren auf mehrdimensionalen Szenarien. Die der Fed sind durch 25 makroökonomische und finanzielle Faktoren definiert, jene der EBA durch über 70 Faktoren. Das Problem besteht darin, jährlich auf der Basis unerwarteter Schocks einen ökonomisch realistischen Überraschungseffekt zu erzeugen. Solche Stresstests lassen sich nur mit umfangreichen Bankenaufsichtsdaten realisieren. Ihre Beschaffung ist keineswegs trivial, da sie sensible Informationen enthalten. Zudem ist die Erfassung, Analyse und Pflege solcher Daten kostspielig.

Das Ergebnis eines Stresstests ist ein Mass für die Kapitalisierung der Bank im Rahmen des Stressszenarios. Während die US-Aufsichtsbehörde die Kapitalausstattung der Bank mit vier Kapitalquoten abschätzt, stützt sich die europäische Aufsichtsbehörde bislang nur auf die harte Kernkapitalquote ab. Diese Kennzahl stellt eine Kapitalanforderung an die risikogewichteten Aktiva der Bank. Da die grossen europäischen Banken ihre eigenen Modelle zur Ableitung von Risikogewichten im Rahmen des internen risikobasierten Ansatzes der Basel-II-Vereinbarung von 2004 verwenden, hatten die Banken und nationalen Aufsichtsbehörden bei der Bestimmung des angemessenen Eigenkapitalniveaus für die einzelnen Risikoanlagen einen grossen Ermessensspielraum. Das Problem wurde durch die Stresstests in Europa verschärft, da die Banken auch die Risikogewichte unter dem Stressszenario selbst bestimmten. Der Anreiz für die Banken, in Anlageklassen mit den am stärksten unterschätzten Risikogewichten zu investieren, nahm zu, da risikobehaftete Staatsanleihen keine Eigenkapitalanforderungen aufweisen.

Finanzielle Diversität ist der Eckstein des Portfoliomanagements. Welchen Effekt hat die Regulation auf eine eigentlich optimal aufgestellte Bank aus der Sicht eines Wissenschaftlers?

Mit zusätzlichen Regulierungen schränkt die Aufsichtsbehörde den Umfang der Vermögenswerte ein, in die eine regulierte Bank gewinnbringend investieren kann. Selbst wenn die Banken versuchen, diversifiziert zu bleiben, werden ihre Portfolios immer ähnlicher und der Finanzsektor wird immer weniger diversifiziert. In einem solchen Umfeld kann keine Bank eine andere notleidende Bank übernehmen und der Staat ist gezwungen einzuschreiten.

Wie würden Wissenschaftler Stresstests konzipieren und wie würden sich diese von den Stresstests der Aufsichtsbehörden unterscheiden?

Ein Team von Wissenschaftlern der New York University hat eine alternative Methodik für die Quantifizierung des systemischen Risikos von Finanzinstituten entwickelt: den "V-Lab"-Stresstest. Eine wichtige Innovation beim V-Lab besteht darin, dass systemisches Risiko nicht aus dem unabhängigen Zusammenbruch einer einzelnen Bank resultiert, sondern aus dem Zusammenbruch einer Bank bei gleichzeitiger Unterkapitalisierung des Finanzsystems. Der V-Lab-Stresstest ist konzeptionell einfach und basiert auf einem simplen Ein-Faktor-Szenario: einem Rückgang der Aktienkurse um 40 Prozent über sechs Monate. Der V-Lab-Stresstest hat den grossen Vorteil, dass die erforderlichen Daten kostengünstig zu beschaffen sind, weil sie auf öffentlich verfügbaren Informationen wie historischen Marktkursen, Marktkapitalisierung und Leverage basieren. Der diskrete Charakter der V-Lab-Methodik hat allerdings einen Nachteil: Nicht börsennotierte Finanzinstitute können nicht abgedeckt werden und die unternehmensspezifischen Schwächen der Finanzinstitute können nicht aufgedeckt werden.

Wie schneidet der V-Lab-Stresstest im Vergleich zu den Stresstests der Aufsichtsbehörden ab?

Die US-amerikanische und die europäische Aufsichtsbehörde verwenden die aufsichtsrechtliche Kapitalquote – das Verhältnis des Eigenkapitals zu den risikogewichteten Aktiva –, um die Kapitaladäquanz einer Bank zu beurteilen. Das Stressszenario wird basierend auf Rechnungslegungsdaten zur Simulation von Vermögensverlusten projiziert. Anhand der Kapitalquoten nach Ablauf des Szenarios wird dann ermittelt, welche Banken nicht bestanden haben und welche regulatorischen Massnahmen ergriffen werden sollten. Das V-Lab-Stressszenario wird dagegen auf Basis des Marktwerts der Bank erzeugt. Die Stresstests der Aufsichtsbehörden und des V-Lab-Stresstests unterscheiden sich erheblich. Erstens ist die beim V-Lab-Stresstest geforderte Kapitalisierung immer höher als bei den Stresstests der Aufsichtsbehörden. Da das Skript des Stresstestszenarios den erforderlichen Kapitalisierungsbetrag definiert, ist diese Diskrepanz an sich kein Problem. Das Hauptproblem ist die Tatsache, dass die Rangfolge unterkapitalisierter Banken nicht die gleiche ist. Die Verwundbarkeit der Banken wird von den Aufsichts-

behörden und dem Finanzmarkt nicht in gleicher Weise wahrgenommen. Das durchschnittliche Risikogewicht in den Stresstests der Aufsichtsbehörden korreliert entsprechend nicht mit der durch den V-Lab-Stresstest implizierten Markteinschätzung der Vermögensrisiken. Die Daten zeigen zum Beispiel, dass die Ergebnisse der europäischen Stresstests 2011 nichts mit dem Risiko, welches die Banken in Wirklichkeit in den Monaten nach dem Test für den Finanzmarkt darstellten, zu tun hatten. Studien zufolge wären die Stresstests der Aufsichtsbehörden effektiver, wenn diese die Kapitalanforderungen anhand anderer Kennzahlen bestimmen würden. Eine Kapitalanforderung auf Basis risikogewichteter Aktiva ist nicht ausreichend, da jene das "Risiko einer Risikoänderung" nicht widerspiegeln. Die Aufsichtsbehörden sollten daher bei der Einschätzung von Bank- und Systemrisiken auch Leverage- und marktbasierende Risikokennzahlen miteinbeziehen.

Wie kann man die unterschiedlichen Ergebnisse und Erkenntnisse aus dem V-Lab-Stresstest und den Stresstests der US-amerikanischen und europäischen Aufsichtsbehörden in Einklang bringen? Ist eine geeignete und einfach umsetzbare Kennzahl zur Sicherstellung langfristiger Finanzstabilität denkbar?

Für Stresstests und die Regulierung des Kapitals von Banken gilt die Lucas-Kritik: Die Folgen von Regulierungsänderungen nur auf Basis historischer Daten zu prognostizieren, ist naiv. Banken anhand einer einzigen buchhalterischen Kennzahl zu beurteilen, wird immer zu Regulierungsarbitrage führen. Indem die Aufsichtsbehörde neue Beschränkungen und Kapitalvorschriften einführt, spielt sie mit den Banken dieses subtile Spiel des Vorlegens und Nachziehens, in der Hoffnung, die Möglichkeiten zur Regulierungsarbitrage zu verringern. Die Überwachung zusätzlicher Risikokennzahlen und Daten, die nicht in die Definitionen der regulatorischen Kapitalanforderungen einfließen, können dazu beitragen, die weiteren Schwächen von Banken aufzudecken.



Prof. Steven Ongena

Steven Ongena ist Professor für Bankwesen an der Universität Zürich und hält einen SFI Senior Chair. Er erwarb seinen Dokortitel in Wirtschaftswissenschaften an der Universität von Oregon. Seine Forschungsinteressen umfassen empirische Finanzintermediation und angewandte Finanzökonomie.

Puffer

Die Aufsichtsbehörden verfolgen im Allgemeinen einen statischen Ansatz. Wäre es nicht sinnvoller, von den Finanzinstituten dynamische Rückstellungen zu verlangen – das heisst, dass sie in guten Zeiten einen Kapitalpuffer aufbauen und diesen in schlechten Zeiten nutzen?

Das internationale Regelwerk für Banken – Basel III – definiert prozyklische Kapitalanforderungen zwischen 0 und 2.5 Prozent. Solche Kapitalpuffer, die in Boom-Phasen zunehmen und in Crash-Phasen abnehmen, begrenzen nicht nur das Potenzial für negative externe Effekte bei Kredit-Crashes, sondern dämpfen auch kreditgetriebene Booms, da zusätzliche Kredite immer mit höheren Kosten einhergehen. Solche Rückstellungen sind insofern zukunftsgerichtet, als vor der Realisation eines Kreditausfalls aus den in Expansions-Phasen erwirtschafteten einbehaltenen Gewinnen ein Puffer aufgebaut wird, um die in Kontraktions-Phasen realisierten Verluste abzudecken.

Wurden dynamische Rückstellungen vor den Basel-III-Vorschriften eingeführt?

Solche Richtlinien wurden beispielsweise im Jahr 2000 in Spanien eingeführt, um die allgemeinen kreditbezogenen Aktivitäten vor der Wirtschaftskrise abzudecken. Seitdem sind sie viermal revidiert worden. Im Jahr 2005 wurden die Rückstellungen erhöht, 2008 und 2009 wurden sie gesenkt und 2012 wurden sie wieder zweimal erhöht. In der Schweiz wurde 2012 ein antizyklischer Kapitalpuffer eingeführt, der insbesondere auf Immobilienfinanzierungen abzielt.

Haben die spanischen Banken in guten und schlechten Zeiten so reagiert wie erwartet?

Die Jahre 1998 bis 2013, die einen vollständigen Kreditzyklus mit einem unerwarteten Krisenschock in der Mitte darstellen, bieten ein ideales empirisches Umfeld, um die Auswirkungen der dynamischen Kapitalpufferung in Spanien zu analysieren. Empirische Ergebnisse, die 80 Prozent der spanischen Bankkredite in diesem Zeitraum abgedeckt haben, zeigen, dass dynamische Rückstellungen die Kreditangebotszyklen sowohl in Aufschwüngen als auch in Abschwüngen gedämpft haben. Sie hatten auch starke Auswirkungen auf Kredite auf Unternehmensebene, den Personalbestand und das Überleben von Unternehmen in Krisenzeiten. Banken, die in guten Zeiten mehr bereitstellen mussten, reduzierten deutlicher ihre Kreditzusagen an Unternehmen nach dem Schock – aber nicht früher

als andere, weniger betroffene Banken. In guten Zeiten schrumpfte das Kreditangebot durch die prozyklische Bankenkapitalregulierung, wirkte sich aber langfristig nicht auf die Unternehmen aus. So zeigten sich während drei Quartalen nach der Einführung dynamischer Rückstellungen keine Auswirkungen auf das Gesamtvermögen, den Personalbestand oder das Überleben von Unternehmen, da diese bei der Kreditaufnahme leicht auf weniger betroffene Banken ausweichen konnten. In schlechten Zeiten erhöhten die Banken, die vor der Krise höhere dynamische Rückstellungen gebildet hatten, ihr Angebot an zugesagten Krediten an dieselben Unternehmen.

Haben antizyklische Bankkapitalpuffer auch Nachteile?

Nachdem die Banken ihre antizyklischen Kapitalpuffer erhöhen mussten, neigten diejenigen mit höheren Anforderungen dazu, Kredite an Unternehmen zu vergeben, die zunächst höhere Zinsen zahlten und stark fremdfinanziert waren. Diese Unternehmen wiesen letztlich eine höhere Ausfallquote auf. Die Erklärung dafür kann sein, dass höhere Kapitalanforderungen unbeabsichtigt das Risikoverhalten der Banken und ihre Suche nach Rendite erhöht haben. Weitere Ergebnisse zeigen, dass diese negativen Auswirkungen für kleinere Banken, für die der Schock schwieriger zu absorbieren ist, stärker sind. Trotz dieser Schwäche deuten Forschungsergebnisse darauf hin, dass die makroprudenzielle Politik, antizyklische Bankkapitalpuffer und Kreditangebotsmechanismen funktionieren, indem sie Kapital in Krisenzeiten sparen, in welchen Gewinne und Eigenkapital knapp und kostspielig sind.

Wie ist die Situation in der Schweiz im Hinblick auf antizyklische Kapitalpuffer?

Im Juli 2012 verabschiedete der Bund einen Gesetzestext, der den Aufbau gezielter antizyklischer Kapitalpuffer mit einer Höchstgrenze von 2.5 Prozent ermöglichte, um sicherzustellen, dass die Banken einem exzessiven Kreditwachstum widerstehen können. Im Februar 2013 gab der Bund der Forderung der SNB statt, das für die Finanzierung von Wohnimmobilien in der Schweiz erforderliche Bankeigenkapital auf ein Prozent zu erhöhen. Im Juni 2014 wurde der antizyklische Kapitalpuffer weiter von einem auf zwei Prozent erhöht. Insgesamt scheinen die gezielten antizyklischen Kapitalpuffer die Vergabe von Wohnimmobilienkrediten gedämpft zu haben, doch könnten einige Ausweitungen in die Kreditvergabe an Unternehmensimmobilien stattgefunden haben.

Antizyklische Rückstellungen wirken sich insgesamt im Laufe der Finanz- und Konjunkturzyklen positiv aus. Wie könnte diese Methodik weiter verbessert werden? Sollten die Banken in guten Zeiten einen grösseren Puffer aufbauen, oder ist das nicht nötig?

Auf der Grundlage der Erfahrungen in Spanien könnte man argumentieren, dass eine aggressivere Festlegung des Puffers eine weitere Abschwächung des stattgefundenen Kreditbooms bewirkt hätte.

Wie stark sollten Politiker, Aufsichtsbehörden und Zentralbanken an der Einführung antizyklischer Rückstellungen beteiligt sein?

Politisch ist es schwierig, den antizyklischen Kapitalpuffer festzulegen – insbesondere wenn er aggressiv ist. Weitere institutionelle Entwicklungen sind erforderlich, um den festlegenden Akteur vor unmittelbarem politischem Druck zu schützen. Die Einrichtung einer Institution zur Festlegung der makroprudentiellen Regulation, die sich von den Mikroaufsehern und der Zentralbank unterscheidet, aber enge Beziehungen zu diesen hat, könnte eine Möglichkeit sein.



**Prof. Kjell G. Nyborg**

Kjell G. Nyborg ist Professor für Finanzen an der Universität Zürich, Research Fellow des Centre for Economic Policy Research, Fellow der Royal Society of Arts und hält einen SFI Senior Chair. Ausserdem ist er ehemaliger Direktor und Vizepräsident sowie amtierender Präsident der European Finance Association. Er erwarb seinen Dokortitel in Stanford. Seine Forschungstätigkeit erstreckt sich von Corporate Finance bis zu Zentralbankwesen, Liquidität und Sicherheiten.

Zentralbanken

Nach allgemeiner Auffassung sind die Zentralbanken in den letzten zehn Jahren zu wichtigen Akteuren am Finanzmarkt geworden, die eine Gefahr für den Markt darstellen könnten. Wie ist es zu dieser Situation gekommen?

Alle wichtigen Zentralbanken weltweit griffen während der Finanzkrise massiv ein, um einen Totalzusammenbruch der Wirtschaft zu verhindern. Im Falle des Eurosystems als "Nation" von Nationen war die Zentralbank nicht nur mit finanziellen und wirtschaftlichen Problemen konfrontiert, sondern auch mit mehreren Souveränitätsfragen. Im Oktober 2008 änderte die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik. Anstatt begrenzte Mengen an Liquidität zu versteigern, begann sie mit der Durchführung von Festzins-Tendern mit Vollzuteilung. Dabei erhalten die Banken so viel Liquidität, wie sie verlangen, solange sie genügend Sicherheiten zur Deckung der Refinanzierung verpfänden. Da dies nicht ausreichte, um die Märkte zu beruhigen und die Stabilitätsbedenken zu zerstreuen, erklärte EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012, die EZB werde alles Nötige tun, um den Euro zu retten. Daraufhin wurde im September 2012 das "Outright Monetary Transactions (OMT)"-Programm aufgelegt, das unbegrenzte Ankäufe von Staatsanleihen von Ländern erlaubt, die von der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität oder vom Europäischen Stabilitätsmechanismus unterstützt werden. Bisher wurde das OMT-Programm nie in Anspruch genommen. Da jedoch dessen Versprechen offenbar nicht ausreichte, kündigte die EZB im September 2014 ein Programm zum Ankauf von forderungsbesicherten Wertpapieren und gedeckten Schuldverschreibungen an und signalisierte, dass dadurch die Bilanzsumme des Eurosystems um rund 1 Billion Euro zunehmen werde. Dieses Programm wurde im Januar 2015 um Staatsanleihen erweitert. Infolge dieser Massnahmen betrug die Überschussliquidität im Euroraum Ende Juli 2018 rund 1.86 Billionen Euro.

Welches Risiko stellen die Zentralbanken heute für die Wirtschaft dar?

Die Bilanzsummen praktisch aller Zentralbanken haben nie da gewesene Niveaus erreicht. Das mit dieser Bilanzausweitung verbundene erhöhte Risiko ist eine Folge des von den Zentralbanken selbst konzipierten Sicherheitsrahmens und ihrer unkonventionellen Geldpolitik. Da der Sicherheitsrahmen der Zentralbanken auf risikoreiche und illiquide Vermögenswerte ausgerichtet ist, werden solche Vermögenswerte von der Wirtschaft im Übermass produziert.

Ganz allgemein beeinträchtigt die Besicherungspolitik im Euroraum die Marktdisziplin. Das macht das Finanzsystem anfälliger und kann zu weiteren Interventionen und Bilanzausweitungen durch die Zentralbanken führen. Die quantitative Lockerung kann in diesem Licht gesehen werden. Es ist unsicher, wie die Märkte reagieren werden, wenn der Kaufdruck durch das Eurosystem endet, wie für Januar 2019 vorgesehen ist.

Wie können wir zu einer Situation zurückkehren, in der die Zentralbanken Stabilitätssäulen und nicht Risikoquellen sind?

Im Allgemeinen sollte die Politik der Zentralbanken weniger akkommodierend sein. Sie sollten stattdessen die Disziplin fördern und einen größeren Spielraum für das Spiel der Marktkräfte bieten. Im Euroraum kann die Souveränität der Mitgliedstaaten dies jedoch erschweren.





Prof. Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach ist Associate Professor für Finanzen an der École Polytechnique Fédérale de Lausanne und hält einen SFI Senior Chair. Er promovierte an der Wharton School of Business in Finanzen. Bevor er 2009 seine Lehrtätigkeit in Lausanne aufnahm, war er Fakultätsmitglied an der Ohio State University. Zu seinen Forschungsinteressen zählen Corporate Governance und die Finanzkrise 2007 bis 2009 mitsamt ihren Ursachen und Folgen.

Corporate Governance

Waren Fehlanreize für Bankmanager vor der Krise eine ihrer wesentlichen Ursachen?

Der Zusammenbruch des Aktienmarkts wird oft mit Fehlanreizen für Bankmanager erklärt – Anreizen, die nicht angemessen auf die langfristige Performance der Bank ausgerichtet waren. Empirische Studien zu diesem wichtigen Governance-Thema kommen zu anderen Ergebnissen. Erstens belegen die Daten zu US-Banken keineswegs, dass Banken mit einer grösseren Interessengleichheit zwischen CEO und Aktionären während der Krise höhere Aktienrenditen verzeichnet haben. Es gibt sogar Belege dafür, dass solche Banken niedrigere Aktien- und Eigenkapitalrenditen auswiesen. Zweitens sprechen die Ergebnisse entgegen der allgemeinen Meinung, Aktienoptionen hätten zu überhöhter Risikobereitschaft geführt, nicht dafür, dass eine höhere Sensitivität der Vergütung von Bank-CEOs gegenüber der Aktienvolatilität während der Krise niedrigere Aktienrenditen nach sich zog. Schliesslich gibt es keine

Hinweise dafür, dass Banken mit höheren Barboni für den CEO niedrigere Renditen erwirtschafteten.

Was sind die wichtigsten Erklärungen für diese Ergebnisse?

Die allgemeine Erklärung, die aus der Analyse hervorgeht, besagt, dass sich die CEOs im Vorfeld der Krise auf die Interessen ihrer Aktionäre fokussierten und Entscheidungen trafen, die nach ihrer Einschätzung vom Aktienmarkt begrüsst würden. Diese Massnahmen erwiesen sich dann für die CEOs und ihre Banken jedoch als kostspielig, als der Finanzmarkt ins Stocken geriet. Diese schlechten Finanzergebnisse wurden von den CEOs nicht erwartet. Die Daten liefern keine Hinweise dafür, dass CEOs in Erwartung schlechter Finanzergebnisse ihre Aktien reduziert oder ihre Beteiligungen abgesichert haben. In der Folge erlitten die Bank-CEOs in der Finanzkrise 2007/09 extrem hohe persönliche Vermögensverluste.



Prof. Jean-Charles Rochet

Jean-Charles Rochet ist Professor für Bankwesen an der Universität Genf und hält einen SFI Senior Chair. Er promovierte in Mathematical Economics an der Universität von Paris. Bevor er seine Lehrtätigkeit in Genf aufnahm, war er Lehrstuhlinhaber an der Toulouse School of Economics und der Universität Zürich. Seine Forschungsschwerpunkte sind die Bankenregulierung und die Finanzstabilität.

Fazit

Die Finanzbranche hat sich erholt und die Aussichten sind gut. Es wäre aber naiv zu glauben, der Finanzsektor sei immun gegen Probleme. Die Frage ist nicht, ob es eine weitere Finanzkrise geben wird, sondern wann und wo sie eintreten wird. Diese Frage hat am SFI zu intensiver wissenschaftlicher Forschung zu Themen wie die

Nachhaltigkeit von Staatsverschuldung, die Fintech-Revolution oder geldpolitische Reformen geführt. Diese von der SFI-Fakultät erarbeiteten Erkenntnisse könnten für die Bewältigung der nächsten Finanzkrise von zentraler Bedeutung sein.



Dr. Stephanino Isele

Stephanino Isele leitet die Geschäftseinheit Institutionals & Multinationals bei der Zürcher Kantonalbank. Er hat an der Universität Zürich Wirtschaftswissenschaften studiert und anschliessend im Bereich Finance und Accounting doktoriert. Vor seinem Engagement bei der Zürcher Kantonalbank war er bei J.P. Morgan und Morgan Stanley tätig, zuletzt in London als Managing Director in weltweit leitender Stellung im Bereich "Global Markets".

Ein Interview

mit Dr. Stephanino Isele, Mitglied der Generaldirektion der Zürcher Kantonalbank und SFI Stiftungsrat

Wie wird die Finanzstabilität in der Schweiz auf individueller und nationaler Ebene überwacht?

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) erstellt im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags jährlich einen Bericht zur Finanzstabilität, worin sie ihre Einschätzung der Stabilität des Schweizer Bankensektors wiedergibt. Zum Aufgabenbereich der SNB gehört ebenfalls die Überwachung der Finanzmarktinfrastrukturen, welche für die Stabilität des Schweizer Finanzsystems von Bedeutung sind. Zudem ist die SNB für die Bezeichnung der systemrelevanten Banken verantwortlich und – nach Konsultation mit der FINMA – für die Beantragung eines antizyklischen Kapitalpuffers beim Bundesrat.

Die Aufsicht über den schweizerischen Banken- und Versicherungssektor ist Aufgabe der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Konkret ist die FINMA für den Vollzug der einzelnen Finanzmarktgesetze zuständig, wie beispielsweise das Bankengesetz.

Was hat sich im letzten Jahrzehnt verändert, und was sollte noch unternommen werden?

Die Banken halten heute deutlich mehr Eigenkapital als vor 10 Jahren. Kapital ist nebst ausreichend Liquidität einer der wichtigsten Pfeiler der Krisenprävention. Auch wurden bezüglich der Too-big-to-fail-Problematik grosse und international koordinierte Anstrengungen unternommen, um ein systemrelevantes Institut im Krisenfall geordnet aus dem Markt ausscheiden zu lassen. Dazu gehören der Aufbau verlusttragender Mittel für den Krisenfall sowie Anforderungen an die Sanierungs- und Abwicklungsplanung der betroffenen Institute. Dieser Weg ist allerdings noch nicht abgeschlossen.

Auf die Finanzkrise haben die Regulatoren mit einer enormen Normen- und Detaildichte reagiert. Dies darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass ein noch so engmaschiges Überwachungsnetz eine nächste Krise nicht zu verhindern vermag. Es ist ein Ding der Unmöglichkeit alle potentiellen Entwicklungen zu erkennen und zu kontrollieren. Ein solches System behindert zudem die volkswirtschaftlich gewollten, positiven Entwicklungen im Finanzsystem. Hier bräuchte es den Mut, sich zurück auf das Wesentliche zu besinnen.

Einerseits haben makroprudenzielle Stresstests gravierende Konsequenzen für jene Banken, die sie nicht erfüllen.

Andererseits weichen sie etwas davon ab, was für eine Bank finanziell optimal ist (z.B. Portfoliodiversifikation). Wie gehen die Banken mit diesen zwei sehr unterschiedlichen Einschränkungen um?

Es liegt in der Natur der makroprudenziellen Stresstests, dass sie Diversifikationseffekte ungenügend widerspiegeln. Diese Tests dienen ja gerade dazu, die Schwachstellen im Geschäftsmodell und der Risikoallokation aufzuzeigen. Auf der anderen Seite gehört die Diversifikation der Ertragsströme zu den strategischen Top-Prioritäten vieler Finanzinstitute. Diese werden sich nicht davon abhalten lassen, das aus Geschäftsoptik Richtige zu tun, nur weil sich der Diversifikationseffekt beim regulatorischen Stresstest nicht im gewünschten Ausmass manifestiert.

Das Basel III Regelwerk enthält verschiedene Massnahmen in Bezug auf die Kapitalpuffer. Wie handhaben die Schweizer Banken ihre Kapitalpuffer und antizyklischen Vorsorgemassnahmen?

Die Schweiz gehörte zu den Vorreitern bei der Umsetzung der erhöhten Kapitalanforderungen. Schweizer Banken sind heute im internationalen Vergleich sehr gut kapitalisiert. Die zusätzlichen Anforderungen aus dem 2013 durch den Bundesrat auf Antrag der SNB aktivierten antizyklischen Kapitalpuffer, welcher aktuell zwei Prozent der risikogewichteten Positionen aus Wohnliegenschaftsfinanzierungen beträgt, sind für die Banken grundsätzlich händelbar. Ob der antizyklische Kapitalpuffer tatsächlich einen dämpfenden Einfluss auf das Kreditangebot hat, muss auch aus dem Gesamtkontext heraus beurteilt werden. Im aktuellen Tiefzinsumfeld mit mangelnden Investitionsoportunitäten sind es insbesondere nicht regulierte bzw. anders regulierte Player, welche in den Hypothekenmarkt stossen und das Kreditangebot beeinflussen.

Zentralbanken wie die EZB, die SNB und die US-Nationalbank Fed sind wichtige Finanzakteure geworden. Hat sich die Art und Weise, wie die Geschäftsbanken auf die Ankündigungen der Notenbanken reagieren, in den letzten zehn Jahren verändert?

Bis zur Finanzkrise stand vor allem der Leitzins im Fokus der Marktteilnehmer. Dieser wurde oftmals "überraschend" für die Marktteilnehmer auf ein neues Niveau gehoben bzw. gesenkt und beeinflusste hauptsächlich die kurzfristigen Zinsen und das FX-Geschäft. Im Verlaufe der Finanzkrise wurden die Marktteilnehmer durch die verbesserte Kommunikation der Zentralbanken auf Zinsänderungen vorbereitet. Die Einführung des Instruments Quantitative Easing (QE) führte dazu, dass Marktteilnehmer stärker auf Aussagen zu Umfang und Dauer solcher grossen Kaufprogramme fokussieren. QE-Aussagen sind heute überraschender als Zinssatzänderungen, wirken sich auf die gesamte Zinskurve aus und beeinflussen zudem stark andere Assetklassen wie beispielsweise Aktienmärkte.

Marktteilnehmer (und somit auch Geschäftsbanken) analysieren deshalb sehr genau Aussagen zu QE-Programmen und versuchen deren Auswirkungen zu antizipieren und Rückschlüsse auf Liquidität und Preisbewegungen zu ziehen.

Die Forschung von Prof. Hau zeigt, dass sich eine Anspannung in einem Bereich des Aktienmarkts durch Panikverkäufe (Firesales) und das Halten von Stammaktien auf andere Bereiche des Markts ausbreiten kann. Sind Banken häufig solchen Risiken ausgesetzt?

Potentiell kann nur das Asset Management in einer Bank solchen Risiken ausgesetzt sein.

Wie können Banken ihre Investitionen vor solch einer Risikoübertragung aufgrund von Panikverkäufen schützen?

Um die Risiken von Panikverkäufen zu begrenzen, ist ein proaktives Liquiditätsrisikomanagement von zentraler Bedeutung. Wir berechnen für jeden Anlagefonds täglich einen sogenannten "Liquidity Mismatch Index (LMI)". Dieser Index umfasst Marktindikatoren, wie beispielsweise den TED-Spread, sowie die Marktliquidität von Vermögenswerten und die Finanzierungsliquidität von Verpflichtungen unter normalen und Stressbedingungen. Gating, Swing-Pricing, Rücknahmekommission und Rücknahmefristen sind Massnahmen, um die Liquidität eines Fonds zu erhöhen. Liquiditätspuffer, Anlagen in ETFs oder Finanzterminkontrakte, der Rückzug aus der Wertpapierleihe und Kreditlinien bei der Depotbank sind allesamt mögliche Massnahmen,

um die Liquidität eines Fonds zu erhöhen. Letztlich sind Rücknahmeaussetzungen und die Liquidierung des gesamten Fonds weitere aber auch drastische Massnahmen, um Panikverkäufe zu vermeiden (die aufgrund einer Verwässerung nicht im Interesse der Fondsanleger sind) und somit die Übertragung auf andere Anlageklassen zu begrenzen.

Wie kann die wissenschaftliche Forschung, wie sie etwa in dieser Publikation vorgestellt wird, die Art und Weise beeinflussen, wie Schweizer Finanzpraktiker ihr operatives Geschäft führen?

Die Finanzwissenschaft als eine akademische Disziplin ist ihrem Wesen nach eine angewandte Wissenschaft. Laufende Diskussionen und der Austausch von Ideen wie in dieser Publikation sind der Schlüssel zum Erfolg. Die Wissenschaftler lernen von den Praktikern, welches die vordringlichsten Probleme sind, um Forschung voranzutreiben. Die Praktiker profitieren von der Fähigkeit der Wissenschaftler, sich vertieft einem Thema zu widmen und modernste Methoden anzuwenden. Darüber hinaus bildet die akademische Welt das Fundament für eine erstklassige Ausbildung, welche die wesentliche Stärke des Schweizer Finanzplatzes ausmacht und ausmachen wird.

Die Auflagen seitens Regulatoren an Finanzinstitute weichen teils stark von den wissenschaftlichen Erkenntnissen ab. Wie gehen Finanzinstitute mit solchen Situationen um und worin sehen Sie den praktischen Nutzen von wissenschaftlicher Forschung?

Regulierungen verhalten sich wie Steuern: Man erkennt ihre Notwendigkeit, man liebt sie nicht wirklich und ihre Vorteile hängen davon ab, wie gut sie durchdacht und ausgearbeitet sind. Wir alle wissen, dass Regulierungen nicht immer dem Grundsatz einer guten Ausarbeitung entsprechen. Sehr oft sind die Grundzüge wegen vieler Details verschwommen, was zu einer "Tick-the-box-Mentalität" führt. Die wissenschaftliche Forschung wie die Beiträge in diesem SFI Practitioner Roundup können dabei helfen, die wichtigen Punkte zu erkennen. Wir sollten uns auf diese wichtigen Punkte konzentrieren, wenn wir neue Regulierungen ausarbeiten und bestimmen, wie diese zu erfüllen sind. Die Finanzmärkte profitieren von präzisen Gesprächen zwischen den verschiedenen Aufsichtsgremien und regulierten Einheiten auf der Grundlage wissenschaftlicher Erkenntnisse.

Swiss Finance Institute

Das Swiss Finance Institute (SFI) ist das nationale Kompetenzzentrum für Grundlagenforschung, Doktorandenausbildung, Wissensaustausch und Weiterbildung im Bank- und Finanzwesen. Die Mission des SFI ist es, Wissenskapital für den Schweizer Finanzmarkt zu schaffen. Das 2006 als eine öffentlich-private Partnerschaft gegründete SFI entstand aus einer gemeinsamen Initiative des Schweizer Finanzsektors, sechs führender Schweizer Universitäten und der Schweizerischen Eidgenossenschaft.

Contact

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Continuing Education,
Redaktor der akademischen Texte
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

