

Die Bedeutung eines effizienten Bankensystems für die Volkswirtschaft

Um die Rolle der Banken taxieren zu können, ist es zweckmäßig, sich zunächst einen Überblick über die ökonomischen Megatrends zu verschaffen. Schließlich sind Banken Finanzdienstleister, und die Nachfrage nach ihren Dienstleistungen beeinflusst ihr Geschäftsmodell ebenso wie ihre Funktion. Aus Logik und Struktur dieser Trends lassen sich – bei aller gebotenen Zurückhaltung gegenüber großen Prognosen – doch berechnete Ableitungen über die künftigen Herausforderungen leisten. Freilich bleibt jede Liste von Herausforderungen unvollständig und mitunter erweisen sich genannte Probleme oft als weniger schwerwiegend als zunächst vermutet. Doch führt an einer klaren, vielleicht mutigen Perspektive kein Weg vorbei, wenn die gestellte Frage angemessen beantwortet werden soll. Die Liste von bedeutsamen volkswirtschaftlichen Trends sieht wie folgt aus:

Ökonomische Megatrends

1. Die Globalisierung der Arbeits- und Wissensteilung lebt von drei Voraussetzungen: erstens hinreichendem Vertrauenskapital für internationale Kooperation und Wettbewerb, zweitens der individuellen Vertragsfreiheit sowie drittens einem effizienten Risikomanagement. Mit einer hohen Frequenz ändern sich die Wettbewerbsverhältnisse, sie erzwingen Strukturwandel und Restrukturierungen. Wissen verbreitet sich schneller, Wissensvorsprünge erodieren schneller. Die Anforderungen in der Wertschöpfung steigen ständig, die Höherqualifizierung und zugleich die Individualisierung der Erwerbsarbeit sind unvermeidbar. Dieser Strukturwandel erfordert stetig die Reorganisation des Einsatzes von Humankapital und Sachkapital.

2. Die Finanzintermediation lebt von der steigenden Bedeutung des Risikoma-

agements für die Vertiefung der globalen Arbeits- und Wissensteilung. Sie liefert damit einen wichtigen Beitrag für die Expansionskraft der Wirtschaft, denn gerade in der modernen Geldwirtschaft bestehen systematische Zusammenhänge zwischen Verträgen und Unsicherheit (vergleiche Arrow, Hahn 1971). Es würde keine Verträge geben, „falls wir eine Wirtschaft ohne Vergangenheit oder Zukunft in Erwägung zögen“. Damit aber wird die Notwendigkeit eines effizienten Risikomanagements erfasst. Die Einsicht, dass es eines professionellen Asset Managements bedürfe, und die Erkenntnis, dass dafür die

Diversifizierung von größter Bedeutung sei, haben eine entsprechende Entwicklung getrieben. Allerdings resultierte aus der weltweiten Deregulierung der Finanzmärkte und ihrer steigenden Vernetzung ein zuvor nicht gekannter Grad der Unbeständigkeit und der Ungewissheit, dem allein durch Diversifizierung nicht zu begegnen war. Neue Instrumente wurden notwendig: Derivate, Finanzierungsinstrumente ohne Eigenwert, die im Wesentlichen konventionelle Optionen (vergleiche Black and Scholes 1973) und Termingeschäfte kombinieren.

3. Der demografische Wandel, der sich aus der Schrumpfung und der Alterung der Bevölkerung in zahlreichen Industrieländern (und künftig auch der Schwellenländer) ergibt: Damit nimmt die Bedeutung der privaten Altersvorsorge und der internationalen Kapitalströme zu. Zugleich erfordert der strukturelle Wandel in der Bevölkerung eine gestärkte Innovationsneigung und -kraft, um die ansonsten drohende Belastung der gesamtwirtschaftlichen Produktivität zu mindern (vergleiche Hüther 2008). Die Umsetzung in volkswirtschaftlich wirksame Investitionen und damit die Erhöhung der Ausstattung der Gesellschaft mit Human- sowie Sachkapital erfordern die globale Gültigkeit des Prinzips der Investitionsfreiheit, effiziente Finanzmärkte und verantwortliche Finanzintermediäre.

Gegenseitige Abhängigkeiten

Die Einträge dieser Liste sind offenkundig voneinander nicht unabhängig. So hängt die Fähigkeit, das Problem der Alterung zu bewältigen, von einer erfolgreichen Finanzmarktglobalisierung ab. Aus denjenigen Ländern, die schneller altern, wird Kapital in jüngere Volkswirtschaften fließen müssen – da anderenfalls Kapitalintensi-

Prof. Dr. Michael Hüther, Direktor, und PD Dr. Manfred Jäger, Koordinator AG Real- und finanzwirtschaftlicher Strukturwandel, beide Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V., Köln

Wer soll die Projekte auswählen, die eine Finanzierung erhalten? Welchen Unternehmen wird eine Weiterfinanzierung verweigert? Wie werden Innovationen, Investitionen und technischer Fortschritt im Lichte der ökonomischen Megatrends in die richtigen Bahnen gelenkt? Für die Autoren ist die Antwort nahe liegend: Sie vertrauen bei diesen Allokationsentscheidungen ganz auf den Finanzmarkt als „Gehirn der Volkswirtschaft“. Ihre Sicht der Rolle des Bankensektors ist erkennbar durch die Erfahrungen der jüngsten Subprime-Krise geprägt: Wird ausschließlich mit dem traditionellen Bankenmodell gearbeitet, fürchten sie zu geringe Finanzierungschancen. Ein Bankensektor, der beim Weiterverkauf von Risiken den Mehrwert der Bankdienstleistung verdirbt, wird aus ihrer Sicht leicht unsolid und vertrauensschädigend. Eine angemessene Finanzierungsstruktur bewerten sie in engem Zusammenhang mit hinreichenden Elastizitäten in den Bankbilanzen. (Red.)



täten unausgewogen wären –, und später werden die Ruheständler dieses Kapital zurückverkaufen und die Zinseinnahmen sowie Verkaufserlöse für die Finanzierung des Alterskonsums aufwenden. Wenn ein Wechsel der Strömungsrichtungen zu erheblichen Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten führt, dann besteht die Gefahr, dass diese als Ventile für die Effekte der Alterung diskreditiert sind. Es liegt dementsprechend im ureigenen Interesse der alternden Industrienationen, dass die Finanzmarktglobalisierung gelingt. Daraus ergibt sich auch eine besondere Herausforderung für die Banken, die international agieren und dementsprechend die Institutionen mitgestalten.

Die genannten ökonomischen Trends bedingen weit reichende Allokationsentscheidungen: Die laufenden Ersparnisse müssen zu den richtigen Verwendungen – Erfolg versprechend und ein angemessenes Risiko-Ertrag-Verhältnis begründend – alloziiert werden (Verwendung neuen Kapitals). Darüber hinaus muss auch die Verwendung des Bestandes an Sach- und Humankapital regelmäßig überprüft werden (Reorganisation, Restrukturierung). Bei so weit reichenden Entscheidungen sollte man das Gehirn einsetzen, und das Gehirn der Volkswirtschaft ist der Finanzmarkt. Schließlich werden hier die Projekte ausgewählt, die eine Finanzierung erhalten, und es entscheidet sich hier, welchen Unternehmen die Weiterfinanzierung verwehrt wird. Innovationen, Investitionen und technischer Fortschritt sind ohne diese segensreiche Wirkung der Finanzmärkte nicht nachhaltig vorstellbar.

Finanzmarktintermediation und die spezielle Funktion der Banken

Auf den Finanzmärkten werden Kontrakte gehandelt, die sich durch ihre Risikoattribute und ihren intertemporalen Charakter auszeichnen. Dabei ist es empirisch belegt, dass die Allokation der Risiken das herausragende Merkmal der Transaktionen am Finanzmarkt ist: Risikocharakteristiken bestimmen die Finanzpreise. Die neoklassische Theorie – wobei hier darunter etwas verengt die auf der allgemeinen Gleichgewichtstheorie basierende ökonomische Analyse der Allokation und Preisfindung verstanden wird – geht mit diesem Allokationsproblem sehr elegant um und liefert eine mächtige, wenngleich nicht allmächtige Bewertungstheorie, die sich insbeson-

dere bei Derivaten und beim Risikomanagement häufig bewährt. Die moderne Theorie der Bewertung von Derivaten lässt sich ohne Mühe im Rahmen der allgemeinen Gleichgewichtstheorie ableiten.

Allerdings liefert die Theorie keine stichhaltige Erklärung für die institutionelle Ausgestaltung des Finanzsystems. Diese Institutionenneutralität erleichtert einerseits die Preisbestimmung für den Finanzingenieur, andererseits bleibt offen, wie eine Theorie funktionieren soll, die weitestgehend ohne eine Analyse von Institutionen auskommt.

Institutionenfreie Theorien können in der Tat brauchbare Lösungen liefern, und die Anhänger solcher Theorien müssen nicht einmal darauf verzichten, die Bedeutung von Institutionen zu betonen; darauf haben insbesondere Merton und Bodie (2005) hingewiesen. Allerdings haben sich bei Finanzmarktökonomern eine andere Sichtweise und ein anderer Anspruch durchgesetzt. Die Lücken, die von der neoklassischen Theorie ohne Erklärung gelassen werden, sind zu bedeutend. Der Verweis auf die Dichotomie der Finanzpreise und der Institutionen ist letztlich nicht überzeugend (vergleiche Jäger 2006, 26 ff).

Weder kann man auf der Basis der neoklassischen Theorie die beobachteten Verträge erklären – warum werden zum Beispiel so viel Standardkreditverträge verwendet, obwohl damit eine nicht-neoklassische Allokation von Risiken einhergeht – noch kann diese Theorie begründen, warum so viele Finanzierungsvorgänge durch Intermediäre umgesetzt werden und nicht durch anonyme Finanzmärkte. Die moderne Theorie der Intermediation hebt dagegen insbesondere die Bedeutung von Informationsproblemen hervor und sieht das Alleinstellungsmerkmal – den „Business-Case“ – von Banken in der Linderung von Informations- sowie Anreizproblemen.

Banken: Antrieb und Getriebene zugleich

Bekanntlich hat sich die Produktion der Finanzierung geändert. Finanzierungen bestehen aus mehreren Elementen (Auswahl und Inspektion (Screening), Vertragsdesign, Finanzmittelbeschaffung, Bewachung (Monitoring)). In den letzten Jahren wurde auf der Basis von Finanzinnovationen diese Kette zerlegt. Der Anreiz dafür

lag unter anderem in der Regulierungsarbitrage, also dem Versuch, Regulierungen auszuweichen. Es gibt jedoch daneben, auch originär ökonomische Gründe für solche Strategien. Denn es ist in der Tat nicht einzusehen, warum relativ transparente Risiken – die keine aufwendige Bewachung erfordern – in der Bilanz von Banken verbleiben sollen. Um die Risikoallokation zu verbessern und Finanzierungsbeschränkungen zu überwinden, ist es wirtschaftlich sinnvoll, wenn bestimmte Forderungen – oder Forderungsteile – aus der Bilanz entlassen werden.

Allerdings zeigt die aktuelle Krise des Verbriefungsmarktes, dass eine neoklassische Zerlegung von Risiken nicht funktioniert; jedenfalls nicht ohne geeignete Institutionen und Verträge. Zwar liefert die neoklassische Theorie, wie oben erläutert, scheinbar das Instrumentarium, um die Zerlegungsbestandteile einzeln zu bewerten. Die Zerlegung der Zahlungsansprüche generiert neue Ansprüche, die jeweils mit der Fundamentalgleichung der neoklassischen Bewertungstheorie analysiert werden können.

Der Bankkredit als glaubwürdige Zertifizierung

Es gibt jedoch einen Haken: Wenn Zahlungsansprüche zerlegt werden, dann werden unter Umständen auch die Anreize zerlegt und damit wirkungslos. Ferner werden bei der Zerlegung regelmäßig fall-spezifische Zahlungsansprüche definiert, die in unvollständigen Märkten nicht eindeutig bewertet werden können. Anstatt

Ihre Ansprechpartner im Verlag:

Telefon (0 69) 97 08 33-

Zeitschriftenvertrieb

Karin Matkovic -25

Hans Berger -32

Anzeigenabteilung

Alexandra Knab -33

Redaktionssekretariat

Anja Oehrl -38

Kongressabteilung

Sandra Gajewski -20

Buchvertrieb

Brigitte Wöllner -21

Telefax (0 69) 7 07 84 00

E-Mail info@kreditwesens.de

Fritz Knapp Verlag

einer Bewertung über Märkte, die mittels subtiler Replizierungsargumente auch für komplexe Derivate im Prinzip möglich ist, sind viele der Zerlegungsprodukte deshalb nur mit abstrakten Modellen zu taxieren, so dass die Bewertung subjektiv (durch Wahl des Modells und des Datensatzes) und intransparenter wird.

Man kann die Problematik auch so be-greifen: Die neoklassische Theorie liefert Methoden für das Management von Marktrisiken, moralische Risiken hingegen werden nachlässig behandelt. Es sind eben das moralische Risiko und seine Schwester, die adverse Selektion, die den Business-Case von Banken ausmachen. Das bedeutet, dass Banken eigentlich nur dann Risiken ohne Abschläge verkaufen können, wenn sie glaubwürdig argumentieren können, dass die Auswahl der verkauften Forderungen, das Screening und das Monitoring, nicht beschädigt sind. James (1987) hat in seiner klassischen Untersuchung den Mehrwert, der durch das Engagement von Banken an einer Firma einhergeht, empirisch dokumentiert: Andere Forderungen – Aktien beispielsweise – an ein Unternehmen werten auf, wenn bekannt wird, dass sich eine Bank engagiert. Der Bankkredit liefert eine glaubwürdige Zertifizierung – ein Quasi-Rating – und verringert dadurch die Finanzierungskosten des Unternehmens. Diese Zertifizierungseffekte können jedoch nur generiert werden, wenn glaubwürdig ist, dass die Bank sachgerecht analysiert, eine effektive Bewachung betreibt sowie eine Durchsetzung der Schutzklauseln (Covenants) garantiert.

„Adverse Selektion“

Der Economist (2007-12-08, Seite 83) berichtet, sich auf Erik Sirri berufend: „Many banks got of the riskier and more junior CDO tranches, because their own risk management systems designated them as to dangerous. By offering better returns on these riskier slices in order to attract investors, they had to lower the yield on super senior tranches.“ Diese Beobachtung legt mindestens ein Problem offen: Die Banken konnten die riskanteren Tranchen nur mit einem Abschlag verkaufen, das heißt sie konnten die Käufer nicht vom geringen Risiko überzeugen. Diese Überzeugungsleistung fällt leichter, wenn man nicht nur die riskanten Tranchen verkauft, sondern selber an der riskanten Tranche beteiligt bleibt.

Die aktuelle Krise belegt, dass die Zerlegung von Forderungen mit Informationsasymmetrien (Subprime-Kredite sind wesentlich undurchsichtiger als Standardhypotheken) die Gefahr eines Quasi-Bank-Runs geradezu provozierte, weil sie infolge der Refinanzierung durch kurzfristige Schuldverschreibungen (ABCP) mit einer überdehnten Fristentransformation kombiniert war. In dem Moment, indem der Markt für Asset-Backed-Securities verdächtig wurde und sich die Konditionen verschlechterten, musste man nahezu zwangsläufig annehmen, dass die trotzdem gehandelten Titel besonders schwerwiegende Probleme aufweisen (adverse Selektion).

Das traditionelle Bankmodell, das eine integrierte Finanzierungskette vorsieht, ist durch die veränderten Refinanzierungsbedingungen und die Multiplikatorwirkung der Verbriefungstechnologie als zu beschränkt enttarnt und wird sich auch langfristig nicht wieder durchsetzen. Allerdings hat die aktuelle Verbriefungskrise die Schwächen des „originate and distribute“ offenbart. Ein Bankensektor, der ausschließlich mit dem traditionellen Bankmodell arbeitet, bietet zu geringe Finanzierungschancen, und ein Bankensektor, der beim Weiterverkauf den Mehrwert der Bankendienstleistung verdirbt, wird leicht unsolide.

Strukturwandel mit verstärkten Informationsasymmetrien

Die mit dem volkswirtschaftlichen Strukturwandel einhergehenden Finanzierungsbeziehungen sind besonders mit Informationsproblemen konfrontiert, da der gestiegene Innovationsdruck stärker und umfassender als früher Wetten auf die Zukunft erfordert. Die Tragfähigkeit von Geschäftsmodellen lebt im globalen Standortwettbewerb unweigerlich von der Innovationskraft und der Fähigkeit der Marktdurchdringung.

Entsprechende Investitionen sind jedoch für den Kapitalmarkt nur schwer zu beurteilen; jedenfalls solange sich die Strategie und die Eignung des Managements noch nicht nahezu unwiderlegbar bewährt haben. Während dieser entscheidenden Phase würden anonyme Märkte Abschläge wegen des Informationsproblems vornehmen, die Finanzierungskosten wären hoch und die Investitionen volkswirtschaftlich unzureichend. Deshalb kommt den Banken als

spezifischen Institutionen eine besondere Bedeutung zu: Sie vermögen das Problem der Informationsasymmetrie angemessen zu heilen (vergleiche Hüther 2007).

Potenzial zum Wandel

Für die deutschen Unternehmen erweist sich die Bewältigung des Strukturwandels durchaus als erfolgreich, allerdings nicht immer auf den einfachen linearen Wegen. Erfolg ergibt sich gerade aus der Differenzierungsfähigkeit, aus dem Potenzial, gleichermaßen innovativ und kostenbewusst sein zu können (vergleiche Grömling, Lichtblau 2006). Die Anpassungsmöglichkeiten, insbesondere Strategien zur Etablierung von Wettbewerbspositionen, sind in jedem Fall vielfältiger und multidimensionaler als dies das einfache Motiv einer technologischen Aufstiegsleiter nahe legt. Unübersichtlichkeiten, wie sie insbesondere durch den Strukturwandel entstehen, sind für entwickelte liberale Wirtschaftssysteme weder ein besonders schwieriges noch ein neues Problem. Die klassische Analyse von Schumpeter beschreibt das Potenzial zum Wandel und zur Innovation, das vom Unternehmer ausgeht. Allerdings kann der Unternehmer nur dann wirken, wenn es funktionierende Finanzmärkte gibt.

Intermediäre haben dabei keine passive Rolle. Sie entscheiden mit der Finanzierungszusage oder Ablehnung über die Chancen für eine erfolgreiche Anpassung. Deshalb benötigt die Volkswirtschaft in besonderer Weise ein effizientes Bankensystem. Der allfällige Glaube, dass der Fortschritt im Risikomanagement über Märkte die traditionellen Intermediäre überflüssig mache, ist jedenfalls nicht gut begründet.

Elastische Bankbilanzen

Aus alldem folgt: Die Unübersichtlichkeit des Strukturwandels erzwingt geradezu Finanzierungen durch Banken oder andere nicht-anonym agierende Intermediäre (beispielsweise Private Equity). Das angemessene Geschäftsmodell der Banken hat sich unter anderem wegen der Verschiebungen im Bereich ihrer Refinanzierung (weniger Einlagen, mehr Kredite, mehr Schuldverschreibungen) und der Verbreitung von Finanzinnovationen geändert. Trotz der Verbriefungskrise wird die Uhr nicht zurückgedreht werden. Allerdings sind die Probleme der asymmetrischen In-



formation zu beachten; und zwar nicht dadurch, dass man durch Abschläge Produkte zu unangemessen Preisen verkauft.

Die Bedeutung von Intermediären und anonymen Finanzierungsformen lösen sich im Lebenszyklus des Unternehmens ab. In Phasen relativ großer Unübersichtlichkeiten sind die Unternehmen auf beziehungs-basierte Finanzierungen angewiesen und die Banken werden das Kernrisiko nicht abschlagsfrei verkaufen können; sie sollten es auch nicht verkaufen, da sonst der Zertifizierungseffekt des Bankkredites verloren geht. Wenn die Informationsprobleme schließlich geringer werden, dann werden die Risiken auch der Sache nach liquider und können verkauft werden. Die Bank kann dann Unternehmen bei der Emission von Anleihen unterstützen und gegebenenfalls Kredite verbrieften.

Da sich die angemessene Struktur der Finanzierung je nach den Schüben des Strukturwandels ändert, ist es erforderlich, dass Bankbilanzen elastisch sind. Der Lackmusest für deren Elastizität wird gerade durchgeführt: Einige Banken sehen sich genötigt aus der Bilanz entlassene Risiken wieder aufzunehmen. Wenn ihnen das ohne Begleitschaden für die Kreditvergabe gelingt, dann ist die Reputation des Bankensystems wiederhergestellt.

Quellen:

- Arrow, Kenneth/Hahn, Frank, 1971, *General Competitive Analysis*, San Francisco, Edinburgh
- Black, Fischer/Scholes, Myron, 1973, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in: *Journal of Political Economy*, Vol. 81, No. 3, S. 637–654
- Economist, 2007-12-08, *Risk Management – Put Out*
- Grömling, Michael/Lichtblau, Karl, 2006, *Deutschland vor einem neuen Industriezeitalter?*, IW Analyse Nr. 20, Köln
- Hüther, Michael, 2007, *Globaler Strukturwandel – wirtschaftspolitische und finanzwirtschaftliche Handlungsoptionen*, in Bierbaum, Detlef: *So investiert die Welt*, Wiesbaden
- Hüther, Michael, 2008, *Intergenerational Justice and Economic Growth – A Challenge for Economic Policy*, erscheint in: *Foundations for the Rights of Future Generations: Demographic Change and Intergenerational Justice: The Implementation of Long-Term Thinking in the Political Decision Process*
- Jäger, Manfred, 2006, *Finanzmarktstrukturen im Wandel*, IW Analyse Nr. 21, Köln
- James, Christopher, 1987, *Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans*, in: *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, No. 2, S. 217–233
- Merton, Robert C. / Bodie, Zvi, 2005, *Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure*, in: *Journal of Investment Management*, Vol. 3, No. 1, S. 1–23