

**Zeitschrift:** Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur  
**Herausgeber:** Gesellschaft Schweizer Monatshefte  
**Band:** 88 (2008)  
**Heft:** 960

**Artikel:** Schmerzhaftes Lernprozesse im globalen Finanzsystem  
**Autor:** Knight, Malcolm D.  
**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-168015>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 17.04.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

Einige Lehren aus den gegenwärtigen Turbulenzen des globalen Finanzsystems können schon jetzt gezogen werden. Vordringlich sind mehr Transparenz bei komplexen Finanzinstrumenten, ein verbessertes praktisches Risikomanagement, eine Reform der Entlohnungssysteme sowie eine vermehrt präventiv bremsende Finanzpolitik der öffentlichen Hand.

## (5) Schmerzhaftes Lernprozesse im globalen Finanzsystem

Malcolm D. Knight

Die im vorliegendem Beitrag enthaltenen Ausführungen widerspiegeln ausschliesslich die persönlichen Ansichten des Autors; die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich trägt keine Verantwortung für deren Inhalt.

Das internationale Finanzsystem ist seit Mitte 2007 in aussergewöhnliche Turbulenzen geraten. Parallel zu einer abrupten und verbreiteten Zunahme der Risikoprämien kam es zu einem spektakulären Schwund der Liquidität in vielen Anlagemärkten, insbesondere auf dem Interbankenmarkt. Den Turbulenzen vorausgegangen war eine längere Phase sorgloser und aggressiver Risikoübernahme. Die vor den Wirren üblichen, ungewöhnlich niedrigen Risikoprämien und die niedrige Volatilität über alle Anlageklassen hinweg bedeuteten nicht etwa das Wegschmelzen von Risiken, sondern signalisierten im Gegenteil auf heimtückische Weise deren Zunahme. Schon seit einigen Jahren hatten die Verantwortlichen bei den Zentralbanken und speziell auch bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) vor der empfindlichen Zunahme der Risikobereitschaft und der damit verknüpften Hebelwirkung im globalen Finanzsystem gewarnt. Die seit den späten 1990er Jahren tiefen Zinssätze hatten eine Jagd nach höheren Renditen, einen zunehmenden Verschuldungsgrad sowie eine Steigerung der Preise eines breiten Spektrums von Finanz- und Realvermögenswerten ausgelöst. Der US-amerikanische Markt für Subprime-Hypotheken, in dem dann die Neubewertung der Risiken zuerst einsetzte, war wohl derjenige, in dem sich die Risikobereitschaft am weitesten von der Realität entfernte. Das wahre Ausmass der Folgeeffekte auf das Gesamtsystem war teilweise in undurch-

sichtigen «ausserbilanzlichen» Vehikeln versteckt und daher zu jenem Zeitpunkt schwer einzuschätzen. Der Verschuldungsgrad des Finanzsystems als solchem war offensichtlich viel höher als man aufgrund der Bilanzen der überwachten Banken geschätzt hätte.

Die Neubewertung der Risiken fiel um so brutaler aus, als diese sich auf schwer durchschaubare, hochkomplexe, neue Kreditinstrumente bezogen. Ein weiterer Grund war die im ganzen System vorhandene Undurchsichtigkeit der Risikoverteilung. Mitte 2007 geriet die Anlagenbewertung plötzlich in eine Vertrauenskrise, die durch eine eigentliche Kaskade von Kreditrating-Herabstufungen ausgelöst wurde. Dies schürte zusätzlich die Angst vor dem Risiko, was sich seinerseits in einem allgemeinen Misstrauen gegenüber dem jeweiligen Geschäftskontrahenten niederschlug. Plötzlich standen für die Marktteilnehmer der Umfang und die Art aller eingegangenen Kredit- und Liquiditätsrisiken in Frage – und zwar sowohl der eigenen als auch derjenigen der Geschäftspartner.

Diese Vertrauenskrise führte zunächst zu einem Rückgang der Marktliquidität für die undurchsichtigsten und komplexesten Finanzinstrumente. Gleichzeitig versiegten allmählich die Finanzierungsquellen für jene Institute, die im Verdacht eines starken Engagements in solchen Instrumenten standen. Ein globales Finanzsystem, das bis zu jenem Zeitpunkt in Liquidität zu schwimmen schien, zeigte sich plötzlich total ausgetrocknet.

Aus verschiedenen Gründen traf es einige der grössten international tätigen Banken ausgesprochen stark. Sie hatten selbst massiv in die neuen Finanzprodukte investiert, die plötzlich ihren Wert und ihre Verkäuflichkeit verloren. Sie hatten zwar Kreditlimiten gewählt, die in Liquiditätsengpässen bei speziell zweckbestimmten Anlagegefässen (*Special Purpose Vehicles, SPVs*) beansprucht werden konnten. Aber sie konnten für die Placierung der von ihnen selbst gezeichneten Kreditinstrumente – hauptsächlich solcher mit Hypothekar- und Leverage-Charakter – nicht mehr länger auf andere Institutionen zählen, da die Märkte für solche Produkte praktisch zum Erliegen gekommen waren. Angesichts der Gefahr eines Zurückschwappens der Marktprobleme in die eigenen Bücher zogen sich die Banken, besorgt um ihre Liquidität und ihre Kapitaldecke, zurück.

Die Spannungen setzten sich bis ins Herz des weltweiten Finanzsystems fort – in die Märkte für ungesichertes Interbank-Geld in Ländern, deren Banken man als verletzlich einschätzte. Es kam insbesondere zu einer beträchtlichen und nach-

haltigen Risikoprämie sogar am kurzfristigen Ende des Interbank-Marktes, was eine Mischung aus Liquiditätsbesorgnissen und Unsicherheiten über das Gegenparteirisiko.

Diese Ereignisse riefen nach entschlossenen und bald auch koordinierten Antworten der Zentralbanken. Durch Anpassungen in ihrem Liquiditätsmanagement suchten sie gleichzeitig die wirkungsvolle Umsetzung ihrer Geldpolitikziele sicherzustellen und die Störungen der Interbank-Märkte zu dämpfen. Angesichts der raschen Veränderungen des makroökonomischen Umfeldes unterzogen die Zentralbanken darüber hinaus ihre allgemeine Politik einer Überprüfung. Solange die Erschütterung auf den Märkten noch anhält, ist es schwer zu sagen, wie lange der 2007 begonnene Anpassungsprozess andauern wird und wohin seine Eigendynamik führt. Aber er muss seinen Gang nehmen und wird von einer Preisdeflation der Vermögenswerte begleitet sein, bis ein neues Gleichgewicht gefunden sein wird. Wie die Vergangenheit zeigt, kann ein solcher Prozess schmerzhaft sein.

## Verschiedene Probleme waren vorauszusehen, und einige Beobachter haben sie, lange vor dem offensichtlichen Problemstau, sehr wohl ganz unmissverständliche Warnungen ausgesprochen.

Verschiedene dieser Probleme waren vorauszusehen, und einige Beobachter haben sie, lange vor dem offensichtlichen Problemstau, sehr wohl ganz unmissverständliche Warnungen ausgesprochen. Welche Entwicklungen hätten nicht unerwartet kommen dürfen? Und welche waren tatsächlich überraschend?

Die *erste* Nicht-Überraschung betraf die drastische Risikoneubewertung, die Mitte 2007 einsetzte. Die vorgängigen Anzeichen einer Risikounterbewertung waren nicht schwer auszumachen. Beispielsweise hatte die BIZ einen Monat vor den Turbulenzen ihren Jahresbericht 2007 publiziert und darin ihre schwerwiegenden Bedenken im Hinblick auf die auftauchenden Finanzungleichgewichte und ihrer möglicherweise ungeordneten Auflösung erneut bekräftigt.

Die *zweite* Nicht-Überraschung hätte von der gleichzeitigen Verflüchtigung der Markt- und der Refinanzierungsliquidität *kommen müssen*. Die zunehmende Handelbarkeit von Finanzbeziehungen hatte als Korrelat die zentrale Abhängigkeit von Liquidität – dem Öl, das die Finanzmaschi-

ne schmiert, bei Vertrauenskrisen aber als erstes verschwindet. Steigende Unsicherheit über die Bewertungsgrundlagen komplexer Produkte und die Lokalisierung der Risiken beschleunigten den Vorgang.

Eine *dritte* Nicht-Überraschung hätte die Tatsache sein müssen, dass sich Banken gegen aufgewühlte Kreditmärkte nicht als immun erwiesen. Ein zentrales Merkmal der neuen Finanzlandschaft ist die engere Verflechtung zwischen den Banken und den anderen Finanzmarktteilnehmern. Die Märkte haben angefangen, sich für die Versorgung mit Wertpapieren, für gesichertes Funktionieren des Marktes und für Sicherheits-Kreditfazilitäten zunehmend sowohl auf «traditionelle» Finanzunternehmen wie auch auf «neue» Arten von Finanzfirmen zu verlassen. Finanzfirmen überlassen die Entwicklung neuer Tätigkeiten und Gewinnmöglichkeiten und – vor allem – das Management ihrer eigenen, internen Risiken zunehmend den Märkten. Die sich in den letzten Jahren beschleunigende Verschiebung vom Bankmodell des Akquirierens-und-Haltens von Aktiva zum Businessmodell des Akquirierens-und-Vermarktens ist lediglich einer der auffälligsten Aspekte dieser komplexer werdenden gegenseitigen Beziehung.

Und die genuinen Überraschungen? Deren *erste*, massive, war die enorme Schnelligkeit, mit der die Krise auf die Banken durchschlug. In keiner der Phasen von Bankenproblemen der letzten Jahrzehnte waren die Erschütterungen derart stark. Es scheint, dass jedermann – sowohl Marktteilnehmer wie öffentliche Entscheidungsträger – die Durchschlagskraft der potentiellen Finanzmarktspannungen auf den nicht eingeplanten und auch nicht gewollten, geballten Erwartungsdruck unterschätzt hat, der auf die Banken zukommen würde. Die geographische Reichweite dieses Drucks – weit über die Subprimekrise in den USA hinaus – ist ebenfalls unterschätzt worden.

Die *zweite* wirkliche Überraschung hatte mit der Rolle zu tun, die von den SPVs – von einigen Marktbeobachtern zutreffend als «Schatten-Bankensystem» bezeichnet – eingenommen wurde. Während die SPVs in den vergangenen Jahren sehr schnell wuchsen, erschienen sie kaum auf den Radarschirmen der Marktteilnehmer, Finanzbehörden und Regulierungsorgane. Dies obwohl dieser Sektor war dünn kapitalisiert war und im grossen Massstab Liquiditätstransformation betrieb. In der Folge unterschätzten alle Beobachter sowohl die Intensität, mit der die Liquiditätsnachfrage auf die Banken zurückschlagen konnte,

als auch den Verschuldungsgrad, der im weltweiten Finanzsystem eingelagert war.

Die *dritte* echte Überraschung lag in der Unzulänglichkeit der Kapitalpolster der Finanzinstitutionen. Die gegenwärtig von Banken unternommenen Riesenanstrengungen zur Verbesserung ihrer Kapitalbasis lassen darauf schliessen, dass die Eigenkapitaldecke für die gegenwärtig geschätzten Risiken als zu dünn beurteilt wird. Dies ist nur eine erneute Erinnerung daran, wie leicht man in Zeiten überschäumenden Booms die Robustheit vorhandener Sicherheitspuffer überschätzt. Und es sind genau die nichtlinearen Momente im Finanzsystem, die diesem allzu vertrauten Fehlurteil zu Pate stehen.

Ein zentrales Element des Ganzen war das wilde Wachstum dessen, was als «optionsähnliche» Zahlungsmuster bezeichnet werden könnte: bewusst oder unbewusst sind die Marktteilnehmer zunehmend mehr Positionen eingegangen, die ihnen in «guten» Zeiten einen bescheidenen, stetigen Einkommensfluss bescherten (vergleichbar dem Einkassieren von Optionsprämien), die aber die Gefahr bargen, in «schlechten» Zeiten zu bedeutenden und unerwarteten Verlusten zu führen. Solche «nichtlinearen Auszahlungen» konnten bei angespannten Marktverhältnissen dann akut werden, wenn Optionen «ausgeübt» werden würden. Zu all dem war es als Folge der Entwicklung neuer Finanzinstrumente und der neuen Vorgehensmuster gekommen, denen «Schwanzrisiken» anhafteten – kostenträchtige Umstände, deren Eintreten aber als sehr unwahrscheinlich erschien und die gleichzeitig den Eindruck von Stabilität vermittelten. Die weitverbreitete Verwendung der Sekuritisierung («Verbriefung») scheint diesen Prozess begünstigt zu haben, indem sie Risiken quer durch das System zu streuen schien und dadurch zum Eingehen von Risiken animierte.

Es gibt einige Bereiche, deren Schwächen durch die Turbulenzen deutlich geworden sind und die daher verbessert werden müssen. Bei dem *ersten* dieser Bereiche geht es um verbesserte Transparenz, sowohl der Finanzprodukte als auch des Risikopotentials. Bessere Transparenz bedeutet bessere Buchhaltung und Offenlegung. Die Auskünfte zu den Bewertungen und den Risikoprofilen der einzelnen Finanzinstitutionen müssen verbessert werden. Zum einen gilt es, dem Anleger einen Begriff vom gesamten Ausmass an Unsicherheit zu vermitteln, das den Wert solcher Produkte umgibt, für die keine liquiden Märkte existieren und für deren Bewertung man sich deshalb auf Modelle verlässt. Ein anderer Aspekt betrifft die verbesser-

te Offenlegung von Liquiditätsrisiken – viele der mit den Sicherungskreditfazilitäten von Banken an SPVs verknüpften Risiken waren, wenn es gut ging, in den Fussnoten der jeweiligen Bankbilanzen versteckt.

Grössere Transparenz ruft ebenfalls nach besserer Qualität der Kreditratings. In dem Masse, wie die Risikoprofile der Produkte komplexer werden, verlieren die das Gesamtrisiko abbildenden Ratingsysteme an Aussagekraft, wenn ihre einzigen Stützen in Schätzungen zur Wahrscheinlichkeit von Zahlungsunfähigkeit und zu eventuellen (durchschnittlichen) Verlusten bestehen. Kreditratingfirmen müssen ihr methodisches Instrumentarium durch die Integration weiterer Risikodimensionen optimieren. So könnten sie etwa Daten zu höheren Wahrscheinlichkeitsverteilungen – wie unerwartete Verluste –, aber auch über die Zuverlässigkeit der Ratings selbst miteinbeziehen. Insbesondere müssten diejenigen Finanzprodukte niedriger eingestuft werden, deren Ratings eine besondere Anfälligkeit auf Modellfehler aufweisen oder für die weniger Basisdaten vorliegen.

Beurteilungen sollten von einer Vorsicht inspiriert sein, wie sie nur von der praktischen Erfahrung aus mehreren Marktzyklen vermittelt werden kann.

Das *zweite* grosse Traktandum, das ansteht, sind Verbesserungen im praktischen Risikomanagement. Stresstest-Methoden sollten besser abgestützt und enger in die Risikomanagementverfahren integriert werden. Die Krise hat bestätigt, dass die verwendeten Systeme versagt haben, besonders angesichts der Probleme beim Erfassen systemweiter Kredit- und Liquiditätsrisiken und im Umgang mit scheinbar abgelegenen Schwanzrisiken. Die Krise hat erneut daran erinnert, dass Modelle lediglich als Ausgangspunkte für breiter gefasste Beurteilungen zu verwenden sind, die ihrerseits von einer Art Vorsicht inspiriert sein sollten, wie sie nur von der praktischen Erfahrung mehrerer Marktzyklen vermittelt werden kann.

Der *dritte* Bereich umfasst stärkere Anreize zu umsichtigem Handeln. Umfangreichere Informationen zu Risiko und Unsicherheit sind nur ein halbe Lösung, wenn nicht auch die Anreizfrage frontal angegangen wird. Die Tendenz zu anfangslastigen Gehältern und deren ungenügendem Konnex zu späteren Resultaten – oder auch zu konservativen Ex-ante-Massgrössen – hat ohne Zweifel bei der gegenwärtigen Risikoakkumula-





tion eine Rolle gespielt, genauso wie in früheren Finanzkrisen. Entlöhnungssysteme müssen neu überdacht und besser konzipiert werden.

Schritte zur Verbesserung der Transparenz, des Risikomanagements und der Anreize bei den Gehältern sollten einen wesentlichen Beitrag zur Beseitigung der Schwachstellen des bei den Finanzinstituten allgegenwärtig gewordenen Erzeugen- und-Absetzen-Geschäftsmodells leisten. Dieses Modell kam in der gegenwärtigen Krise unter starken Beschuss, teilweise weil es das Eingehen von Risiken allzu sehr erleichtert hat. Aber es ist im Grunde ein gutes Modell, da es die Risiken und den Einkommensfluss der Banken diversifiziert. Es ist nun Sache des Privatsektors, die von der gegenwärtigen Krise aufgezeigten Schwächen dieses Modells zu beheben sowie die Effizienz des Akquirieren-Vermarkten-Modells zu steigern und es gleichzeitig gegen finanzielle Schocks widerstandsfähiger zu machen.

Ein *vierter* Bereich verlangt ebenfalls nach Taten: die allgemeinen Grundsätze, die die Basis des Rahmenwerks der Bankenregulierung und

## Finanzinstitutionen des privaten Sektors sollten in guten Zeiten Kapital- und Liquiditätspolster anlegen, um dann in schlechten Zeiten darauf zurückgreifen zu können.

-aufsicht bilden. Es ist nicht abwegig, eine der Hauptursachen finanzieller Instabilität im ganzen Verlauf der Geschichte in der sogenannten «übermässigen Zyklizität» des Finanzsystems zu sehen. Diese wurzelt einerseits in ungenügendem Verständnis dafür, wie Risiko sich quer durch das ganze Finanzsystem über die Zeit fortpflanzt, und andererseits in unzulänglichen Anreizen und sich eigendynamisch steigenden Prozessen, sowohl innerhalb des Finanzsystems selbst als auch zwischen dem Finanzsystem und der übrigen Wirtschaft. In ihrer Kombination vermögen diese Faktoren periodisch zu sehr grossen Finanzungleichgewichten zu führen, deren Bereinigung in weitverbreitetes finanzielles Unheil und makroökonomische Schwäche münden kann. Als besonders verderblich können sich diese Umstände in Zeiten rascher finanzieller Innovation erweisen, in denen die Relevanz vergangener Erfahrungen sich der Einschätzung zu entziehen scheint und dadurch den Akteuren leicht einmal der Blick auf die Anzeichen aufkommender Risikoexzesse verstellt wird.

Die Beschäftigung mit dieser Frage verlangt gewissermassen nach einer «Makro-Umsicht» in unserem Verhältnis zu Finanzregulierung und -aufsicht. Ein Hauptpunkt dabei ist es, die im Zentrum des Systems stehenden Finanzinstitutionen des privaten Sektors zu veranlassen, in guten Zeiten, wenn Risiken und Finanzungleichgewichte wachsen, Kapital- und Liquiditätspolster anzulegen. So können sie in schlechten Zeiten, wenn die Ungleichgewichte auf den kritischen Punkt zusteuern und die Risiken sich realisieren darauf zurückgreifen. Dies würde zur Stärkung sowohl der einzelnen Institutionen wie auch des Systems als Ganzem beitragen und der Gefahr begegnen, die von der Nachsicht der Aufsichtsbehörden auftauchenden Problemen gegenüber ausgeht. Es könnte sogar bei der Entstehung von Ungleichgewichten präventiv als Bremse wirken.

Es gibt verschiedene Wege, diese Leitlinien umzusetzen. Ihnen allen ist der Ansporn zum vermehrten Einsatz konservativer (etwa auf Erfahrungen über mehrere Geschäftszyklen beruhender) Risikomassnahmen eigen, sowohl bei der Entscheidungsfindung auf Managementebene als auch bei der Kalibrierung der Steuerungsinstrumente. Die Möglichkeit, sich mehr auf eingebaute Stabilisatoren im Finanzsystem zu verlassen, liesse sich kombinieren mit mehr Ermessensfreiheit für Vorbeugungsmassnahmen gegen finanzielle Ungleichgewichte. In der Tat gab es zwar in den jüngsten Jahren einige Fortschritte in Sachen Unterstützung für einen solchen «makroumsichtigen» Ansatz: beispielsweise bedeutende Korrekturen an der vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht 2004 verabschiedeten neuen Eigenkapitalvereinbarung (Basel II), um die Prozyklizität anzugehen; statistikgestützte Delkredere-Rückstellungen in gewissen Zuständigkeitsbereichen; die Entwicklung von «Makro»-Stresstests. Dennoch – und ungeachtet der analytischen und wirtschaftspolitischen Hindernisse – muss mehr in diese Richtung unternommen werden. Und selbstverständlich könnte auch eine antizyklische öffentliche Finanzpolitik in diesem Zusammenhang eine nützliche Rolle spielen, durch Ausgabenzurückhaltung in guten Zeiten, um nicht einen Wirtschaftsboom zusätzlich anzuhetzen, und durch Abbau der öffentlicher Schulden, so dass man im Falle auftauchender Probleme über die Manövrierfreiheit verfügt, die negativen Auswirkungen finanzieller Turbulenzen auf die Gesamtnachfrage und -produktion aufzufangen.

MALCOLM D. KNIGHT, geboren 1944 in Kanada, ist General Manager und CEO der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel.