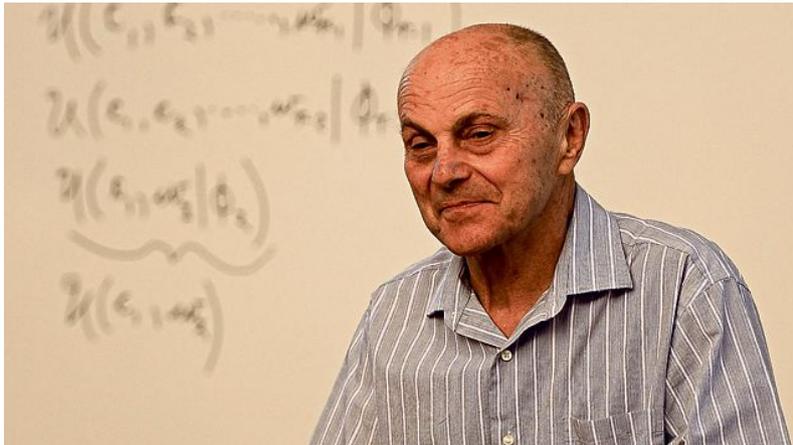


«Banken brauchen mindestens 25 Prozent Eigenkapital»

09.11.2013



Eugene Fama während einer Vorlesung an der Universität Chicago direkt nach dem Gewinn des Nobelpreises. (Bild: Tannen Maury / Keystone)

Der Wirtschaftsnobelpreis 2013 krönt die Arbeit von Eugene Fama. Im Gespräch äussert er sich zu seinen Thesen über die Inexistenz von Blasen, die Politik der US-Notenbank und erklärt, warum er sein Abonnement des «Economist» kündigte.

Telefoninterview: Marie-Astrid Langer, Michael Rasch

Herr Fama, wo waren Sie, als der Anruf des Nobelpreiskomitees Sie erreicht hat?

Zu Hause. In Chicago war es gerade sechs Uhr morgens, und ich war dabei, meine Vorlesung vorzubereiten. Sie haben gefragt, ob ich den Preis annehme – und ich habe Ja gesagt.

Was hat sich seit diesem Tag in Ihrem Leben verändert?

Ich habe keine Freizeit mehr, weil ich dauernd Interviews gebe. Ausserdem arbeite ich an der Rede, die ich Anfang Dezember bei der Preisverleihung in Stockholm halte. Sie soll 10 000 Wörter lang sein – normalerweise arbeite ich an einem so langen Aufsatz ein Jahr.

Macht es Ihnen etwas aus, den Preis mit den beiden Kollegen zu teilen?

Nein, es sind zwei grossartige Wissenschaftler. Lars Hansen ist seit Jahren mein Kollege an der University of Chicago und ein Freund. Und Robert Shiller hat ebenfalls viel gute Arbeit

geleistet. Ich stimme in vielen Punkten nicht mit ihm überein, aber unsere Arbeit lässt auch Raum für unterschiedliche Ansichten.

Viele Experten waren überrascht, dass das Komitee zwei Ökonomen mit so unterschiedlichen Auffassungen den Preis verliehen hat.

Ich interpretiere es so, dass man damit ausdrückt, sich nicht für eine Seite zu entscheiden. Wenn sie nur mich ausgezeichnet hätten oder nur Shiller, wäre das in der Öffentlichkeit vielleicht so aufgefasst worden, als befürworte das Nobelpreiskomitee eine Theorie. So werden nun beide Modelle gewürdigt, und die Leute können sich selbst eine Meinung bilden.

Sie haben den Preis für Ihre Theorie erhalten, dass Märkte alle verfügbaren Informationen reflektieren.

So fasse ich es nicht auf, sondern dass der Preis meine Erkenntnisse hinsichtlich der Preisbildung von Anlagen auszeichnet. Dieses sogenannte Asset-Pricing umfasst unter anderem auch die von Ihnen angesprochene Effizienz von Märkten. Doch betroffen sind auch andere Aspekte, beispielsweise das Verhältnis von erwartetem Gewinn zu erwartetem Risiko und die Frage, welche Faktoren dieses Risiko beeinflussen. Einerseits fassen Asset-Pricing-Modelle auf der Annahme effizienter Märkte, andererseits benötigt man sie, um die Theorie der Markteffizienz zu testen. Beide Dinge sind aber zwei Seiten derselben Medaille. Ich habe mich zuletzt zwar mehr mit Asset Pricing als mit Markteffizienz beschäftigt, den Preis aber – meiner Auffassung nach – für beide Teile meiner Arbeit bekommen. Die Medien konzentrieren sich aber stark auf die Markteffizienz; vermutlich, weil sie diesen Teil besser verstehen und man ihn auch den Lesern besser und leichter erklären kann.

Wie würden Sie denn den Teil, den die Leute gemeinhin nicht verstehen, einfach formuliert erklären?

Verschiedene Anlagen wie Aktien oder Anleihen haben unterschiedliche Risiken. Es gibt zudem risikoreichere Aktien und Anleihen und weniger risikoreiche. Modelle für Marktgleichgewichte versuchen zu eruieren, wie man Risiken messen sollte. Mittels empirischer Tests versucht man dann zu erfahren, inwieweit das Verhältnis zwischen erwartetem Gewinn und erwartetem Risiko sich auch in den Daten spiegelt. Wir entwickeln also Theorien über die Belohnung für das Eingehen von Risiken und testen dann, ob man eine solche Belohnung in den erhaltenen Daten tatsächlich auch erkennen kann.

Wie effizient sind die Märkte denn nun?

Meiner Ansicht nach sind sie ziemlich effizient. Es gibt nur sehr wenig empirische Evidenz dafür, dass Leute den Markt schlagen können, indem sie einzelne Aktien auswählen, also «stock picking» betreiben. Alle Theorien und Interpretationen in Hinblick auf ineffiziente Märkte werden von den bestehenden Daten widerlegt. Und ich denke, es gibt wenige Leute, die dem widersprechen würden, zumindest nicht in der akademischen Finanzwissenschaft.

Viele Händler und Fondsmanager werden Ihnen aber nicht zustimmen.

Natürlich werden die sagen, sie glaubten das nicht; schliesslich verdienen sie ja ihr Geld damit, dass sie es bestreiten. Wenn Sie sich aber deren Performance in der Gesamtheit anschauen, so sieht diese sehr stark so aus, wie man es von effizienten Märkten erwarten würde.

Nach der Ankündigung, dass Sie und Shiller den Preis erhalten, war die grosse Frage: Gibt es denn nun Blasen und falsch bewertete Anlagen an den Finanzmärkten – oder nicht?

Im Grunde genommen ist es doch so – und ich glaube eher nicht, dass mir Shiller hier widersprechen würde: Der Begriff einer Blase impliziert, dass man vorab sagen kann, wann sie platzen wird. Es gibt aber keinen systematischen empirischen Beweis dafür, dass man das voraussagen kann. Deswegen mag ich es nicht, wenn man das Wort Blase benutzt. Ich habe mein Abonnement des «Economist» gekündigt, weil die auf jeder Seite dreimal das Wort Blase verwenden. Wenn Menschen sagen, es existiere eine Blase, dann reden sie dabei sehr stark über ihren Glauben und nicht über empirische Evidenz.

Dann ist es Ihrer Meinung nach unmöglich, Blasen zu identifizieren?

Ich sehe keine Möglichkeit der Beweisführung. Zahlreiche Wissenschaftler, auch ich selber, haben viel Arbeit darin investiert, aber niemand war in der Lage, einen statistisch verlässlichen Weg zur Identifizierung von Blasen zu finden. Es beeindruckt mich gar nicht, dass Leute das Platzen einer Blase vorhersagen. Es gibt immer Tausende Menschen, die das Ende von irgendetwas vorhersagen, so auch von Blasen oder Preisanstiegen. Diejenigen, die dann zufällig richtig lagen, werden in den Medien zitiert, und die, die falsch lagen, vergisst man. Aber das ist keine wissenschaftliche, sondern höchstens anekdotische Evidenz.

Die Immobilienpreise in der Schweiz sind in den letzten Jahren explodiert, nicht zuletzt aufgrund des extrem niedrigen Zinsumfeldes.

Die Zinssätze sind in so ziemlich der ganzen Welt derzeit sehr niedrig. Dennoch sind die Immobilienpreise in vielen Teilen der Welt nicht in die Höhe geschossen. In den USA sind die Preise sogar viel niedriger als 2007. An der Entwicklung der Immobilienpreise dürften die Zinsen also kaum schuld sein.

Angesichts der Tatsache, dass das Wirtschaftswachstum in den USA zunimmt und sich die Arbeitslosenrate erholt, finden Sie es in Ordnung, dass die Zentralbank an ihrer Nullzinspolitik festhält?

Das Fed ist nicht verantwortlich dafür, dass die kurzfristigen Zinsen fast null sind. Sie hat – wenn überhaupt – im Vergleich mit den Marktkräften lediglich einen geringen Einfluss auf die Entwicklung der Zinsen, wie ich jüngst in einem Aufsatz gezeigt habe.

Die Märkte reagieren dennoch bisweilen sehr extrem auf Äusserungen des Fed. Was lernen wir daraus über die Massnahmen, die das Fed ergriffen hat?

Die Märkte reagieren immer, nachdem das Fed irgendetwas angekündigt oder kommentiert hat. Ich bin mir aber nicht sicher, ob es Reaktionen auf die Ankündigungen sind oder Reaktionen darauf, was die Anleger selbst in Bezug auf die Wirtschaftsentwicklung erwarten. Die amerikanische Wirtschaft entwickelt sich derzeit vielleicht gut im Vergleich zur Konjunktur in Europa, aber nicht im Vergleich mit früheren Entwicklungen nach einer Rezession in den USA. Deswegen versucht die amerikanische Notenbank zurzeit alles, um die Arbeitslosigkeit weiter zu senken und die Konjunktur stärker anzukurbeln. Ich denke jedoch, dass nichts von dem, was sie tun könnte, irgendeinen grösseren Effekt haben dürfte. Die Europäische Zentralbank hat Ähnliches getan wie das Fed, dennoch kommt die Euro-Zone kaum aus der Rezession heraus.

War es richtig, dass die Regierung und das Fed in der Finanzkrise alle Banken ausser Lehman Brothers gerettet haben?

Ich habe das gehasst.

Warum?

Weil es eine Perversion des Marktes ist. Nun erwartet jeder, dass diese Banken wieder rausgehauen werden, wenn sie das nächste Mal in Schwierigkeiten sind. Es werden furchtbare Anreize gesetzt – beispielsweise, weiterhin hohe Risiken einzugehen. Es wäre viel besser gewesen, die Banken vorübergehend zu verstaatlichen, ihnen die Zahlungen von Dividenden zu verbieten und sie zu zwingen, ihr Eigenkapital zu stärken; jedenfalls sehr viel umfassender, als das nach den jetzigen Vorschlägen der Fall ist. Und das alles so lange, bis sie die dem Staat entstandenen Verluste zurückgezahlt hätten. Banken brauchten sehr viel mehr Kapital, so dass sie ohne grössere Folgen pleitegehen könnten.

Wie viel Eigenkapital sollte eine Bank denn haben?

25% wären das Minimum. Die Frage muss sein: Wie viel Eigenkapital hätte die Bank haben müssen, um einen Bail-out wie 2008 zu vermeiden? Oder anders gesagt: Die Aktionäre hätten alle Verluste tragen müssen. Und ich denke, das wäre auch ohne grössere Schäden möglich gewesen.

Nun haben wir ein Moral-Hazard-Problem mit den Grossbanken.

Absolut.

Was wäre geschehen, wären die Banken nicht gerettet worden?

Nun, es gab durchaus eine andere Option, die wollte aber niemand wählen. Besser, als die Banken zu retten, wäre gewesen, ihre Dividenden zu streichen und sie dann zu reorganisieren. Das hätte klar signalisiert, dass es sich nicht rentiert, jedes Risiko einzugehen; und dass man nicht nur die Gewinne erhält, sondern eben auch die Verluste tragen muss. So werden die Banken in der nächsten Krise wieder grettet.

Warum wurde die Option nicht gewählt ?

Ich weiss nicht, wie es in Europa ist, aber in den USA ist das Wort «Verstaatlichung» ein schmutziges Wort. Für mich ist es das ja auch, es ist nur nicht ganz so schmutzig wie Bail-out.

Hätte es rechtliche Probleme mit der Verstaatlichung geben können?

Nein, denn die Federal Deposit Insurance Corporation, also der Einlagensicherungsfonds, hat dieses Recht durchaus, sollte eine Bank fallen. Bei vielen kleineren und wenigen grossen Banken hat sie es ja auch schon getan, bei Washington Mutual und Bear Stearns zum Beispiel. Die Aktionäre haben fast ihr gesamtes Kapital verloren, und das, was übrig blieb, wurde dann JP Morgan Chase verkauft. Sie machen das regelmässig, aber wenn in einer Krise viele Banken auf einmal in Bedrängnis geraten, dann machen sie es nicht – es würde nämlich zu offensichtlich, dass die Regierung alles übernimmt. Aber wenn man glaubt, die Banken sollten gerettet werden, dann finde ich es besser, sie gleich zu verstaatlichen.

Wird die Regierung die Banken in der nächsten Krise wieder retten?

Wir haben hier eine 1500 Seiten lange Regulierung namens Dodd-Frank Act, die so kompliziert ist, dass niemand weiss, was drinsteht – nicht einmal die Verfasser. Das ist keine gute Basis, um die nächste Krise zu verhindern. Ich sehe keine andere Lösung, als den Banken noch strengere Eigenkapitalvorschriften zu machen – und selbst dann muss man aufpassen. Diese Leute sind sehr clever und werden Wege finden, die Regulierungen zu umgehen. Man muss also achtgeben, dass die Banken als Konsequenz der strengeren Vorschriften nicht noch riskanter agieren.

Die seit 2008 neu eingeführten Regulierungen reichen also nicht aus?

Meine Kollegen George Stigler und Sam Peltzman haben Regulierungen ihr ganzes Leben lang analysiert und kommen zu dem Ergebnis: Egal, wie man die Regulierung gestaltet, am Ende wird sie von Menschen umgesetzt. Die Regulatoren werden aber nicht so gut bezahlt wie die Menschen, die sie kontrollieren sollen, und deswegen zieht der Beruf des Regulators auch nicht die besten Leute an. Das Schlimmste ist, dass die Regulatoren letztlich oft im Sinne der Leute agieren, die sie eigentlich kontrollieren sollten. Selbst eine perfekt entworfene Regulierung wird nie perfekt implementiert werden.

Zurück zu Ihnen. Worüber würden Sie heute promovieren, wenn Sie noch einmal zwanzig Jahre alt wären?

Wir schauen 51 Jahre zurück! Als ich meine Doktorarbeit schrieb, war alle Finanzforschung neu. Heute ist das viel schwieriger, der Nachwuchs ist viel technischer ausgebildet, als ich es war – und bin! Ich bin nicht sicher, ob ich es heutzutage in ein Doktoraten-Programm schaffen würde.

Sie haben den Nobelpreis verliehen bekommen – was bleibt nun noch?

Ich hoffe, dass sich mein Leben nicht zu sehr verändern wird. Ich bin eigentlich ein einfacher Kerl und möchte das weiter machen, was ich immer getan habe: I work hard, I play hard, und ich genieße meine grossartige Familie.

Ein Leben, gewidmet der Finanzwissenschaft

Eugene F. Fama wurde am 14. Februar 1939 in Boston, Massachusetts, geboren. An der Tufts University studierte er zunächst Französisch, wechselte aber nach zwei Jahren zu den Wirtschaftswissenschaften. Unter Merton Miller und Harry Roberts promovierte er an der University of Chicago zu den Bewegungen von Aktienpreisen. Die Doktorarbeit legte den Grundstein für seine weiteren Forschungen über die Effizienz der Märkte.

Seit dieser Zeit ist Fama seiner Alma Mater treu geblieben und unterrichtet dort nach wie vor als Professor. Der Nobelpreis wurde ihm, Peter Lars Hansen und Robert Shiller nun für ihre empirischen Analysen von Anlagepreisen verliehen. Fama lebt in Chicago, ist verheiratet und hat vier Kinder.