

NZZ Podium vom 5. Februar 2009

Die Weltfinanzkrise – Analyse und Ausblick

Referat von Dr. Philipp M. Hildebrand, Vizepräsident des Direktoriums Schweizerische Nationalbank

«Alles Leben ist Problemlösen.» Dies behauptet Karl Popper in einem kurzen aber wunderbaren Vortrag über Technologie und Fortschritt aus dem Jahre 1991.

Problemlösen, meine Damen und Herren, umschreibt meine bisherige geldpolitische Tätigkeit eigentlich sehr genau. Ich würde sogar sagen, dass wir in der Nationalbank seit August 2007 im Sinne von Karl Popper besonders intensiv leben.

Sie alle kennen den Grund und damit bin ich auch schon beim Thema des heutigen Podiums: Wir erleben zurzeit die schwerste und komplexeste Finanzkrise seit vielen Jahrzehnten.

Im Jahr 1931 schrieb John Maynard Keynes: «Never before has there been such a world-wide collapse over almost the whole field of the money values of real assets as we have experienced in the last two years.»¹ Meine Damen und Herren, bedauerlicherweise hat dieses Zitat in vieler Hinsicht auch heute wieder seine Gültigkeit.

Im aktuellen Krisenumfeld bedeutet Problemlösen in erster Linie Krisenbekämpfung. Mit aller Kraft leistet die Nationalbank einen Beitrag zur Bekämpfung dieser Krise. Dabei haben wir zusammen mit Behörden im In- und Ausland ein übergeordnetes und klar definiertes Ziel: Eine tiefe, anhaltende Weltwirtschaftskrise zu verhindern oder sie mindestens abzufedern.

Lassen Sie mich anhand von drei historischen Zahlen illustrieren, weshalb dieses Ziel für mich imperativ ist: Zwischen August 1929 und März 1933 fiel die Industrieproduktion in den Vereinigten Staaten um gut die Hälfte. Die Arbeitslosenquote stieg auf 25%. Ein Drittel aller amerikanischen Banken mussten im Laufe dieser knapp vier Jahre ihre Türen schliessen.

¹ John M. Keynes: «The Consequences to the Banks of the Collapse of Money Values (August 1931)», reprinted in: *Essays in Persuasion*, Collected Writings of John M. Keynes, Vol. IX, London 1972, 153.

Ich will hier nicht weiter ausführen. Viele von Ihnen kennen die Geschichte der Weltwirtschaftskrise der dreissiger Jahre. Sie alle kennen die sozialen und politischen Konsequenzen. Beides gilt es zu vermeiden, und zwar um jeden Preis.

Zum bisherigen Verlauf der aktuellen Krise werde ich mich heute nur kurz äussern. Ich habe dies verschiedentlich und ausführlich an anderer Stelle getan.²

Nach mehreren Jahren mit Rekord hohem Weltwirtschaftswachstum und tief eingeschätztem Risiko brach im Sommer 2007 die eigentliche Finanzkrise aus. Preisrückgänge auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt begannen, sich über Wertverluste auf einer breiten Palette von Finanzinstrumenten in den Bankbilanzen zu materialisieren. Die resultierende Unsicherheit über die Solidität dieser Banken führte in mehreren Wellen zu einem Verschwinden des Vertrauens und damit der Liquidität auf den Finanzmärkten.

Im Herbst 2008 verschärfte sich die Lage massiv. Immer mehr Finanzinstitute gerieten in Schwierigkeiten. Kulminationspunkt stellte der Konkurs von Lehman Brothers Mitte September dar. Dies führte die Behörden verschiedener Länder, so auch der Schweiz, dazu, ausserordentliche Unterstützungs- und Rettungsmassnahmen zu ergreifen. Ziel dieser Massnahmen war, einen Zusammenbruch des gesamten Finanzsystems zu vermeiden und den Schaden für die Gesamtwirtschaft zu begrenzen.

Dank dezidiertem Vorgehen der Behörden konnte das globale Finanzsystem vorerst einmal stabilisiert werden. Nach wie vor mangelt es aber an Vertrauen. Weitere Verluste der internationalen Banken sind absehbar. Zudem schlägt sich die Finanzkrise nun vollumfänglich in der Gesamtwirtschaft nieder. Die daraus erfolgenden Wachstumseinbrüche sind wohl in einem Ausmass zu erwarten, wie wir es seit Jahrzehnten nicht mehr erlebt haben.

Die schwere Krise hat bereits viele unschuldige Menschen auf der ganzen Welt getroffen. So sind Ersparnisse, Häuser und Arbeitsstellen verloren gegangen. Weiteres Leiden wird zwangsläufig noch folgen.

Verständlicherweise führt dies zur Frage: Wer ist denn eigentlich für diesen ganzen Schlamassel verantwortlich? Wir wissen aus der Geschichte, dass bei einer derart schweren Krise die Suche nach Verantwortlichkeit rasch in öffentliche Schuldzuweisungen und Anklagen münden kann. Solche Anklagen produzieren letztlich oft mehr Hitze als Licht. Aber Licht im Sinne von Erkenntnisgewinn wäre jetzt besonders nützlich. Das sorgfältige Klären von Verantwortlichkeiten kann, davon bin ich überzeugt, für uns alle ein Wegweiser sein. Ein Wegweiser, der uns vorzeigt, welchen Weg wir nach

² Siehe beispielsweise «Einleitende Bemerkungen, Halbjahres- und Jahresend-Mediengespräch» in den Jahren 2007 und 2008.

Überwindung dieser Krise beschreiten müssen, um unser Finanzsystem und somit letztlich unsere Wirtschaft gegenüber zukünftigen Krisen resistenter zu gestalten. Deshalb wage ich heute mit Ihnen den Versuch, die schwierige Thematik der Verantwortung etwas zu erörtern.

Rein formell ist die Frage der Verantwortung rasch geklärt. Fast ausnahmslos sind die obersten Gremien der grossen internationalen Banken ihren Aufgaben und ihren Verantwortungen trotz astronomischer Entlohnung nicht gerecht geworden.

Nun, auf den ersten Blick erscheint diese Antwort umfassend und überzeugend. In der Realität greift sie jedoch zu kurz. Wie so oft im Leben ergibt eine rein formelle Betrachtung ein unvollständiges Abbild der Realität.

Unbequeme Tatsache ist: In vieler Hinsicht ist die Verantwortung viel breiter gestreut. Erlauben Sie mir, diese Behauptung zu illustrieren.

- Notenbanken, die zwar schon lange gewarnt, aber letztlich bei den Aufsichtsbehörden nicht genügend vehement insistiert, geschweige denn direkt eingegriffen haben,
- Regierungschefs und Finanzminister, die zwar seit Jahren regelmässig die globalen Ungleichgewichte bemängelt, aber letztlich kaum griffige Korrekturmassnahmen eingeleitet haben,
- Aufsichtsbehörden, die sich in Diskussionen mit den Banken – vielleicht auch inspiriert durch die Idee der Selbstregulierung – letztlich nicht als deren konsequent vorgehende staatliche Kontrollorgane verhielten,
- Politiker und Parteien, die sich lieber in der Gunst der Bankenchefs sonnten statt kritische Fragen zu stellen und den Aufsichtsbehörden resolut den Rücken zu stärken,
- Grossaktionäre, die die stetig zunehmende Verschuldung mittrugen mit hoffnungsvollem Blick auf kurzfristige stratosphärische Eigenmittelrenditen und scheinbar endlos steigende Aktienkurse.

Dies, meine Damen und Herren, sind nur einige Beispiele. Sie sollen letztlich folgende Frage aufwerfen: Wer hat beim Tanz um das Goldene Kalb nicht irgendwo auch mitgemacht oder zumindest wohlwollend zugeschaut?

Wenn ich während meiner bisherigen Tätigkeiten eines gelernt habe, dann dies: Innerhalb der gesetzten Anreize werden Finanzmarktteilnehmer ihre Geschäftstätigkeit immer und vorbehaltlos auf eine Maximierung ihrer Profite ausrichten. Und wenn ich hier von Finanzmarktteilnehmern und Anreizen spreche, dann denke ich nicht nur an den Banker und seine Entlohnung. Ich schliesse damit beispielsweise auch die Anleger mit ein, die mit ihren Investitionen möglichst rasch eine möglichst hohe Rendite erzielen möchten. «Wo Profit lockt, wird die Handlungsweise des Menschen vorausbestimmbar.»,

wie Dürrenmatt 1959 in seinem Werk «Frank der Fünfte. Die Oper einer Privatbank» formulierte.

Wenn also diese Anreize so konzipiert sind, dass sie den Marktteilnehmern eine Autobahn bieten, auf der das Streben nach Wohlstand zu grenzenloser Gier verkommen kann, dann wird es auch zu grenzenloser Gier verkommen.

Genau hier liegt das grosse Missverständnis all derer, die den freien Markt immer wieder dogmatisch mit grenzenloser Freiheit gleichsetzen.

Dass dem nicht so ist und auch nicht sein kann, hat bereits der Urvater des Kapitalismus und des freien Marktes erkannt. Fast spektakulär aktuell ist Adam Smiths Rechtfertigung, mit Rücksicht auf die Systemstabilität gewisse Finanzgeschäfte zu verbieten, obwohl sie auf dem Einverständnis der beteiligten Parteien beruhen. Er sagte vor fast 350 Jahren: «Such regulations may, no doubt, be considered as in some respect a violation of natural liberty. But those exertions of the natural liberty of a few individuals, which might endanger the security of the whole society, are, and ought to be, restrained by the laws of ... governments»³

Hören wir also auf, unsinnig zu argumentieren, dass der Kapitalismus oder der freie Markt es nicht erlaubt, Regeln und klar definierte Anreizstrukturen zu setzen. Bei Banken, die so gross und komplex sind, dass man sie schlicht nicht fallen lassen kann, ohne die Stabilität unseres ganzen Systems zu gefährden, ist besondere Sorgfalt geboten. Bei solchen Banken müssen die Anreizstrukturen besonders vorsichtig und letztlich eng definiert sein.

Anreizstrukturen, meine Damen und Herren, sind nicht nur von Regulatoren geprägt. Auch die Investoren, d.h. die Aktionäre, sollten im Rahmen ihrer Möglichkeiten auf nachhaltige Anreize hinwirken. Aber ich möchte hier noch einen Schritt weitergehen. Auch die Gesellschaft – gerade in einer direkten Demokratie – trägt eine Mitverantwortung für die Anreizstrukturen, unter denen unsere Banken in der Vergangenheit operiert haben und in Zukunft operieren werden. In einer Demokratie haben wir es in der Hand, gemeinsam für klar definierte und risikobegrenzende Anreizstrukturen einzustehen. Wenn die verantwortlichen Behörden zu diesem Zweck strengere Vorschriften erlassen wollen, sollten wir sie vorbehaltlos unterstützen.

Die aktuelle Krise ist in diesem Sinne durchaus auch ein Resultat von kollektivem Versagen. Aus diesem kollektiven Versagen müssen wir den Mut finden, für die Zukunft klar Position zu beziehen. Denn gerade schwere Krisen sollte man nie ungenutzt lassen. Was geschehen ist, darf nie wieder geschehen.

³ Adam Smith: An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Glasgow 1776, II, ii., 94.

Verstehen Sie mich nicht falsch. Ich will damit nicht die Hoffnung erwecken, dass es uns je gelingen wird, Finanzkrisen zu verbannen. Alleine zwischen 1973 und 1997 hat es auf der Welt 139 dokumentierte Finanzkrisen gegeben.⁴ Finanzkrisen, davon bin ich überzeugt, wird es auch in Zukunft geben. Gerade deswegen stehen wir alle in der Pflicht, alles zu unternehmen, um die Anreize für unseren Finanzplatz richtig zu setzen. Unsere Grossbanken sollen in Zukunft ganz einfach nicht mehr in der Lage sein, die Stabilität unseres ganzen Systems aufs Spiel zu setzen. Genau aus diesem Grund hat sich die Nationalbank vehement für eine verstärkte Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung der Grossbanken eingesetzt.

Letztlich ist es für mich offensichtlich, dass sich die Finanzmarktakteure der Zukunft durch eine bescheidenere Anspruchshaltung hinsichtlich angestrebter Renditen auszeichnen müssen. Auch die Entschädigungssysteme müssen so ausgestaltet werden, dass sie beim Streben nach Gewinnen die eingegangenen Risiken berücksichtigen. Gerade hier gilt, dass Entschädigungssysteme keine Einbahnsysteme sein dürfen. All dies bedeutet nicht weniger Erfolg. Denn es sollte mittlerweile allen klar sein, dass eine auf zunehmende Verschuldung und Risiken basierende Renditesteigerung keine nachhaltige Erfolgsstrategie darstellt. Wenn Sie trotzdem noch Zweifel darüber hegen sollten, dann schauen Sie sich doch einmal die Aktienkurse unserer zwei Grossbanken über die letzten rund zehn Jahre an.

Das war nun ein Blick über den Krisenhorizont und in die Zukunft. Dieser Blick ist wichtig. Im Moment, meine Damen und Herren, bleiben die Anstrengungen der Regierungen und Notenbanken jedoch klar auf die Bewältigung der gegenwärtigen Krise ausgerichtet. Die Nationalbank hat dezidiert und massiv gehandelt, um die Symptome der Krise zu bekämpfen und den Auswirkungen der nun folgenden Wirtschaftskontraktion entgegen zu wirken. Zusammen mit der Regierung haben wir einen sehr weitgehenden Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems geleistet. Wir haben teilweise Neuland betreten. Falls notwendig werden wir in diesem Sinne auch nicht zögern, dezidiert weitere innovative und weitgehende geldpolitische Massnahmen zu ergreifen.

Wir sind uns sehr wohl bewusst, dass der Weg, den wir in der Bekämpfung dieser historischen Krise beschreiten, mit langfristigen Risiken verbunden ist. Gleichzeitig sind wir überzeugt, dass der Weg des «zuwenig tun» mit viel grösseren Risiken verbunden wäre. Wenn es dann einmal absehbar ist, dass die Schweizer Wirtschaft ihren längerfristigen Wachstumspfad zurückfindet, werden wir im Gegenzug natürlich auch nicht zögern, die geldpolitische Ausrichtung entsprechend zu korrigieren.

⁴ Barry Eichengreen und Michael D. Bordo: «Crises now and then: What lessons from the last era of financial globalization?», NBER working paper 8715, January 2002.

Meine Damen und Herren, ich habe heute Abend versucht, mich mit der Frage nach der Verantwortung und nicht mit derjenigen nach der Schuld auseinanderzusetzen. Ersteres erlaubt einen konstruktiven Umgang mit dem, was falsch gelaufen ist. Vor allem ist diese Auseinandersetzung zukunftsorientiert. Ich habe den Wegweiser als Metapher benutzt. Wir müssen uns nicht schuldig fühlen, weil wir Fehler machen. Aber wir werden schuldig, wenn wir aus den Fehlern nicht lernen und die notwendigen Lehren ziehen. Und genau dies versuchen wir zu tun. Bezogen auf die Geldpolitik heisst dies, dass wir nicht die Fehler der dreissiger Jahre wiederholen. Ähnliches gilt aus meiner Sicht für die Fiskalpolitik. Auf der Ebene der Bankenregulierung und Bankenaufsicht bedingt es, die notwendigen Massnahmen rasch zu beschliessen und bei gegebenem Zeitpunkt umzusetzen. Das klar definierte Ziel dabei ist, den Bankensektor nachhaltig resistent zu machen. Das ist unsere Verantwortung.

Zusammen mit meinen Kollegen in der Nationalbank werde ich mich dieser Verantwortung in den kommenden Jahren vorbehaltlos und mit aller Kraft stellen. Mein Appell heute geht aber auch an Sie. Wie ich versucht habe darzustellen, ist die Verantwortung in dieser Sache breit gestreut. Wir müssen letztlich gemeinsam sicherstellen, dass in Zukunft nicht wieder um das goldene Kalb getanz und die Stabilität unseres ganzen Systems und letztlich unserer Wirtschaft aufs Spiel gesetzt wird. Ich hoffe auf Ihre Unterstützung und freue mich nun auf die gemeinsame Diskussion.