

Sperrfrist: 27. August 2008, 17.30 Uhr

LEHREN AUS DEN FINANZMARKTTURBULENZEN

PHILIPP M. HILDEBRAND^{*}

VIZE-PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

Preisverleihungsfeier des Jefferies-Studienpreises 2008, SWX Convention Point, Zürich.

ZÜRICH, 27. AUGUST 2008

^{*}Der Referent dankt Daniel Heller für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages, sowie Rita Kobel und Bertrand Rime für ihre Kommentare.

1. Einleitung

Seit gut einem Jahr dauern nun die Turbulenzen an den Finanzmärkten bereits an. Nach verschiedenen Vorwarnungen im Frühsommer kam es am 9. August 2007 sprunghaft zu Anspannungen auf den Geldmärkten. Eine Reihe komplexer strukturierter Kreditinstrumente erlitt in der Folge erhebliche Bewertungsverluste. Die Hoffnung, dass sich die Lage rasch wieder entspannen würde, verflüchtigte sich bald. Die beobachteten Preiskorrekturen waren massiv und führten zu einer Erosion der für die Märkte so wichtigen Vertrauensbasis.

Heute wissen wir, dass wir uns in der wohl komplexesten globalen Finanzkrise seit den dreissiger Jahren des letzten Jahrhunderts befinden. Die Frage, ob es sich dabei auch um die grösste Finanzkrise handelt, kann aus heutiger Sicht nicht abschliessend beantwortet werden. Sehr viel hängt davon ab, in welchem Ausmass sich deren realwirtschaftliche Konsequenzen in den kommenden Monaten in der Weltwirtschaft niederschlagen werden.

Heute Abend möchte ich mich sozusagen aus der Vogelperspektive mit den Lehren aus den nach wie vor bestehenden Turbulenzen an den Finanzmärkten auseinandersetzen. In den letzten Monaten hat eine Vielzahl von Institutionen und Experten des öffentlichen und des privaten Sektors Berichte verfasst und Lehren aus der Krise präsentiert. Vor allem die betroffenen staatlichen Institutionen und Behörden stehen geradezu in der Pflicht, in turbulenten Zeiten gegenüber der Bevölkerung und der Politik ihre Überlegungen und allfällige Schlussfolgerungen klar und transparent darzustellen.

Auch die Schweizerische Nationalbank hat gemäss ihrem gesetzlichen Auftrag verschiedentlich ihre Sicht der Dinge und den daraus resultierenden Handlungsbedarf dargestellt. John Kenneth Galbraith hat vor Jahren in einer lesenswerten historischen Untersuchung gezeigt, dass Diskussionen über notwendige Reformen und die daraus abgeleiteten Massnahmen zu jeder Finanzkrise gehören.¹ Im Gegensatz zu früheren Krisen ist bei den laufenden Diskussionen hervorzuheben, dass die internationale Kooperation bei der Krisenbewältigung wohl noch nie so intensiv war.

¹ John Kenneth Galbraith, A Short History of Financial Euphoria, 1990.

Im ersten Teil meiner Rede möchte ich Ihnen heute die Rolle des Financial Stability Forums (FSF) in der gegenwärtigen Kooperation und Koordination unter Behörden näher bringen. Im Rahmen des FSF haben sich die vertretenen Behörden schon kurz nach Ausbruch der Krise zusammengesetzt, die Lage analysiert und koordinierte Massnahmen beschlossen. Ich möchte heute vertieft auf die Vorteile dieser internationalen Kooperation eingehen. Im zweiten Teil meiner Rede werde ich dann kurz auf die in der Schweiz von der EBK vorgeschlagenen und von der SNB unterstützten Massnahmen zur Stärkung der Widerstandskraft des Finanzsektors eingehen.

Die Rolle des FSF

Die Gründung des Financial Stability Forum (FSF) geht auf eine Initiative der Finanzminister und Zentralbankgouverneure der G7-Staaten im Jahre 1998 zurück. Unter dem Eindruck gleich dreier Krisen, nämlich der Asien-, der Russland- und der LTCM-Krise, konkretisierte sich das Bedürfnis der wichtigsten Länder, die Stabilität des internationalen Finanzsystems nachhaltig zu stärken. Die Mitglieder des FSF sind ranghohe Vertreter nationaler Finanzmarktbehörden (Zentralbanken, Bankaufseher, Finanzministerien) der wichtigsten Länder, internationaler Behörden (IWF, Weltbank, BIZ, OECD) sowie internationaler Ausschüsse für Finanzregulierung und Zentralbankfragen. Seit 2007 ist auch die Schweiz Mitglied des FSF.

Das Mandat des FSF umfasst die folgenden drei Punkte:

- Einschätzen der Verwundbarkeiten des internationalen Finanzsystems,
- Identifizieren und Überwachen von entsprechenden Massnahmen,
- Verbessern der Koordination und des Informationsaustauschs zwischen Behörden, die für die Finanzstabilität zuständig sind.

Wichtig für das Verständnis der Rolle des FSF ist, dass es sich als Bindeglied zwischen bestehenden Ausschüssen von Regulatoren versteht. Das FSF selbst erlässt keine

Vorschriften und unterhält in der Regel auch keine Arbeitsgruppen. Vielmehr liefert es Inputs und Anregungen für die zuständigen Komitees wie den Basler Ausschuss für Bankenaufsicht oder das International Accounting Standards Board (IASB).

Der Mehrwert des FSF wurde in der gegenwärtigen Krise besonders offensichtlich. Im Oktober 2007, d.h. drei Monate nach Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen, beauftragten die Finanzminister und Zentralbankgouverneure der G7 das FSF, einen Bericht über die Ursachen der Krise und die daraus abzuleitenden "lessons learned" zu verfassen. Im April 2008 veröffentlichte das FSF einen entsprechenden Bericht.² Der Bericht enthält insgesamt 67 Empfehlungen, wie die Stabilität des Finanzsystems gestärkt werden soll. Diese Empfehlungen verfolgen drei Hauptziele:

1. Das Finanzsystem soll erstens gegenüber falsch gesetzten Anreizen immuner gemacht werden.
2. Zweitens soll der Verschuldungsgrad des Finanzsystems als Ganzes gesenkt werden.
3. Drittens sollen die vorhandenen Risiken besser identifiziert und adressiert werden.³

Die FSF-Empfehlungen lassen sich in fünf Kategorien einteilen:

- Stärkung des Kapitals-, Liquiditäts- und Risikomanagements des Finanzsystems
- Verbesserung der Transparenz und der Bewertungspraktiken
- Anpassung der Rolle der Kreditratingagenturen
- Stärkung der Reaktionsfähigkeit der Behörden gegenüber Risiken
- Schaffung von widerstandsfähigen Einrichtungen zum Umgang mit Stress im Finanzsystem

² FSF, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, April 2008.

³ Mario Draghi, Update on the Implementation of the FSF's Recommendations, June 2008.

Die Finanzminister und Zentralbankgouverneure der G7-Staaten haben den FSF-Bericht im April 2008 mit Nachdruck unterstützt. Gleichzeitig haben sie eine Liste von Empfehlungen identifiziert, die innerhalb von 100 Tagen umgesetzt werden sollten.

Ich möchte an dieser Stelle einige dieser kurzfristig umzusetzenden Empfehlungen skizzenhaft hervorstreichen. Eine der rasch zu implementierenden Empfehlungen betrifft Verbesserungen bei der Offenlegung von Risiken. Insbesondere soll auf dem Gebiet der Buchhaltungsregeln die Rechnungs- und Offenlegung von Ausser-Bilanzpositionen verbessert werden. Eine weitere wichtige Empfehlung bezieht sich auf die Kapitalunterlegung von Marktrisiken. In diesem Zusammenhang hat der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht Vorschläge zur Erhöhung der Kapitalerfordernisse für komplexe strukturierte Produkte in die Vernehmlassung geschickt. Ebenfalls in der Vernehmlassung befindet sich ein Vorschlag des Basler Ausschusses für eine revidierte Richtlinie für das Management und die Überwachung von Liquiditätsrisiken.

Ein weiteres FSF-Anliegen, das zwar nicht auf der Liste der innert 100 Tagen umzusetzenden Massnahmen steht, ist, gemeinsam mit dem Privatsektor eine kritische Überprüfung der Bonus- und Anreizsysteme vorzunehmen. Dies erachte ich als ausserordentlich wichtiges Element, auch wenn ich mir keine Illusionen mache. Die Thematik der Bonus- und Anreizsysteme ist eine hochkomplexe Materie. Dennoch ist es aus meiner Sicht unumstritten, dass falsch angelegte Anreizsysteme ein zentraler Teil der Dynamik waren, deren dramatische Konsequenzen wir nun erleben. Demzufolge besteht hier offensichtlicher Handlungsbedarf. Die Komplexität der Materie darf keine Legitimation für den Status Quo sein. Mittlerweile wird dies von vielen Vertretern des Finanzsektors auch selber anerkannt. Erste Anstrengungen, die Bonus- und Anreizsysteme mindestens zu überdenken, sind unternommen worden.⁴ Dies ist auf jeden Fall zu begrüessen. Ich warte gespannt darauf, erste konkrete Resultate zu sehen.

⁴ Zum Beispiel, Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations, July 2008, Seite 49 – 51.

Die Vorteile der internationalen Kooperation unter Behörden

In den letzten Monaten hatte die SNB das Privileg, in verschiedene Arbeitsprozesse des FSF involviert zu sein. Meine persönliche Bilanz ist eine ausgesprochen positive. Es hat sich dabei gezeigt, dass der internationale Ansatz des FSF drei grosse Vorteile hat.

Erstens hat der intensive und analytische Austausch dazu geführt, dass es zu einem gemeinsamen Verständnis in einer Reihe von komplexen Problemen gekommen ist. Zu Beginn der Krise waren wir alle mit neuen Phänomenen und Fragestellungen konfrontiert. Der ebenso enge wie intensive Austausch von Beobachtungen und Einschätzungen hat dann rasch zu einem besseren gemeinsamen Verständnis der Ursachen der Krise geführt. Dieses "common understanding" hat im Weiteren das Aufsetzen der erwähnten Massnahmen und Empfehlungen stark geprägt und natürlich auch erleichtert. Anders ausgedrückt enthält die internationale Kooperation eine stark kognitive Komponente. Der Prozess des kollektiven Lernens hat aus meiner Sicht wesentlich zur raschen und zielorientierten Identifikation von Lösungsansätzen beigetragen.

Zweitens trägt die internationale Abstimmung dazu bei, dass beim Festlegen von regulatorischen Massnahmen der Einhaltung des "level playing field" grosse Beachtung geschenkt wird. Dieser Punkt ist wichtig für die nachhaltige Stärkung des internationalen Finanzsystems. Gleichzeitig müssen wir uns bei jeder „level-playing-field“-Diskussion in Erinnerung rufen, dass auch in einer globalisierten Welt die Hauptverantwortung für das lokale Finanzsystem bei der nationalen Behörde und letztlich beim Staat liegt. Wir bleiben also für die Solidität und letztlich auch für die Sauberkeit unseres eigenen Haus verantwortlich. Dieser Grundgedanke ist auch im FSF Bericht verankert. Diese Tatsache setzt gegenüber dem Prinzip des „level playing fields“ Grenzen, besonders in einem Land wie der Schweiz, die über einen so hoch konzentrierten Bankensektor verfügt wie sonst nirgends auf der Welt.

Lassen Sie mich an dieser Stelle noch einige Ausführungen zur Rolle von Regulierung und Marktdisziplin machen. Unser Finanzsystem basiert grundlegend auf Marktdisziplin zur Beschränkung von Verschuldung und Risikonahme durch Finanzinstitute. Komplementär dazu wirkt die prudentielle Aufsicht durch die Behörden, beispielsweise wenn es um Ziele wie Gläubigerschutz oder Finanzstabilität geht. Nüchtern betrachtet haben im Lichte der Ereignisse der letzten Monate weder die Marktdisziplin noch die Regulierung sicherstellen können, dass die Verschuldung und die Risikonahme ausreichend unter Kontrolle gewesen sind. Die nun vorgeschlagenen und umzusetzenden Massnahmen sollten daher darauf abzielen, die Marktdisziplin zu erhöhen und die Regulierung zu verbessern. Dabei ist es wichtig anzuerkennen, dass zukünftige Krisen nicht verhindert werden können. Die Massnahmen müssen aber zur Folge haben, dass die Resilienz des Systems gegenüber möglichen Krisen gestärkt wird.⁵

Drittens erzeugt die internationale Kooperation einen erheblichen Implementierungsdruck. Die erwähnte breite Abstützung der Empfehlungen erschwert es einem einzelnen Land auszuscheren. Wenn alle am gleichen Strick ziehen, ist es einfacher, die entsprechenden Massnahmen zu implementieren. Das FSF ist gegenwärtig daran, die Fortschritte bei der Implementierung genau zu verfolgen. Die Mitgliedsländer und -organisationen werden regelmässig eingeladen, über die Implementierungsfortschritte zu berichten. Dies trägt dazu bei, dass der Prozess in Bewegung bleibt.

Massnahmen in der Schweiz

Die Mitgliedschaft der Schweiz im FSF hat sich im letzten Jahr als kaum zu überschätzenden Vorteil erwiesen. So konnte die Schweiz an vorderster Front am internationalen Prozess der Krisenbewältigung mitwirken. Diese Mitwirkung ist besonders wichtig, hat sich doch in der Vergangenheit gezeigt, dass bedauerlicherweise jeweils mindestens eine der beiden Schweizer Grossbanken von den grössten internationalen Finanzmarktkrisen und Turbulenzen stark betroffen war. Auch die heutige Krise hat offenbart, dass unser

⁵ Ben Bernanke, Financial Regulation and Financial Stability, July 8, 2008.

Bankensystem gegenüber grossen Schocks anfällig ist. Gemeinsam mit der Eidgenössischen Bankenkommision verfolgen wir daher die Entwicklungen seit Ausbruch der Krise sehr genau und stehen auch in engem Kontakt mit unseren Kollegen im Ausland.

Im Rahmen der Publikation ihres Finanzstabilitätsberichts hat die SNB im Juni ihre vorläufigen Lehren aus der Krise veröffentlicht. Diese umfassen die folgenden Schwerpunkte: Banken sollen in Bezug auf ihre Risikopositionen transparenter werden und ihr Risikomanagement sollte sich vermehrt nach extremen Schocks ausrichten. Zudem besteht ein klarer Verbesserungsbedarf bei den sogenannten "Stossdämpfern" Liquidität und Kapital. Diese Liste illustriert klar, dass die Prioritäten der SNB und auch der EBK sehr gut in die Empfehlungen des FSF eingebettet sind.

Von den gerade erwähnten vier Massnahmen sind drei relativ unkontrovers. Nicht unerwartet hat das von der SNB unterstützte Vorhaben der EBK, die Eigenmittelanforderungen für die Grossbanken deutlich zu erhöhen, zu sich bereits teilweise manifestierendem Widerstand geführt. Wie Sie wissen, hat die EBK den Grossbanken ihr Vorhaben zur Stellungnahme unterbreitet. Nach Konsultationen mit den beiden Grossbanken wird die EBK die entsprechenden Massnahmen finalisieren. Die SNB wird dabei auch Gelegenheit haben, ihre Meinung einzubringen.

Die entsprechenden Massnahmen werden und sollen von zukunftsweisender Bedeutung sein. Damit der Entscheidungsprozess professionell und ungestört ablaufen kann, ist es von Vorteil, wenn sich die beteiligten Parteien vorläufig nicht in der Öffentlichkeit im Detail zu den Vorschlägen äussern.

Unumstritten ist im Licht der Ereignisse der vergangenen Jahre, dass wir für die Zukunft die Stossdämpfer unseres Finanzsystems im Bereich des Kapitals und der Liquidität deutlich stärken müssen. Dies ist nicht nur im Interesse unserer Volkswirtschaft und unseres Staates. Insbesondere für einen Finanzplatz, der auf dem Fundament der Vermögensverwaltung

aufgebaut ist, ist dies – und davon bin ich tief überzeugt – auch im langfristigen Interesse der Kundschaft und der Aktionäre der Grossbanken.

Schlussfolgerungen

Lassen Sie mich nun zum Schluss kommen. Die gegenwärtige Finanzmarktkrise hat uns nicht ganz unerwartet getroffen. In den letzten Jahren haben wir in den internationalen Gremien oft darüber diskutiert, dass die aussergewöhnliche Situation von tiefen Zinssätzen und tiefer Inflation gekoppelt mit hoher Verschuldung (leverage) und hohem Risikoappetit zum Aufbau von ungewollt hohen Risikopositionen geführt haben dürfte. Hingegen gibt es kaum jemanden, der die Marktkorrektur im beobachteten Ausmass und in dieser Breite erwartet hatte.

Dies ist für mich eine weitere Lehre aus der gegenwärtigen Krise. Bei allen Analysen über mögliche Verwundbarkeiten des Systems wird es uns nicht gelingen, genau vorherzusehen, wie die nächste Krise aussieht. Dies gilt auch für die regulatorischen Massnahmen. Wenn wir uns allzu sehr auf Massnahmen konzentrieren, welche die heutige Krise verhindert hätten, laufen wir Gefahr, unvorbereitet auf die nächste, bestimmt anders gelagerte Krise hinzusteuern. "Fighting the last war", meine Damen und Herren, ist, was die Analyse der Probleme und Ursachen betrifft, sicherlich notwendig. Es kann aber keinesfalls eine hinreichende Voraussetzung für eine erfolgreiche Krisenprävention sein. In diesem Sinne bin ich überzeugt, dass wir mit den Empfehlungen des FSF und insbesondere auch mit den Massnahmen, die nun in der Schweiz in die Wege geleitet wurden, den richtigen Weg beschreiten. Dieser Weg besteht darin, die Widerstandskraft unseres Finanzsystems im Hinblick auf zukünftige Finanzmarktkrisen nachhaltig zu stärken. Im Rahmen unseres gesetzlichen Auftrages, einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten, wird die SNB die EBK bei der Umsetzung der geplanten Massnahmen auch weiterhin unterstützen.