

Sperrfrist: 14. Mai 2009, 9:00

Finanzmärkte und Weltwirtschaft

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank*

Swiss Economic Forum
Thun, 14. Mai 2009

* Der Referent dankt Dr. Caesar Lack und Dr. Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Einleitung

Die aktuelle Finanzmarktkrise wird oft auch eine Schuldenkrise genannt. Dies nicht ohne Grund – nicht nur in den USA (Abbildung 2), sondern weltweit hat die Verschuldung in den vergangenen Jahren rasch zugenommen. Ein Teil des Anstiegs der Verschuldung ist durch strukturelle Faktoren erklärbar.¹ Doch insbesondere der beschleunigte Anstieg der Verschuldung seit den Neunzigerjahren dürfte in einem gewissen Ausmass auch Ausdruck einer zunehmenden Risikofreude gewesen sein. Diese äusserte sich bereits in der IT-Aktienblase der späten Neunzigerjahre und kulminierte schliesslich in der globalen Immobilienblase der letzten Jahre. In den USA zum Beispiel war im Laufe des jüngsten Immobilienbooms eine Verdoppelung der realen Immobilienpreise zu beobachten (Abbildung 3); in einigen andern Ländern waren die Preisanstiege sogar noch ausgeprägter. Aufgrund der spezifischen Struktur der Immobilienfinanzierung in den USA und der schieren Grösse des amerikanischen Häusermarktes gilt jedoch der Kollaps des US-Immobilienmarktes als der eigentliche Auslöser der heutigen Krise.

Kurzer Abriss der Finanzkrise

Die Krise zeichnete sich schon zu Beginn des Jahres 2007 ab, als erste Verluste auf Wertpapieren auftraten, die auf gebündelten Subprime-Hypotheiken basierten (Abbildung 4). Im August 2007 trocknete dann praktisch über Nacht die Liquidität auf dem Interbanken-Geldmarkt aus, was die Krise erstmals in das Bewusstsein der breiten Öffentlichkeit rückte. Die Krise breitete sich anschliessend sukzessive auf weitere Finanzmarktsegmente aus. Im Herbst 2008 eskalierte die Krise mit dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers dann vollumfänglich. Praktisch alle an den Finanzmärkten gehandelten Anlagen verloren danach massiv an Wert und erreichten im Dezember neue Tiefstwerte; die meisten Aktienmärkte sanken im März 2009 sogar noch unter ihren Stand vom Dezember 2008. In den vergangenen zwei Monaten haben sich die Finanzmärkte wieder etwas erholt.

Die finanzielle Dimension der aktuellen Krise ist einzig mit dem Börsencrash von 1929 vergleichbar. Zwar fällt der Vergleich der Aktienkursentwicklung zum aktuellen Zeitpunkt leicht zugunsten der aktuellen Krise aus (Abbildung 5), trotzdem dürften die Vermögensverluste heute bedeutend grösser sein als damals: Erstens ist heute die globale Aktienmarkt-

¹ Wie zum Beispiel einen zunehmenden Kapitalstock, fallende Inflation und Zinsen, geringere Risiken aller Art, technologischen Fortschritt, die demographische Alterung im Westen und die hohe Sparneigung in Asien.

kapitalisierung gemessen am BIP grösser als damals, und zweitens existieren heute deutlich mehr Vermögenswerte, auf welche ebenfalls riesige Verluste angefallen sind (wie Corporate Bonds, strukturierte Produkte, Rohstoffe etc.).

Von der Finanzmarktkrise zur Wirtschaftskrise

Die reale Wirtschaft, welche sich bis zum Sommer 2008 von der schleichenden Verschlechterung der Lage an den Finanzmärkten wenig beeindruckt zeigte, wurde schliesslich von der Eskalation im letzten Herbst regelrecht zum Einsturz gebracht – auf die Finanzmarktkrise folgte eine globale Wirtschaftskrise.

Wie die Finanzmarktkrise verläuft auch die Wirtschaftskrise in historisch fast präzedenzlosen Dimensionen. Sehr beeindruckend – und beunruhigend – ist beispielsweise der dramatische Einbruch des Welthandels (Abbildung 6): Während der Welthandel in den vergangenen 18 Jahren (seit Beginn der Datenerfassung) praktisch ununterbrochen anstieg, ging das Handelsvolumen nach der Eskalation der Krise innert dreier Monate (von November 2008 bis Januar 2009) um 18% zurück. Andere Indikatoren und zunehmend auch Daten zum Wirtschaftswachstum zeigen teilweise ebenfalls massive Rückschläge.

Trotzdem dürfte die aktuelle Wirtschaftskrise deutlich weniger heftig ausfallen als die Grosse Depression (Abbildung 7). Massgeblich hierfür sind insbesondere folgende drei Faktoren. Erstens wurden und werden heute massive geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen implementiert. Ein wichtiger Unterschied zu damals liegt insbesondere darin, dass die Geld- und Währungspolitik heute nicht mehr an den Goldstandard gebunden ist – dieser verunmöglichte zu Beginn der Dreissigerjahre eine expansive Geldpolitik. Zweitens wurden in der gegenwärtigen Krise umfassende Massnahmen zur Stützung des Bankensystems ergriffen, so dass nur wenige Bankenzusammenbrüche erfolgten. Dies im Gegensatz zu den Dreissigerjahren, als alleine in den USA Tausende von Banken Konkurs gingen. In diesem Zusammenhang spielt insbesondere auch die Einlagenversicherung eine grosse Rolle, welche zu Beginn der Grossen Depression noch nicht existierte. Drittens sind die automatischen Stabilisatoren heutzutage bedeutend wichtiger als damals; darunter versteht man, dass ein grösserer Staatssektor und besser ausgebaute Sozialsysteme die Wirtschaft heute stärker stabilisieren, als dies damals der Fall war.

Obwohl eine Wiederholung der Grossen Depression somit nicht zu befürchten ist, dürfte eine schwere Rezession und eine anschliessende Phase mit relativ niedrigem Wirtschafts-

wachstum unvermeidlich sein. Die Geschichte lehrt, dass eine Volkswirtschaft nach einer grossen Immobilien- und Finanzmarktkrise erst wieder auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückfindet, nachdem die faulen Kredite abgeschrieben wurden und das Bankensystem rekapitalisiert wurde. Dies kann einige Zeit dauern. Das in Immobilien fehlinvestierte Kapital wird in den kommenden Jahren für das Wirtschaftswachstum nicht zur Verfügung stehen. Zudem ist die Bedienung der massiv ansteigenden Staatsschulden dem Wirtschaftswachstum ebenfalls abträglich.

Herausforderungen

Die Finanzmarktkrise stellte Regierungen und Notenbanken vor gewaltige Herausforderungen. Die dringendsten Massnahmen betrafen die Sicherung der Systemstabilität – eine globale Bankenpanik konnte im letzten Herbst abgewendet werden. Nun gilt es, die faulen Kredite aus dem Bankensystem zu entfernen und die Banken zu rekapitalisieren. Eine expansive Geld- und Fiskalpolitik soll zudem den Konjunkturabschwung dämpfen, eine Kreditklemme verhindern und die Gefahr einer deflationären Spirale bannen.

Längerfristig besteht eine zentrale Herausforderung darin, das Finanzsystem robuster zu gestalten. Es wäre vermessen zu glauben, dass Finanzmarktzyklen in Zukunft vermieden werden können. Es wird auch in Zukunft wieder zu Schocks auf den Finanzmärkten kommen. Es muss somit darum gehen, die Auswirkungen dieser Schocks auf die Stabilität des Finanzsystems und die Realwirtschaft zu begrenzen und zu verunmöglichen, dass die Kosten von Fehlentwicklungen auf die Allgemeinheit abgewälzt werden.

Dazu ist nicht unbedingt *mehr* Regulierung notwendig, sondern *bessere* Regulierung. Folgende Elemente sind Säulen einer robusteren Finanzmarktregulierung:

Zunächst muss die Regulierung umfassender werden, d.h. alle systemisch relevanten Finanzmarktteilnehmer müssen ihr unterstellt sein. Ausreichende Kapital- und Liquiditätspuffer sind ein weiteres zentrales Element einer robusten Finanzmarktordnung. Ferner müssen problematische Anreizstrukturen und die Corporate Governance in Finanzinstitutionen überdacht werden. Ein letzter wichtiger Punkt betrifft Institutionen, welche "too big to fail" sind. Die Lösung des "too big to fail"-Problems stellt insbesondere für die kleine Schweiz mit ihrem grossen Finanzsektor eine künftige Hauptaufgabe der Finanzmarktregulierung dar. Zur Lösung dieses Problems gehört auch ein zweckmässiger gesetzlicher Rahmen zur geordneten Liquidation systemisch relevanter Finanzmarktinstitutionen.

Neben der Ausgestaltung einer robusten Finanzmarktregulierung besteht eine weitere langfristige Herausforderung an die Staatengemeinschaft darin, eine Zuflucht zum Protektionismus zu vermeiden. Protektionismus ist dem Wohlstand und dem Wachstum äusserst abträglich. Und schliesslich müssen Notenbanken und Regierungen Nutzen und Kosten ihrer expansiven Geld- und Fiskalpolitik kritisch abwägen; insbesondere müssen die Notenbanken ihre expansive Geldpolitik zum richtigen Zeitpunkt normalisieren, um ein Überschiessen der Inflation zu verhindern. Auch wenn die Normalisierung der Geldpolitik höchst unpopulär sein wird, dürfen die Notenbanken nicht davor zurückschrecken.

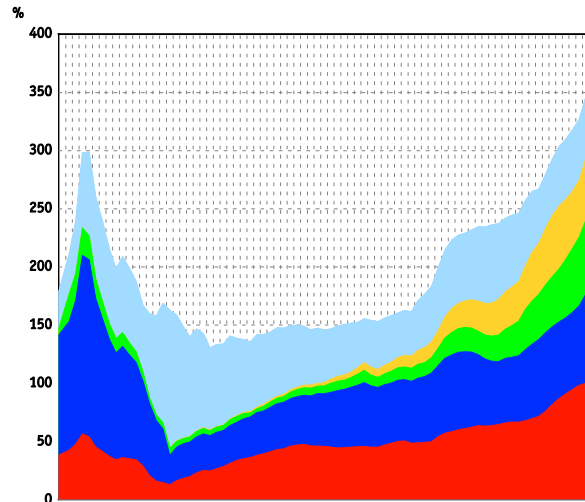
Finanzmärkte und Weltwirtschaft

Thomas Jordan
 Mitglied des Direktoriums
 Schweizerische Nationalbank
 Swiss Economic Forum, 14.5.2009

Von einer historisch einmaligen Schuldenexpansion...

U.S. Total Credit Market Debt as % of GDP

Households Corporates Financials GSE Government

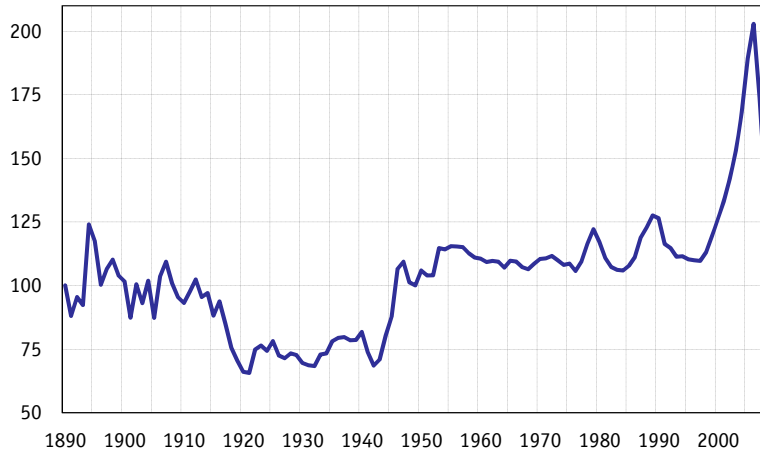


Source:
 SNB Markets Analysis Platform, Morgan Stanley Research

05.05.2009 16:59:18

... zu einer historisch beispiellosen Immobilienblase...

Reale US Häuserpreise



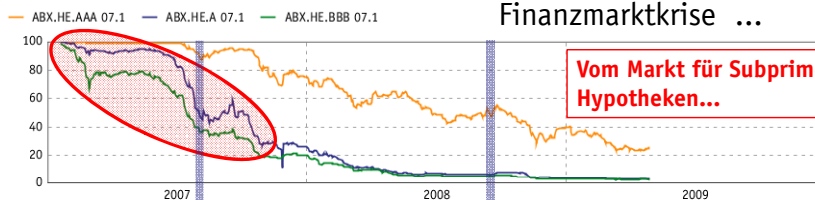
Source: Robert Shiller, Irrational Exuberance

Thomas Jordan, Swiss Economic Forum,
14.5.2009

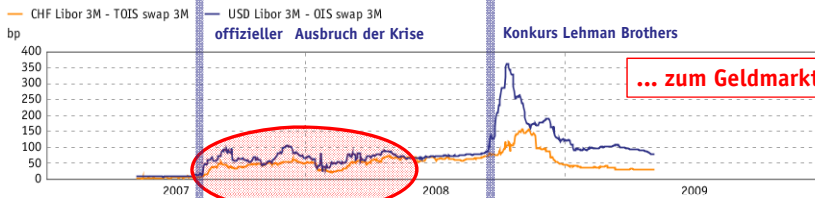
3

... zu einer historisch einzigartigen Finanzmarktkrise ...

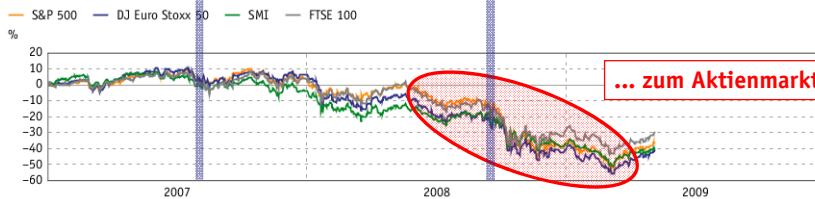
ABX-HE indices



Risk premia money markets



Equity indices USA & Europe



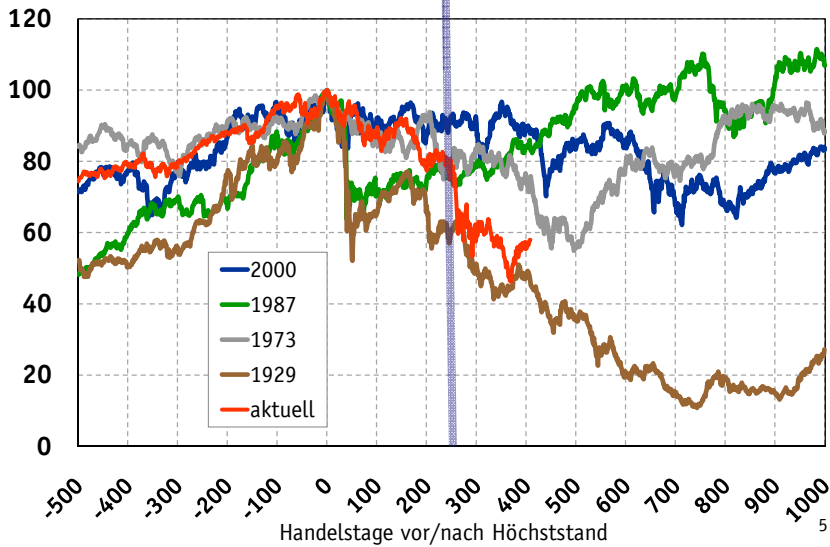
Thomas Jordan, Swiss Economic Forum,
14.5.2009

4

... mit einer Vermögensvernichtung ohnegleichen...

Vergleich Aktienkursentwicklung

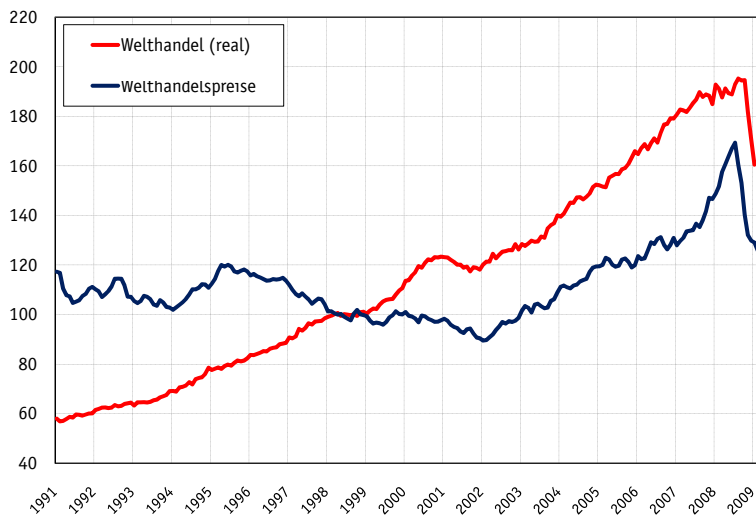
Dow Jones-Aktienindex, Höchststand=100



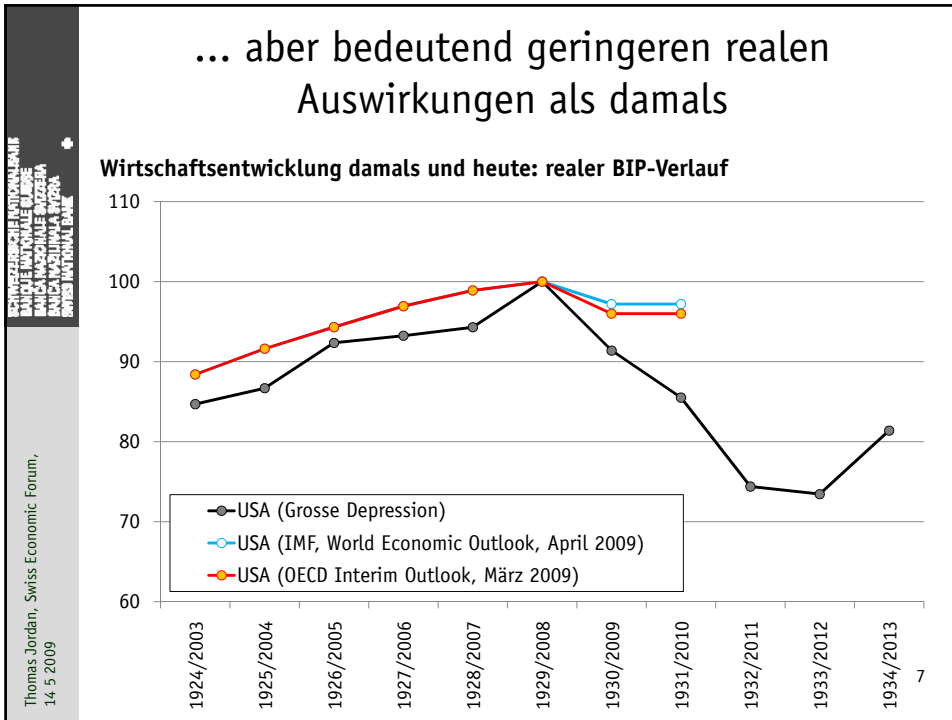
Thomas Jordan, Swiss Economic Forum,
14.5.2009

... zu einem dramatischen Einbruch des Handels...

Entwicklung des Welthandels

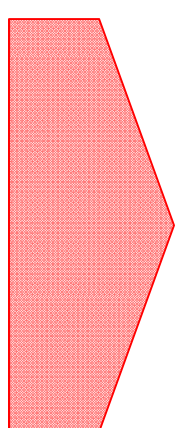


Thomas Jordan, Swiss Economic Forum,
14.5.2009



Weltwirtschaft – wie weiter?

- Hohe Abschreibungen auf faulen Krediten
- Korrektur der Fehlinvestitionen in Immobilien
- Bedienung der zunehmenden Staatsverschuldung



Starke Rezession und längere Phase tiefen Wachstums

Thomas Jordan, Swiss Economic Forum, 14.5.2009

Kurzfristige Herausforderungen

- Sicherung der Liquidität und Solvenz des Bankensystems: Rekapitalisierung und Entsorgung der faulen Kredite
 - Stabilisierung der Konjunktur und Vermeidung einer Kreditklemme
 - Vermeidung einer deflationären Entwicklung
- ... mittels expansiver Geld- und Fiskalpolitik

9

Langfristige Herausforderungen

- Schaffung robusterer Finanzmärkte
- Lösung des "too big to fail"-Problems
- Vermeidung von Protektionismus
- Normalisierung der Geld- und Fiskalpolitik; Vermeidung von Inflation und strukturellen Budgetdefiziten

10

Fazit

- Grösste Finanzkrise seit 1930er Jahren
- Dank expansiver Geld- und Fiskalpolitik, Stabilisierung des Bankensystems und automatischen Stabilisatoren keine Wiederholung der Grossen Depression
- Ungewissheit über Ausmass und Tempo der wirtschaftlichen Erholung
- Grosse Herausforderungen für Wirtschaftspolitik

11