

Es gilt das gesprochene Wort

Bankiertag 2022: «Globale Verschuldung»

Rede von Marcel Rohner, Präsident der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg)

15. September 2022

Die globale Verschuldung hat sowohl privat wie auch öffentlich weltweit absolute Höchststände erreicht. Gemäss IMF-Update vom 15. Dezember 2021 erreichte der globale Schuldenstand Ende 2020 eine absolute Höhe von USD 228 Billionen.

Für Bankiers, Vermögensverwalter, Kreditgeber und Asset Manager ist dies von grosser Bedeutung. Wie werden diese Schulden je abgebaut werden? Wie riskant sind langfristig die Schulden von Unternehmen und Staaten? Welchen Einfluss hat diese Entwicklung auf die Geschäftspolitik der Banken, ihre Kreditvergabe und Entscheide bei der Vermögensverwaltung?

Werfen wir zunächst einen Blick zurück. Um Aussagen über die weitere Entwicklung machen zu können, müssen wir die Ursachen der heutigen Situation verstehen.

Viele der grössten Wirtschaftskrisen der Vergangenheit hatten ihren Ursprung in einer Schuldenkrise. Die Finanzkrise der Jahre 2007 bis 2009, die eine schwerwiegende Krise der Realwirtschaft nach sich zog, ist uns allen noch in bester Erinnerung. Ein schuldengetriebener Boom des US-Immobilienmarktes nahm ein abruptes Ende mit gravierenden Folgen für die gesamte Weltwirtschaft.

In Rückblick sind wir immer klüger, aber trotzdem hätten wir einiges kommen sehen können. Der schwedische Ökonom Knut Wicksell und nach ihm Ludwig von Mises von der Österreichischen Schule haben als Erste vor über 100 Jahren eine schlüssige Theorie der Konjunkturzyklen entwickelt: 'Boom' und 'Bust' werden durch eine Geldmengenexpansion generiert, welche den Geldzins unter den natürlichen Zins drückt. Die expansive Geldpolitik des US Fed verbunden mit einem immer grösser werdenden Hebel – Leverage – im globalen Finanzsystem hat genau dies bewirkt. Notgedrungen kommt es schliesslich zur Korrektur, bis Geldzins und natürlicher Zins wieder im Einklang stehen. Die Aussagen der genannten Ökonomen muten teilweise schon fast prophetisch an, wenn man die Entstehung und den Ausgang der Finanzkrise analysiert.

Eine Konklusion war schon während und nach dieser Finanzkrise klar: Viele Banken hatten zu viele Kredite und Obligationen auf ihren Bilanzen, denen auf der Aktivseite zu wenig Liquidität und auf der Passivseite zu wenig Eigenkapital gegenüberstanden. Diese Situation musste korrigiert werden. An der daraus folgenden Verschärfung der Regulierung gab und gibt es nichts auszusetzen. Heute ist die Kapitalisierung der Banken und ihre Ausstattung mit Liquidität stark und macht das Finanzsystem resilient. Dies ist im letzten Stabilitätsbericht der Schweizerischen Nationalbank eindrücklich dokumentiert.

Wenn es auch eine Vielzahl von Analysen und Erklärungen über Ursache und Bekämpfung der grossen Depression in den 1930er Jahren gibt, so besteht doch ein weitgehender Konsens darüber, dass die restriktive Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank die Situation unnötig verschärft hat. Dies sollte nicht noch einmal geschehen. Und so haben dann in der Finanzkrise nicht nur das Fed, sondern die Zentralbanken weltweit ausreichend Liquidität zur Verfügung gestellt, um das globale Bankensystem zu stabilisieren.

• Swiss Banking

Diese Massnahmen waren höchst wirkungsvoll, haben das System kurz- und mittelfristig stabilisiert, um den Finanzmärkten Zeit zu geben, Angebot und Nachfrage wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

Eigentlich hätte man danach die Geldpolitik wieder zügig normalisieren können. Ganz im Gegenteil hat sich die Politik der grosszügigen Geldversorgung in den Folgejahren aber zunehmend zum Courant normal entwickelt. Die Massnahmen zur kurzfristigen Liquiditätsversorgung wurden mit immer neuen geldpolitischen Aktivitäten laufend erweitert. Nach der Überwindung der grossen Immobilien-Schuldenkrise sind nur zehn Jahre später die globalen Schulden sogar noch höher als vorher. Das genaue Gegenteil dessen, was man mit der verschärften Regulierung der Banken erreichen wollte.

Was war geschehen, wie ist dies zu erklären? Was sind die Folgen davon?

Die stabilisierenden Massnahmen der Regierungen haben in der Finanzkrise die Staatshaushalte zum Teil stark belastet. Teil- oder Gesamtübernahmen von angeschlagenen Banken und Finanzierungen von sogenannten Bad Banks hatten zum Teil grosse Neuverschuldungen zur Folge. Gleichzeitig hatte die Finanzkrise aber auch eine tiefe Rezession verursacht. Dies brachte viele Länder in eine verletzliche Lage, da der fiskalpolitische Spielraum von diesem Zeitpunkt an aufgrund der Schuldenlast bereits stark eingeschränkt war.

In der Folge begann das US Fed mit einer unkonventionellen Geldpolitik ihrem Mandat entsprechend auch die Ziele von Wachstum und Vollbeschäftigung zu verfolgen. Theoretisch stützte sich die amerikanische Zentralbank auf verschiedene Hypothesen und neo-keynesianische, makroökonomische Theorien ab. Eine erste These war, dass der sogenannte natürliche Zins aufgrund eines globalen Sparüberschusses – des Global Savings Glut – laufend fällt. Der neo-keynesianische Zusatz besagt, dass die Notenbanksätze, die sogenannten Policy Rates, substanziell unter dem natürlichen Zins liegen müssen, damit sich der sogenannte Output Gap schliessen lässt. Dabei wurde von einigen Exponenten sogar eine Senkung der Zinsen bis weit in das negative Territorium gefordert, zum Teil gar verbunden mit der Forderung, physisches Bargeld abzuschaufen, damit dies möglich wird.

Eine genauere Analyse dieser Annahmen und Theorien zeigt schnell, dass sie sich auf sehr wackeligen Füßen befinden. Aus meiner Sicht hat eine komplett verpolitisierte Makroökonomie ihren wissenschaftlichen Anspruch verloren. Ihre Theorien führten zum Hochmut der vermeintlichen, zielgenauen Steuerbarkeit einer Volkswirtschaft. Eine Folge war die Entwicklung des sogenannten Quantitative Easing, ein notenbankpolitisches Instrument mit dem Ziel einer Senkung der gesamten Zinskurve durch massive Wertschriftenkäufe entlang des gesamten Laufzeitspektrums. Als direkte Konsequenz sahen wir ein noch nie dagewesenes Wachstum der Notenbankbilanz und damit der monetären Basis.

In Japan wurde mit den sogenannten Abenomics, deren erster Pfeil von dreien eine expansive Geldpolitik ist, ein noch extremeres Notenbankbilanzwachstum ausgelöst, basierend auf den gleichen Theorien.

In Europa folgte kurz auf die Rezession die Europäische Schuldenkrise, ausgelöst durch die geschönten Staatsrechnungen Griechenlands. Und auch hier eilte die Zentralbank zu Hilfe. Mit einer ganzen Reihe von Instrumenten und Massnahmen wurden die Hilfspakete durch die EZB finanziert und die Zinsen tief gehalten.

Die nur wenig verschuldete, stabile Schweiz mutierte in dieser Welt der monetären Expansion und der europäischen Schuldenkrise zum sicheren Hafen. Die daraus resultierende extreme Aufwertung des Frankens brachte unsere eigene Notenbank in Zugzwang und in komplexe Spannungsfelder. Aus unserer Sicht hat

• Swiss Banking

unsere Notenbank diese Herausforderungen erfolgreich gemeistert, wenn auch zum unvermeidlichen Preis eines ebenso starken Bilanzwachstums und für die Banken sehr schmerzhaften negativen Zinsen.

Eine teilweise fast vollständige Übernahme neuer Staatsschulden durch die Notenbanken, verbunden mit einer dauernden Senkung der Zinsen über eine Periode von 15 Jahren bis in den negativen Bereich, welche ein noch nie dagewesenes Wachstum der privaten Schulden ausgelöst hat – das ironischerweise jenes vor der Finanzkrise noch übertrifft – sind die direkte Folge einer Dekade extrem expansiver Geldpolitik aller Zentralbanken der grossen Volkswirtschaften.

Heute sind es also nicht mehr nur die Bilanzen der Geschäftsbanken, welche die globalen Schulden finanzieren. Es sind in noch nie dagewesenem Ausmass auch die Bilanzen der Notenbanken. Der Schulden-Hebel im globalen Finanzsystem hat sich eine Stufe nach oben verschoben. Man kann fast sagen 'The Great Moderation' endete schliesslich in 'The Great Disintermediation'.

Als das Fed mit Quantitative Easing begann, gab es einige Beobachter, welche vor Inflation warnten und als Folge Investitionen in Real- und Sachwerte empfahlen. Lange passierte in Sachen Inflation aber gar nichts. Bald schon schrieb man, die Inflation sei eine Sache der Vergangenheit, mit ihrer Forward Guidance können die Notenbanken die Erwartungen nach Belieben steuern und die Globalisierung verhindere jeden Anstieg der Arbeitskosten.

Viele Experten wiesen jedoch immer wieder darauf hin, dass die konventionell gemessene Inflation zwar nicht ansteigt, dass man aber sehr wohl eine Vermögenspreis-Inflation beobachten kann. Die Evidenz dazu ist offensichtlich; man muss nur die Preisentwicklung von Immobilien – die grösste Anlagekategorie der Welt – von Aktien, Luxusgütern und anderen knappen Gütern über die letzten Jahre ansehen.

Man hat sich möglicherweise aber auch bezüglich der konventionell gemessenen Inflation zu früh gefreut. Die Globalisierung befindet sich teilweise im Rückwärtsgang, das Heer billiger Arbeitskräfte schrumpft global, die demographischen Trends gehen fast überall auf der Welt in Richtung Überalterung. Da ist nirgends irgendetwas Deflationäres zu sehen. Die weltweiten Inflationszahlen der letzten Quartale verheissen nichts Gutes.

Wie findet die Welt je wieder aus dieser Situation heraus und was sind die Schlussfolgerungen für uns Bankiers?

Nun, falls die Inflation wirklich zurückkehrt, mögen sich wohl die Schuldner der Welt zunächst darüber freuen, allen voran die Regierungen jener Länder, deren Schulden die berühmten Maastricht-Kriterien bald um das zwei- oder gar dreifache übertreffen. Mit einem negativen Realzins von 3 bis 4 Prozent wären die Schulden nach etwa 30 Jahren abgetragen.

Das geht aber nur auf, wenn sich auch die Einnahmen und die Aktivseite ihrer Bilanz ähnlich inflationär entwickeln. Doch dies führt langfristig definitiv in die Sackgasse. Die faktische Enteignung der Sparer, die Entwertung der Altersvorsorge und die Verarmung grosser Teile der Bevölkerung sind die hohen gesellschaftlichen Kosten der Inflation. Wir wissen aus der Geschichte, was dies bedeutet.

Falls sich die Notenbanken jedoch zu einer rigorosen Inflationsbekämpfung durchringen und wir in der Folge substanzielle Zinserhöhungen beobachten, wäre die Auswirkung eine schwere Schuldenkrise, sowohl im privaten wie auch im öffentlichen Sektor, mit all ihren rezessiven Konsequenzen.

Ein solches Szenario ist auch denkbar, wenn sich die Notenbanken darauf beschränken die kurzfristigen Zinsen tief zu halten und die Bewirtschaftung der ganzen Zinskurve durch Anleihenkäufe aufgeben. Es

• Swiss Banking

wäre dann zu erwarten, dass die Inflationsprämien die langfristigen Zinsen steigen lassen mit den eben gleichen Folgen für die Schuldner.

Doch gibt es Alternativen? Wirtschaftswachstum wäre eine solche Alternative. Wachstum, welches die Möglichkeit schafft, die Schulden ordentlich zu tilgen.

Vielleicht finden die USA, als Einwanderungsland mit Raum und Potenzial und in der beneidenswerten Lage, über die Welt-Reservewährung zu verfügen, über Wachstum den Weg aus der Verschuldung.

Für Europa bin ich weniger optimistisch. Ich sehe weder die gesellschaftlichen Kräfte noch den politischen Willen, dass Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum geschaffen werden, welches die demographischen Entwicklungen kompensiert UND den Schuldenabbau ermöglicht.

Die Schweiz ist stark von den Entwicklungen und Geschehnissen in Europa und den USA abhängig. Doch noch haben wir viele Freiheitsgrade in der Gestaltung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Eine wachstumsfreundliche, eine wachstumsfördernde Standort- und Wirtschaftspolitik ist zwingende, unverzichtbare Voraussetzung dafür, dass wir die kommenden Probleme lösen und unseren Wohlstand erhalten sowie unsere Ausgaben finanzieren können. Dazu gibt es keine Alternative.

Für die Banken ist bei der Kreditvergabe, bei der Bewirtschaftung ihrer Bilanzen und der Beratung von vermögenden Privaten und institutionellen Kunden grosse Vorsicht angezeigt. Vorsicht, weil eine langanhaltende inflationäre Periode mit negativen Realzinsen den Wert von Cash sukzessive reduziert oder – alternativ – eine starke Zinserhöhung die Kreditrisiken substantiell erhöht.

Damit werden altbewährte Prinzipien erst recht wichtig.

Substanz und nachhaltige Cashflows sind als Grundlage von Kreditvergaben entscheidend. Die Risiken von Anleihen werden auf eben dieser Basis eingeschätzt.

Die reale Werterhaltung von Vermögen wird als bescheideneres Renditeziel in den Fokus der Vermögensverwaltung rücken. Für Aktienanlagen sind Substanz und nachhaltige Cashflows ebenfalls entscheidend.

Darüber hinaus ist die Diversifikation von Anlageportfolios mit substantiellen Anteilen von Sachwerten ein weiterer Baustein, um Vermögen langfristig zu schützen. Die Betonung liegt auf der langen Frist. Wenn Cash als Wertaufbewahrungsmittel wegen Inflation ausscheidet, ist der Vermögensschutz nur mit erhöhten Wertschwankungen zu haben. Risiko muss also differenzierter als nur hinsichtlich kurzfristiger Schwankungen verstanden werden.

Wir werden in den kommenden Jahren sehr viel Gegenwind haben. Pessimismus aber hilft keineswegs weiter. Die Welt wird nicht stillstehen und neue Chancen werden sich ergeben, gerade wenn es schwieriger wird und Erfahrung gefragt ist. Mit Umsicht und Innovation werden wir diese Chancen zu nutzen wissen.