

Embargo: 28. April 2008, 08:00

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Schweiz

Thomas J. Jordan*
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat
Zuger Wirtschaftskammer
Zug, 28. April 2008

* Der Referent dankt Nicole Brändle und Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

1. Einleitung

Im August 2007 brach die wohl seit langer Zeit grösste internationale Finanzmarktkrise aus. Sie wurde durch das Ende eines beispiellosen Booms auf dem US-Immobilienmarkt sowie durch die problematische Struktur des amerikanischen Hypothekenwesens ausgelöst. Nachdem sich die Preise für Wohnimmobilien in den USA zwischen 2001 und 2006 verdoppelt hatten, setzte Mitte 2006 ein Preiszerfall ein. Steigende Zahlungsrückstände und Ausfallquoten, insbesondere bei sogenannten Subprime-Hypotheken, führten zu starken Wertminderungen bei Wertpapieren, die auf verbrieften Hypotheken basieren. In der Folge kam es bei den Banken, die selbst massiv in diese Wertpapiere investiert hatten, zu hohen Abschreibungen und Verlusten. Die Unsicherheit über das Ausmass der Betroffenheit einzelner Finanzinstitute führte zu Anspannungen auf den internationalen Geldmärkten, zu einem Anstieg der Risikoprämien in fast allen Märkten, einem Rückgang der Aktienkurse und einem deutlichen Wertzerfall des US-Dollars.

Für die Schweiz stellt sich die Frage, über welche Kanäle die internationale Finanzmarktkrise auf die inländische Konjunktur übertragen werden kann und welche Faktoren diesen negativen Wirkungen allenfalls entgegenwirken. In der Folge werden zuerst die verschiedenen Übertragungskanäle auf die schweizerische Wirtschaft identifiziert. Danach wird eine Gesamtbeurteilung unter Würdigung der stabilisierenden Faktoren vorgenommen. Am Schluss erfolgt ein Fazit mit dem Ausblick auf das Jahr 2008.

2. Übertragungskanäle der Finanzmarktkrise

Internationale Konjunktur

Die Abschwächung des US-Häusermarktes hat bereits deutliche Bremsspuren in der amerikanischen Wirtschaft hinterlassen. So erhöhte sich das Bruttoinlandprodukt (BIP) im 4. Quartal 2007 auf annualisierter Basis lediglich um 0,6% gegenüber dem Vorquartal. Die Erwartungen für das Wachstum 2008 und 2009 wurden seit dem Ausbruch der Krise ebenso deutlich nach unten korrigiert. Die sich abschwächende Wirtschaftsdynamik in den USA führt zu sinkenden US-Importen. Dies wirkt sich aufgrund des noch immer sehr hohen Gewichts der USA in der Weltwirtschaft negativ auf den Rest der Welt aus. Daher wurden auch für die meisten anderen Industrieländer die Erwartungen heruntergeschraubt,

wenngleich hier die Wachstumskorrekturen weniger drastisch ausfielen. Einzig für die Schwellenländer gab es nur leichte Revisionen der Wachstumsprognosen.

Die Schweiz ist potenziell stark von einer Abschwächung der Weltwirtschaftsdynamik betroffen. So waren die Nettoexporte für beinahe die Hälfte des realen BIP-Wachstums der letzten drei Jahre verantwortlich. Die direkte Abhängigkeit von den Vereinigten Staaten ist aber relativ gering, und seit einigen Jahren in der Tendenz sinkend. Nur rund 10% der Schweizer Warenexporte gehen in die grösste Volkswirtschaft der Welt. Die Bedeutung der USA als Exportdestination ist somit etwa gleich gross wie diejenige Asiens. Asien könnte die tieferen Exporte in die Vereinigten Staaten demnach teilweise kompensieren. Die Exporte in diesen Kontinent weisen denn auch einen steigenden Trend auf. Wichtiger für die Schweiz ist jedoch die Entwicklung in der Europäischen Union (EU): Über 60% der Schweizer Warenexporte gehen in diesen Wirtschaftsraum, und die EU ist für einen grossen Anteil des Wachstums der Warenexporte der letzten drei Jahre verantwortlich. Dies äussert sich auch in der engen Korrelation des BIP-Wachstums der Schweiz und mit demjenigen der Eurozone. Folglich ist im Hinblick auf die Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Schweiz entscheidend, wie sich die konjunkturelle Situation in Europa weiterentwickeln wird. Insbesondere kommt es darauf an, wie stark Europa durch die Verlangsamung in den USA betroffen ist.

Wechselkurs

Ein weiterer wichtiger Übertragungsmechanismus ist der Wechselkurs. Der Schweizer Franken wertete sich seit dem Ausbruch der Krise auf den Finanzmärkten gegenüber fast allen Hauptwährungen auf, am deutlichsten gegenüber dem britischen Pfund und dem US-Dollar. Im Zuge höherer Volatilitäten auf den Finanzmärkten scheint der Franken seine Rolle als *Safe haven* zumindest teilweise wieder gefunden zu haben. Ein im Vergleich zum langfristigen Trend stärkerer Franken geht tendenziell mit tieferen Exporten einher, da die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Exporteure sinkt. Über diesen Mechanismus könnte der direkte Effekt der schwächeren Auslandnachfrage auf die Exporte verstärkt werden, wodurch der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zusätzlich geschmälert würde. Auf der anderen Seite mindert ein stärkerer Franken den Teuerungsdruck bei den importierten Gütern und trägt so dazu bei, die Geldwertstabilität zu erhalten.

Umsätze im Finanzsektor

Die Finanzmarktkrise führte weltweit zu einem Rückgang der Kurse und Umsätze an den Aktienbörsen und kann darum auch über den Bankensektor negativ auf die Schweizer Konjunktur wirken. Dies hat zwei Hauptgründe: Einerseits hat der Bankensektor in der Schweiz eine vergleichsweise grosse Bedeutung und andererseits ist er stark in die internationalen Finanzmärkte eingebunden. So weist der Finanzsektor am gesamten Wertschöpfungswachstum der letzten Jahre einen hohen Anteil auf. Gleichzeitig ist die Korrelation der Wertschöpfung im Bankensektor mit der Entwicklung an den internationalen Börsen sehr hoch. Die massiven Abschreibungen und Verluste der Schweizer Grossbanken dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die meisten anderen Schweizer Banken nach wie vor sehr profitabel arbeiten. Dies nicht zuletzt aufgrund des traditionellen Eckpfeilers der Schweizer Banken, dem *Private banking*.

Kreditkonditionen

Die Krise auf den Finanzmärkten führte dazu, dass der Risikoappetit der Investoren stark zurückging. Dies nach einer Reihe von Jahren, in denen der Risikoappetit aufgrund des günstigen makroökonomischen Umfelds mit tiefen Volatilitäten sehr hoch war. Aufgrund des geringeren Risikoappetits erhöhten sich unter anderem die Kreditrisikoprämien von Unternehmensanleihen. Nicht nur Finanzdienstleistungsfirmen sehen sich mit höheren Finanzierungskosten konfrontiert, sondern auch solide Industrieunternehmen mit hohen Ratings, die a priori nicht direkt von der Finanzmarktkrise betroffen sind. Hinzu kommt, dass sich die Bilanzen vieler Banken deutlich verschlechtert haben. Sollten diese ihre Kreditvergabe an die Unternehmen generell restriktiver gestalten, kann dies die Konjunkturentwicklung über tiefere Investitionen zusätzlich bremsen.

Sowohl in den USA als auch in der Eurozone zeigt sich in jüngsten Umfragen eine deutliche Verschärfung der Kreditstandards durch die Banken. In der Schweiz sind zwar keine vergleichbaren Daten verfügbar, die vorhandene anekdotische Evidenz sowie Zahlen zum Kreditwachstum und zur Emissionstätigkeit auf dem Franken-Kapitalmarkt weisen jedoch noch nicht darauf hin, dass die Verfügbarkeit von Kapital beeinträchtigt sein könnte. Es gibt somit bis heute keine Anzeichen, dass sich die Kreditvergabe in der Schweiz wesentlich verändert hätte. Dennoch werden Firmen wie auch Haushalte in der Schweiz in Zukunft zumindest mit leicht höheren Risikoaufschlägen rechnen müssen. Die durchschnittlichen

variablen Hypothekensätze der Kantonalbanken beispielsweise steigen seit etwa Mitte 2007 wieder an, nachdem sie zwischen 2001 und 2006 von etwa 4,5% auf rund 3% gefallen sind. Der Kreditkanal entfaltet seine volle Wirkung mit Verzögerung. Es kann daher noch nicht abschliessend beurteilt werden, wie stark die Schweizer Wirtschaft durch diesen Kanal negativ beeinflusst wird.

Vermögen

Das Finanzvermögen der Schweizer Privathaushalte verringerte sich seit dem Höhepunkt im Mai 2007 um beinahe 70 Mrd. Franken.¹ Massgeblich verursacht wurde dieser Rückgang durch tiefere Aktienkurse. Obwohl die Einbussen im historischen Vergleich nicht aussergewöhnlich sind, könnten sie den Privatkonsum in der Tendenz negativ beeinflussen. Studien zufolge ist dieser Effekt im angelsächsischen Raum ausgeprägt, in der Schweiz scheint er jedoch keine grosse Bedeutung zu haben. Das heisst, in der Schweiz reagieren die Haushalte weniger stark auf Veränderungen ihres Vermögens als in den USA.

Stimmung

Es ist aber nicht auszuschliessen, dass fallende Kurse an den Aktienbörsen einen indirekten Effekt haben. Sie können sich negativ auf die Konsumenten- und Investorenstimmung auswirken. In der Schweiz hat sich das Konsumentenvertrauen aber insbesondere im Vergleich mit den Vereinigten Staaten bisher recht gut gehalten. Auch das Vertrauen zumindest der europäischen Investoren scheint bisher nicht wesentlich negativ tangiert worden zu sein, auch wenn für die Schweiz keine spezifischen Daten vorliegen.

Rohstoffpreise

Es ist nicht auszuschliessen, dass der starke Anstieg der Rohstoffpreise indirekt und bis zu einem gewissen Grad in Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise steht. Zum einen könnte er bei gewissen Rohstoffklassen durch Portfolioumschichtungen erklärbar sein. Aus Angst vor grossen Verlusten in risikobehafteten Anlagen wie Aktien ist es womöglich zu einer Umschichtung in die Rohstoffe gekommen. Eine solche Überlegung könnte erklären, weshalb die Preise der meisten Rohstoffe trotz Erwartungen einer schwächeren Nachfrage zurzeit nicht sinken, wie es in Phasen der Konjunkturverlangsamung an sich üblich wäre.

¹ Gemessen an den Wertschriftenbeständen bei Schweizer Banken. Stand Januar 2008. Quelle: Statistisches Monatsheft der SNB, März 2008.

Andererseits könnten Absicherungstransaktionen, beispielsweise gegenüber einem fallenden US-Dollar oder steigender Inflation, für die nicht nachlassende Hausse bei vielen Rohstoffen verantwortlich sein. Doch es sind auch einige gewichtige fundamentale Gründe auszumachen, die für längerfristig höhere Rohstoffpreise sprechen und eine Erklärung für die aktuelle Entwicklung sein könnten.

Die Erhöhung der Rohstoffpreise hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Inflationsraten vieler Länder in letzter Zeit deutlich angestiegen sind. In der Schweiz beispielsweise waren die Erdölpreise im letzten halben Jahr für einen Drittel bis die Hälfte der Erhöhung der Jahresinflation verantwortlich.

3. Gesamtbeurteilung: Betroffenheit der Schweiz

Was sind nun die wichtigsten Schlussfolgerungen aus der vorangehenden Analyse? Auch auf die Schweiz zeitigt die Finanzmarktkrise zwar insgesamt eine negative Wirkung, doch dürfte der Ausblick für die Schweizer Wirtschaft trotz einer gewissen Abschwächung der Dynamik aus heutiger Sicht recht positiv bleiben. Die Betrachtung der verschiedenen Übertragungskonzepte liefert dafür vier Gründe:

Erstens ist für die Schweizer Wirtschaft die weitere Entwicklung der europäischen Konjunktur entscheidend. Diese scheint nach wie vor so robust zu sein, dass derzeit nicht von einem abrupten und starken Einbruch auszugehen ist. Dies kommt aber nicht notwendigerweise einer Entkoppelung gleich. Eine Verlangsamung in den USA wirkt sich üblicherweise mit einer Verzögerung von mehreren Monaten auf Europa aus. Damit ergibt sich eine graduelle Abschwächung in Europa als wahrscheinlichstes Szenario, was für die Schweiz besser verkraftbar wäre.

Zweitens hat sich der Franken seit Ausbruch der Krise zwar gegenüber dem britischen Pfund und dem US-Dollar deutlich aufgewertet, nicht aber gegenüber dem Euro. Da mehr als 60% der Schweizer Exporte den Kontinent nicht verlassen, relativiert sich die Bedeutung der Frankenaufwertung. Solange sich die Wechselkursbewegungen gegenüber dem Euro in Grenzen bewegen, sind keine dramatischen Auswirkungen für die Schweiz zu erwarten. Die bisher beobachtete Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro stellt eher eine Normalisierung dar.

Drittens sind sowohl die Unternehmen als auch die Privathaushalte in der Schweiz solide finanziert. Sie weisen beispielsweise im Vergleich zum angelsächsischen Raum eine tiefere Verschuldungsquote auf. Dies schirmt sie gewissermassen gegenüber einer Verschärfung der Kreditkonditionen ab.

Viertens dämpft die Aufwertung des Frankens gegenüber dem US-Dollar die Konsequenzen höherer Rohstoffpreise, die meist in US-Dollar fakturiert werden. Dies entlastet Produzenten und Konsumenten gleichermaßen.

Zudem gibt es weitere Elemente, welche die negativen Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Schweiz abfedern können: Zum einen dürfte sich der Privatkonsum in der Schweiz weiterhin als Stütze erweisen. Er wird begünstigt durch eine ausgezeichnete Lage auf dem Arbeitsmarkt und ein hohes Konsumentenvertrauen. Daneben verfügt die Schweiz über einen wettbewerbsfähigen Industriesektor, der sich immer noch gut gefüllter Auftragsbücher erfreut. Der Schweizer Immobilienmarkt ist zudem von den Übertreibungen und Verwerfungen verschont geblieben, die den amerikanischen Häusermarkt kennzeichnen. Die gesunde Fiskalpolitik der letzten Jahre führte zu einem ausgeglichenen Staatshaushalt. Zu guter Letzt sind die Inflationserwartungen auf tiefem Niveau verankert. Der fiskal- und geldpolitische Spielraum ist also insgesamt grösser als beispielsweise in den 1990er Jahren.

4. Fazit

Allen negativen externen Einflussfaktoren zum Trotz bleiben die Aussichten für die Schweizer Wirtschaft positiv. Zwar wird es in diesem Jahr gegenüber 2007 zu einer deutlichen Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik kommen. Die Schweizerische Nationalbank erwartet für 2008 aber trotzdem ein Wachstum des realen BIP von 1,5% bis 2,0%. Dies dürfte in der Nähe des Potenzials der schweizerischen Wirtschaft sein. Die Inflation sollte im Laufe des Jahres wieder auf unter 2% fallen. Unter diesen wirtschaftlichen Umständen scheint das Zielband der Nationalbank für den Dreimonats-Libor von gegenwärtig 2,25% bis 3,25% auf einem angemessenen Niveau zu sein.

Die Prognosen für Wachstum und Inflation sind aber nach wie vor mit sehr grossen Unsicherheiten behaftet. So könnte bei einer Verschärfung der Krise auf den Finanzmärkten oder bei einer stärkeren Verlangsamung der amerikanischen- und insbesondere der europäischen Konjunktur das Wachstum in der Schweiz durchaus tiefer ausfallen. Bei der

Inflation sind die Risiken hingegen nach oben gerichtet. Bei weiter steigenden Rohstoffpreisen oder einer vermehrten Überwälzung der höheren Produzentenpreise auf die Konsumentenpreise könnte die Inflation über die Erwartungen zu liegen kommen. Die Nationalbank wird daher die weitere Entwicklung von Konjunktur und Inflation sehr genau beobachten, um allfälligen Handlungsbedarf frühzeitig zu erkennen und rasch und flexibel reagieren zu können.

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
 BANQUE NATIONALE SUISSE
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 SWISS NATIONAL BANK

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Schweiz

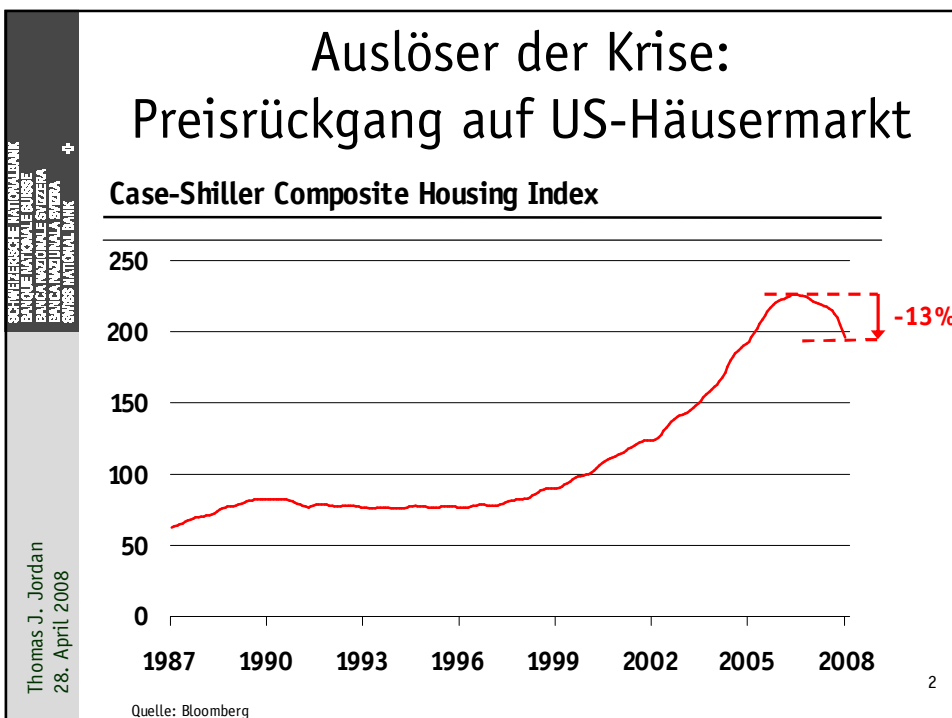
Thomas J. Jordan

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Zuger Wirtschaftskammer
28. April 2008

Thomas J. Jordan
 28. April 2008

1



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
 BANQUE NATIONALE SUISSE
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 SWISS NATIONAL BANK

Hauptmerkmale Finanzmarktkrise

- Ausfälle bei Subprime-Hypotheken
- Abschreibungen und Verluste im Bankensektor
- Anspannung auf internationalen Geldmärkten
- Anstieg der Risikoprämien
- Rückgang auf Aktienmärkten, insb. Finanztitel
- Wertverlust US-Dollar

Thomas J. Jordan
 28. April 2008

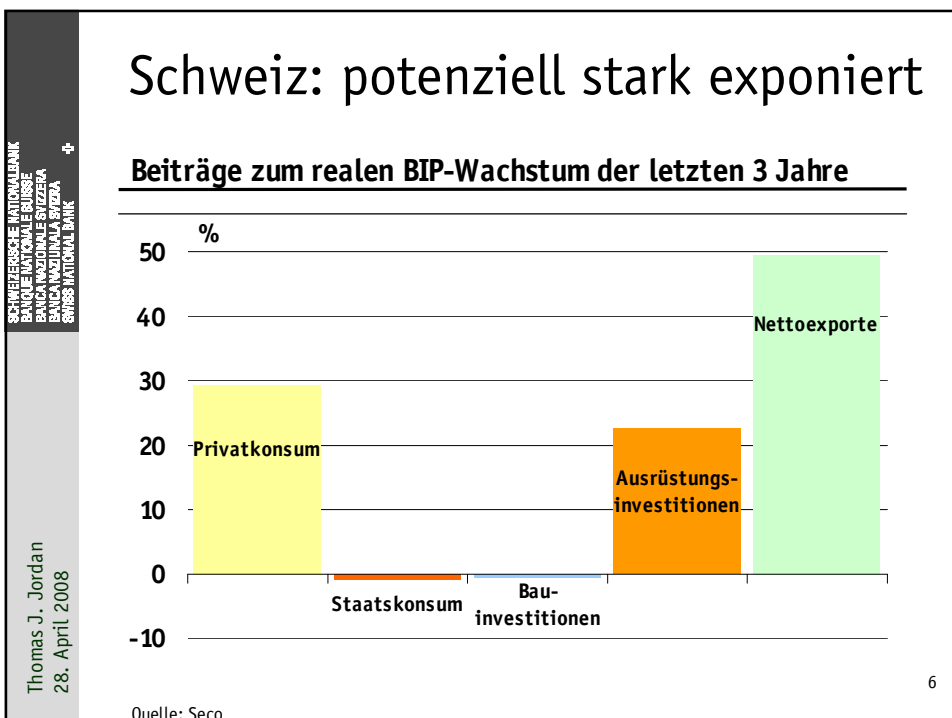
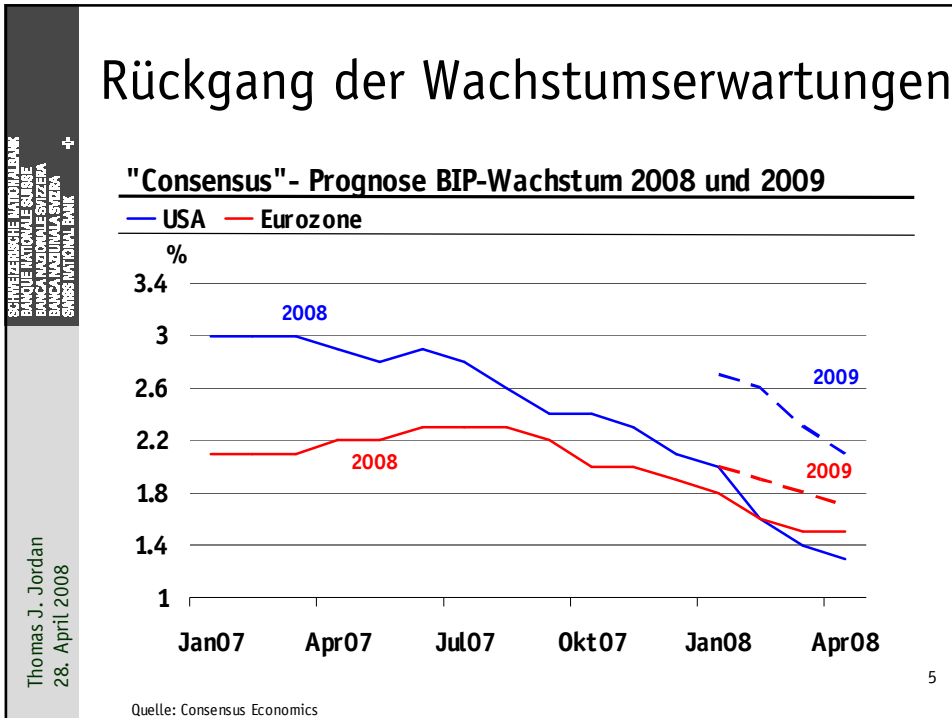
3

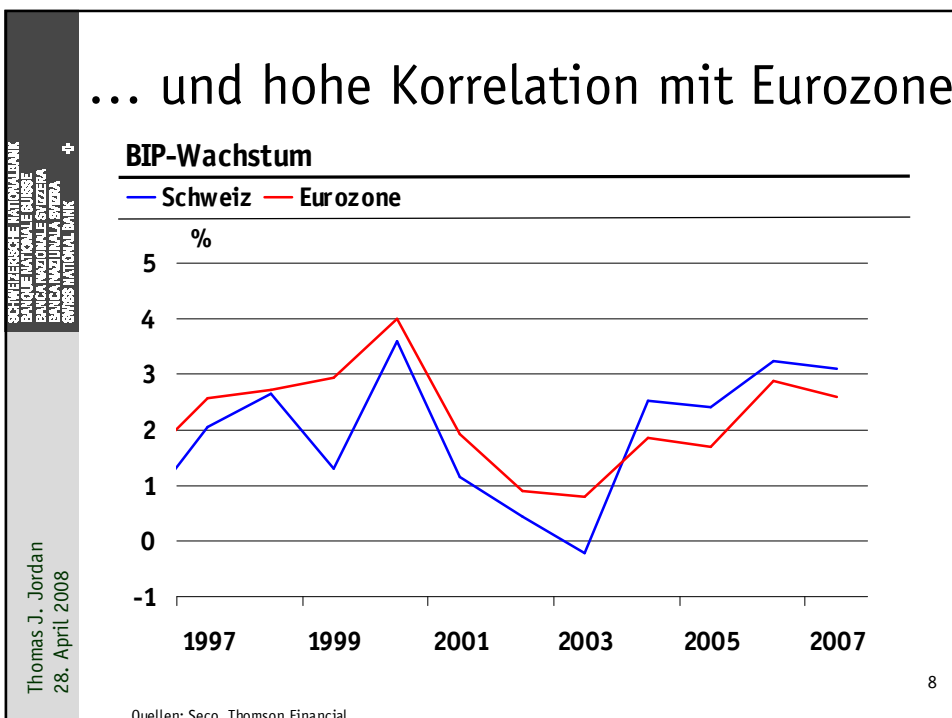
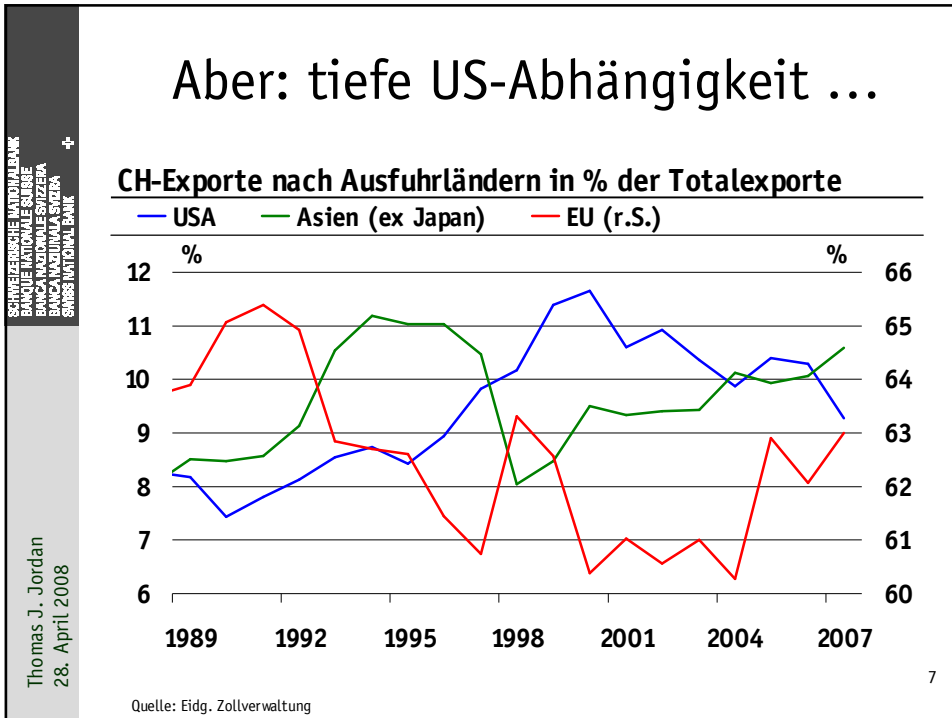
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
 BANQUE NATIONALE SUISSE
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 SWISS NATIONAL BANK

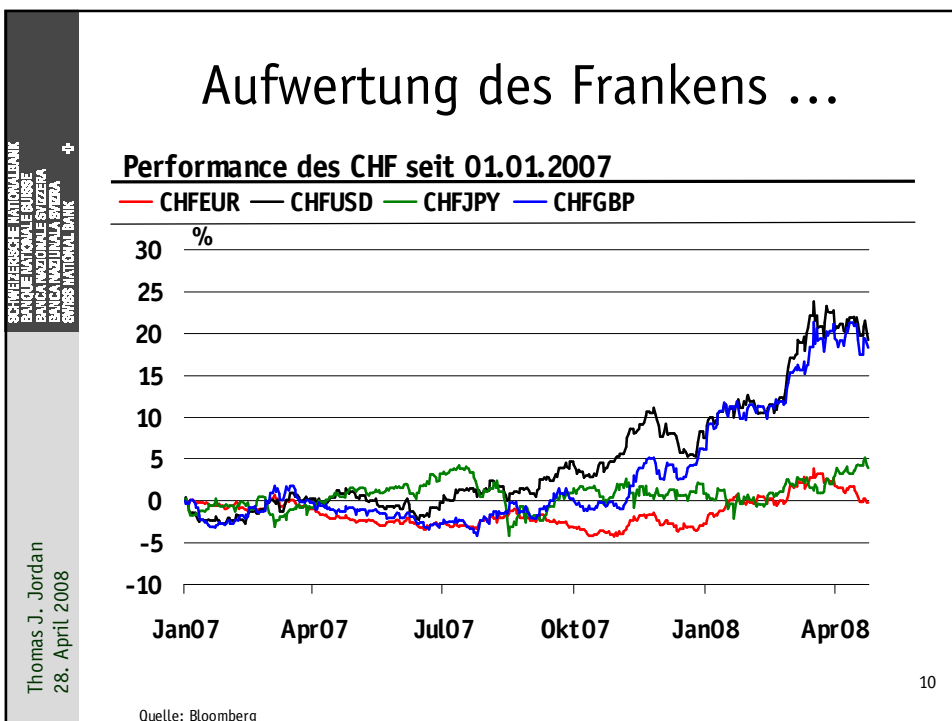
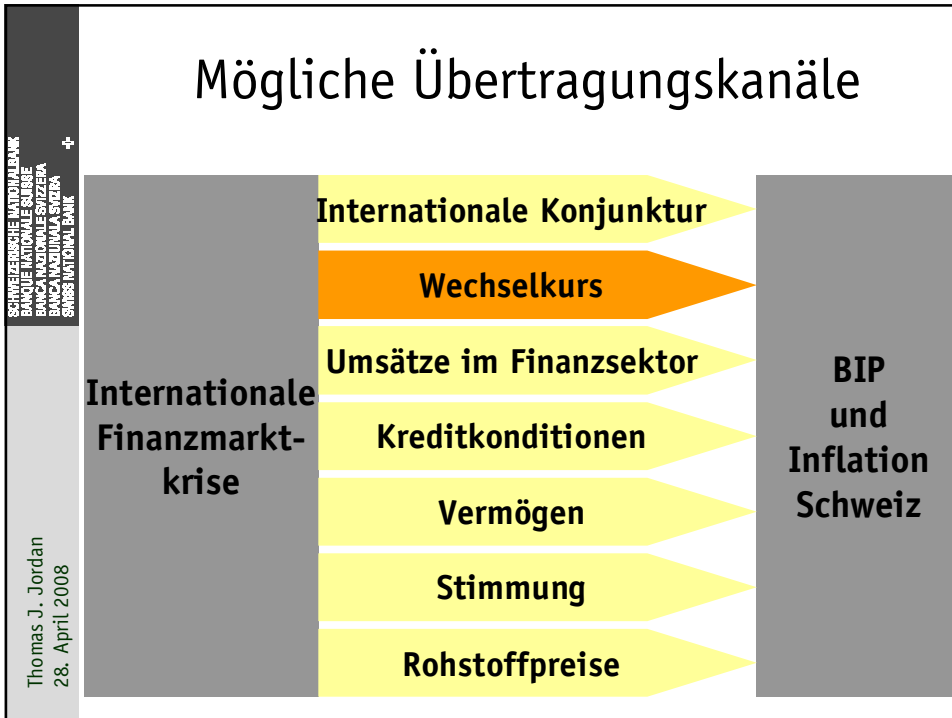
Mögliche Übertragungskanäle

Internationale Finanzmarkt- krise	Internationale Konjunktur	BIP und Inflation Schweiz
	Wechselkurs	
	Umsätze im Finanzsektor	
	Kreditkonditionen	
	Vermögen	
	Stimmung	
	Rohstoffpreise	

Thomas J. Jordan
 28. April 2008



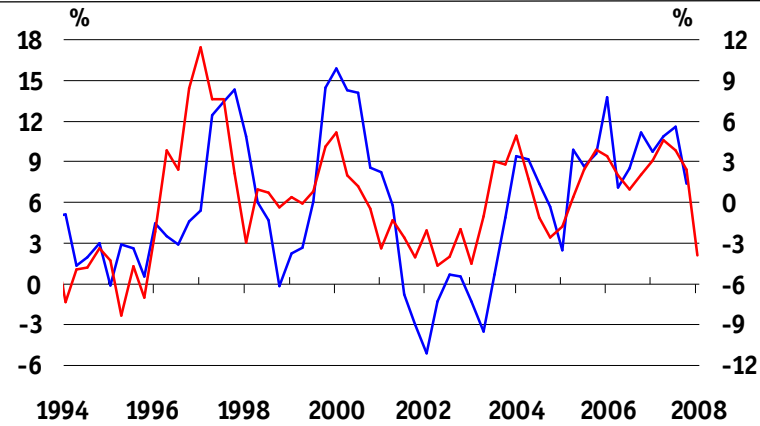




... bremst Exporte

Exporte und CHF-Wechselkurs

— Exporte (Waren und Dienstleistungen, real, saisonbereinigt)
 — Realer effektiver Wechselkurs (invertiert; r.S.)



Thomas J. Jordan
 28. April 2008

Quelle: SNB

11

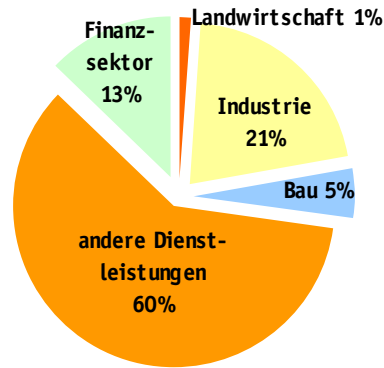
Mögliche Übertragungskanäle



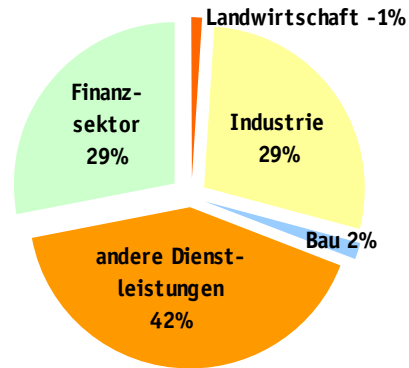
Thomas J. Jordan
 28. April 2008

Wertschöpfung Wirtschaftssectoren

Wertschöpfung 2007 nach Branchen (in % des Total)



Beitrag zum Wertschöpfungs-Wachstum der letzten drei Jahre



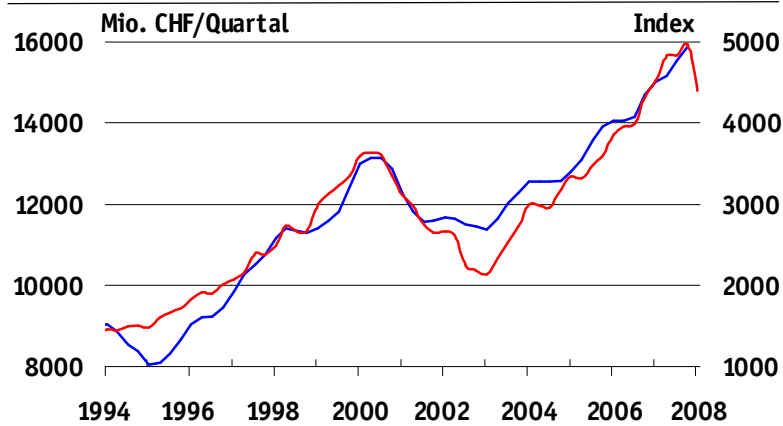
Quelle: Seco

13

Schweizer Finanzsektor von intern. Börsenentwicklung abhängig

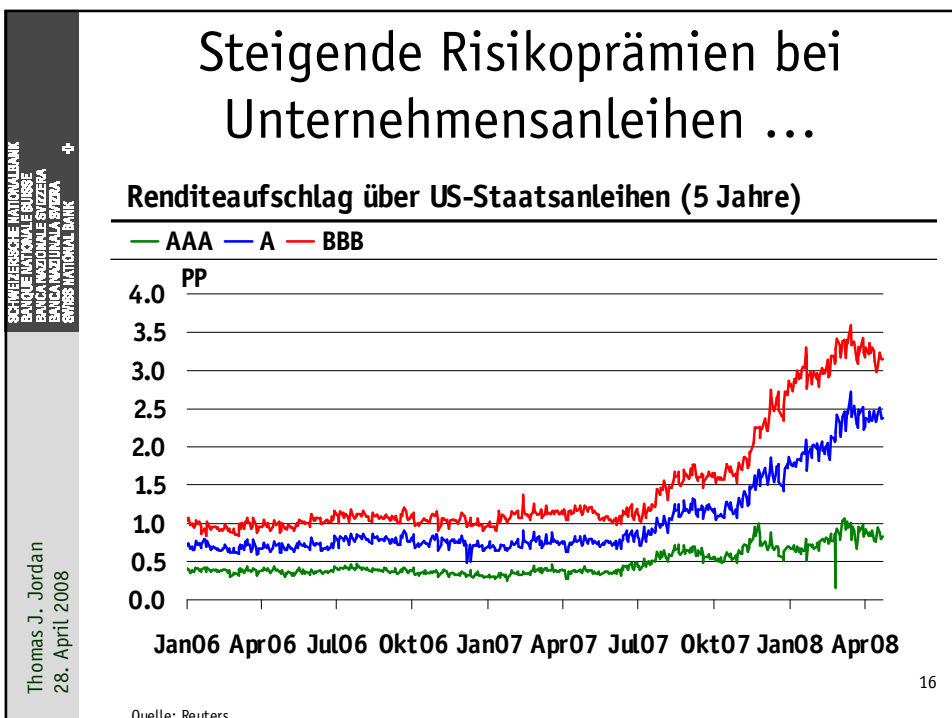
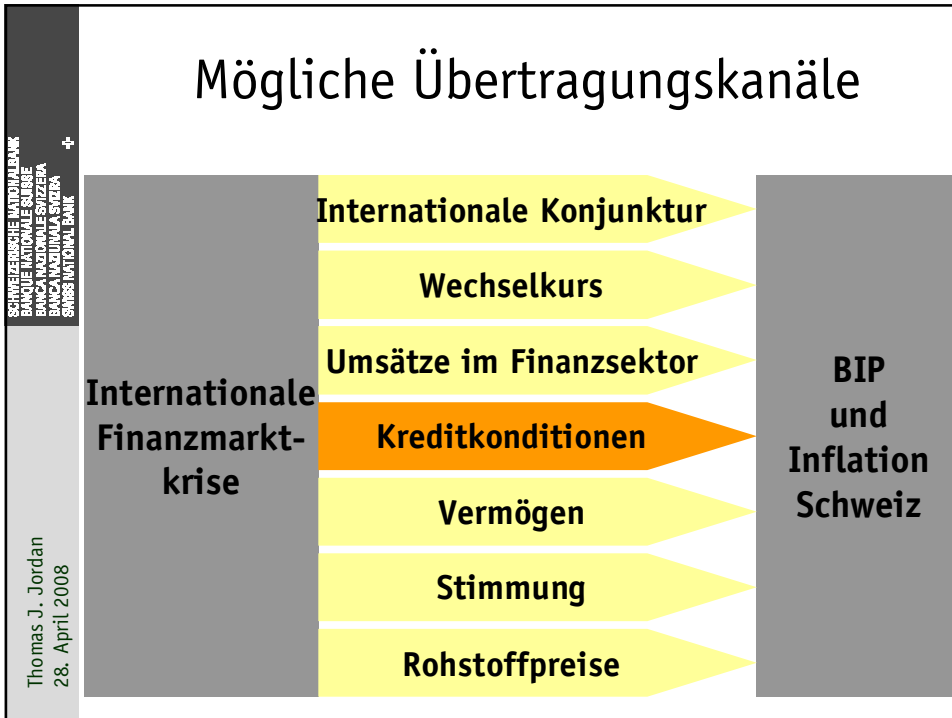
Wertschöpfung im Finanzsektor und Börsenentwicklung

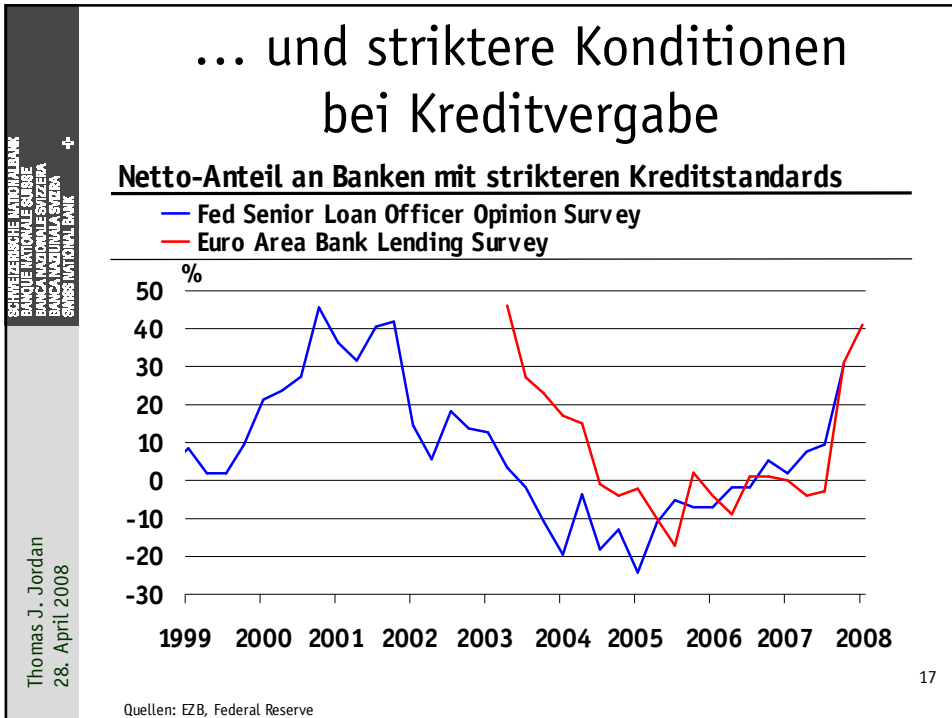
— Wertschöpfung Finanzsektor — MSCI total return Index (r.S.)



Quellen: Seco, Reuters

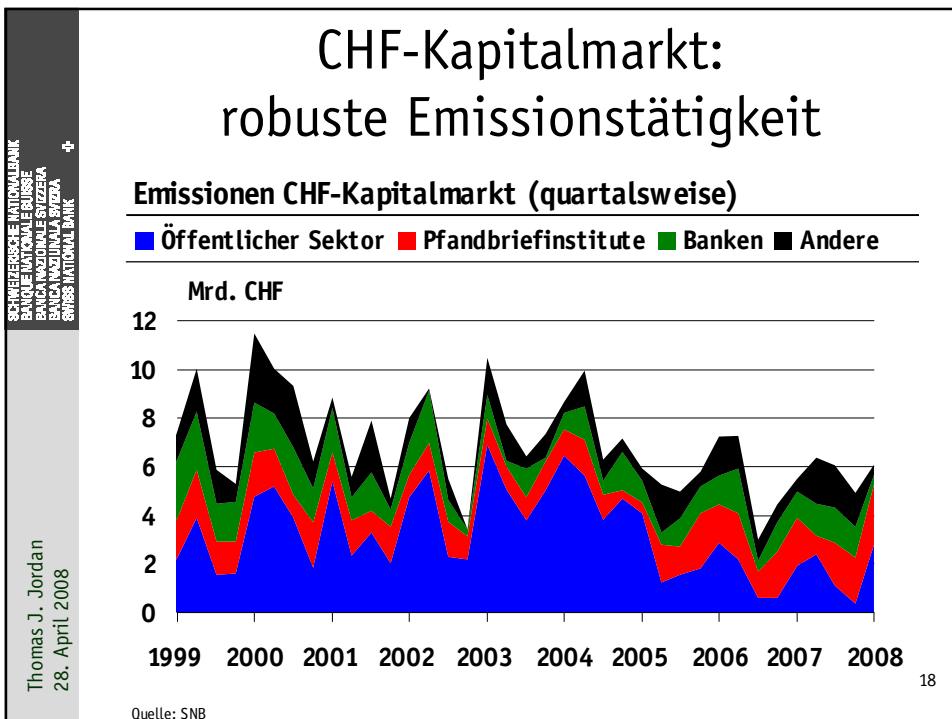
14





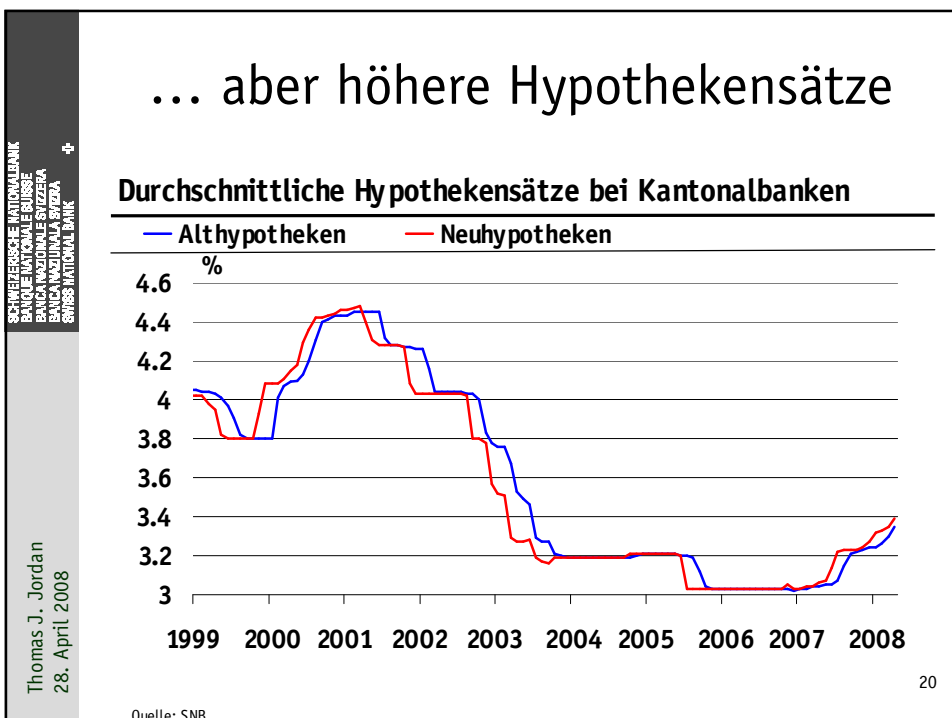
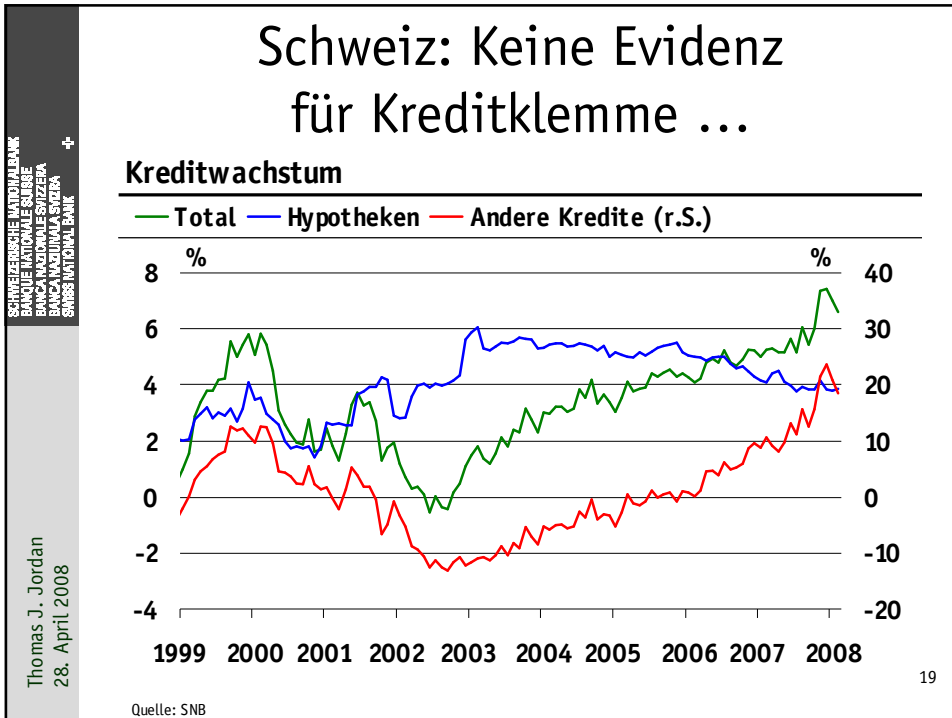
Thomas J. Jordan
28. April 2008

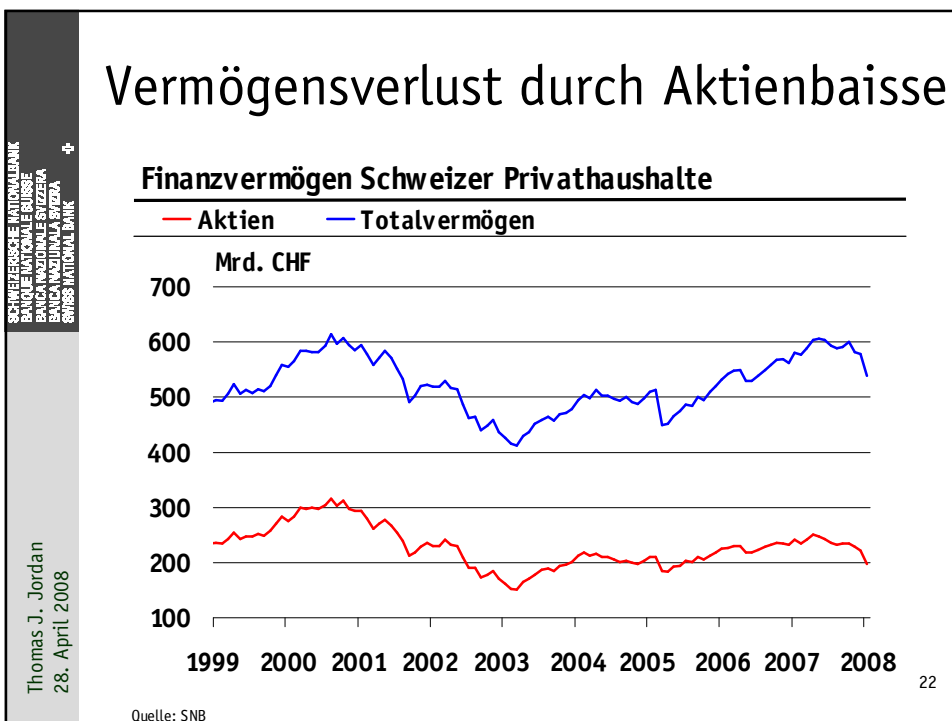
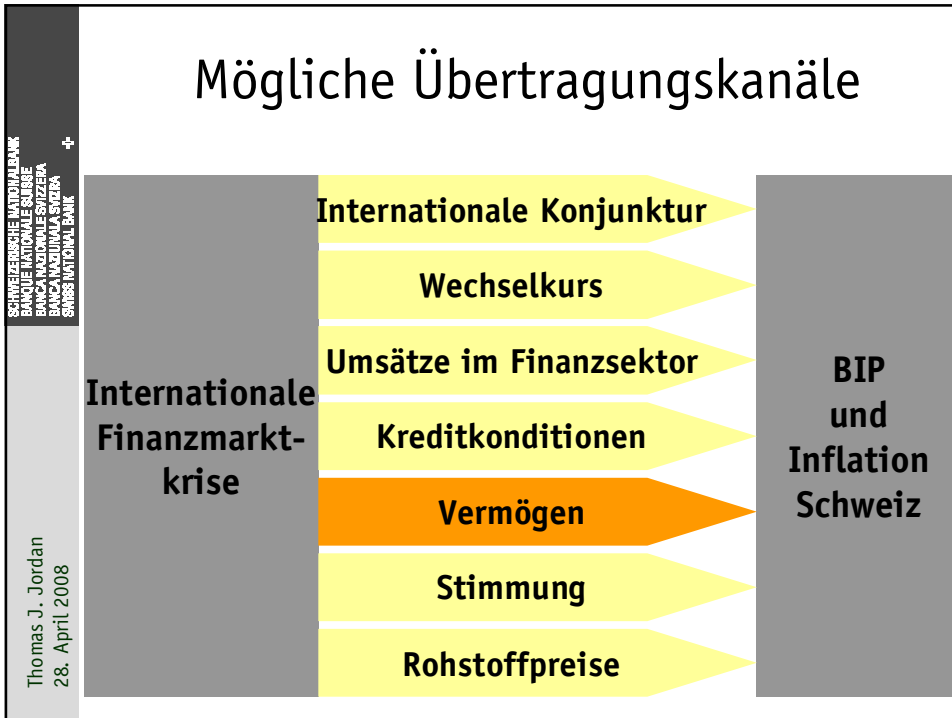
17

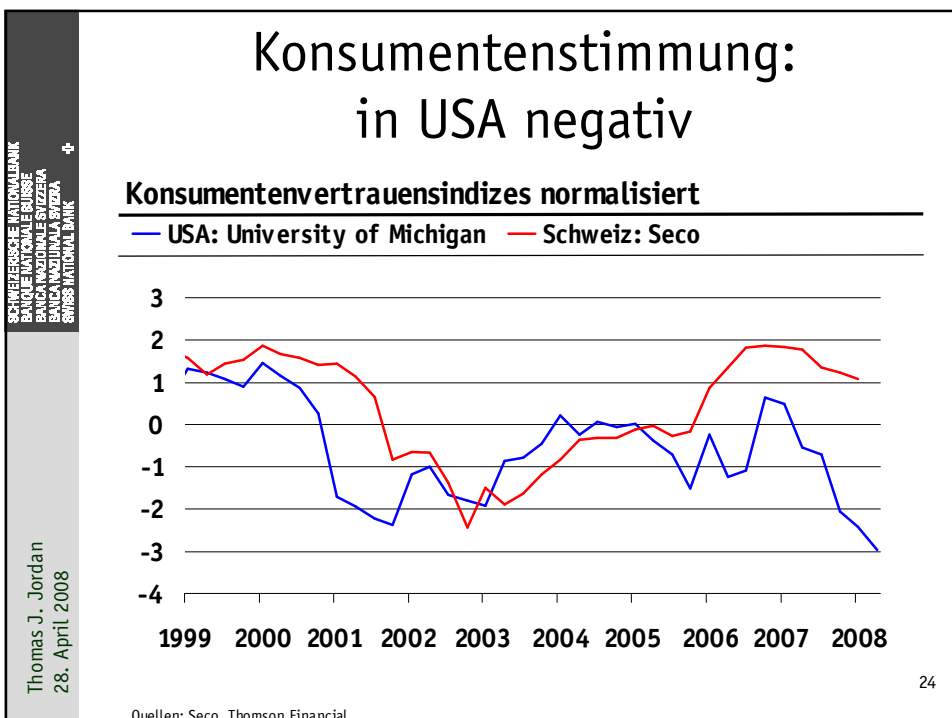
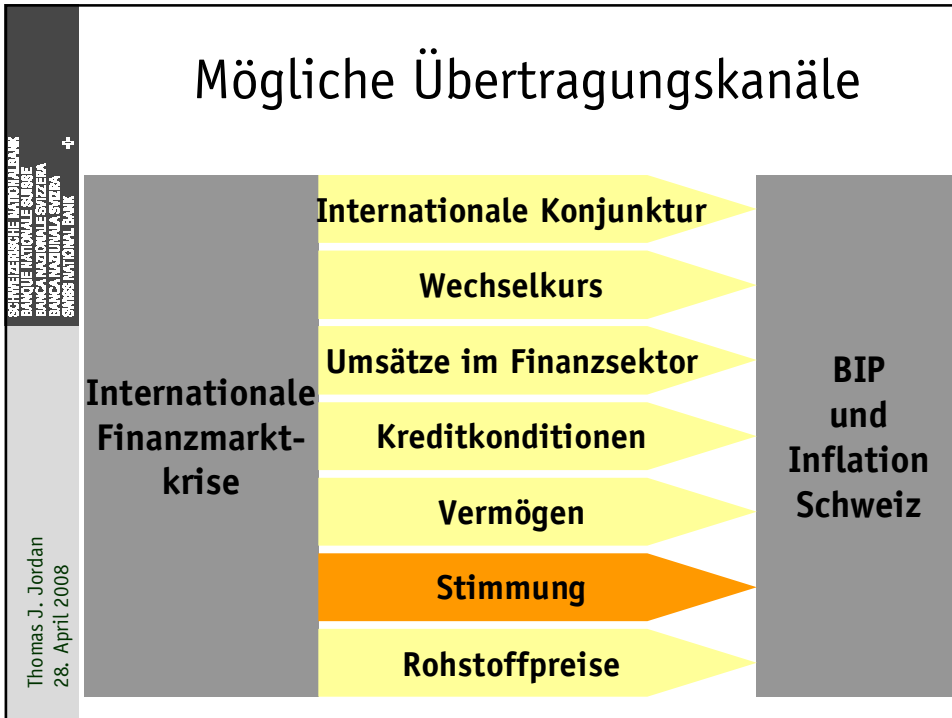


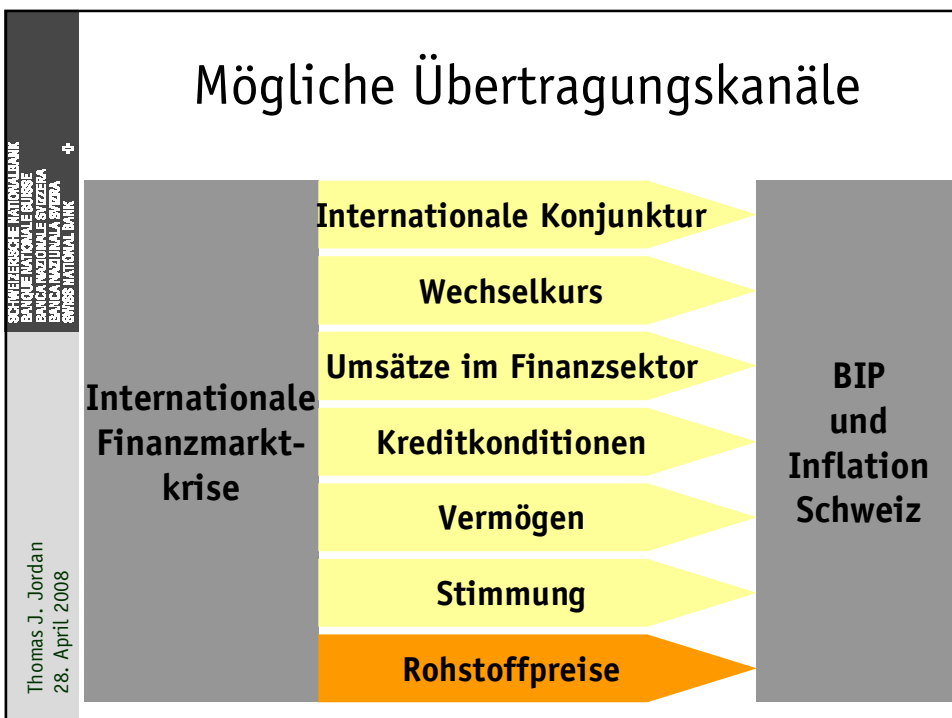
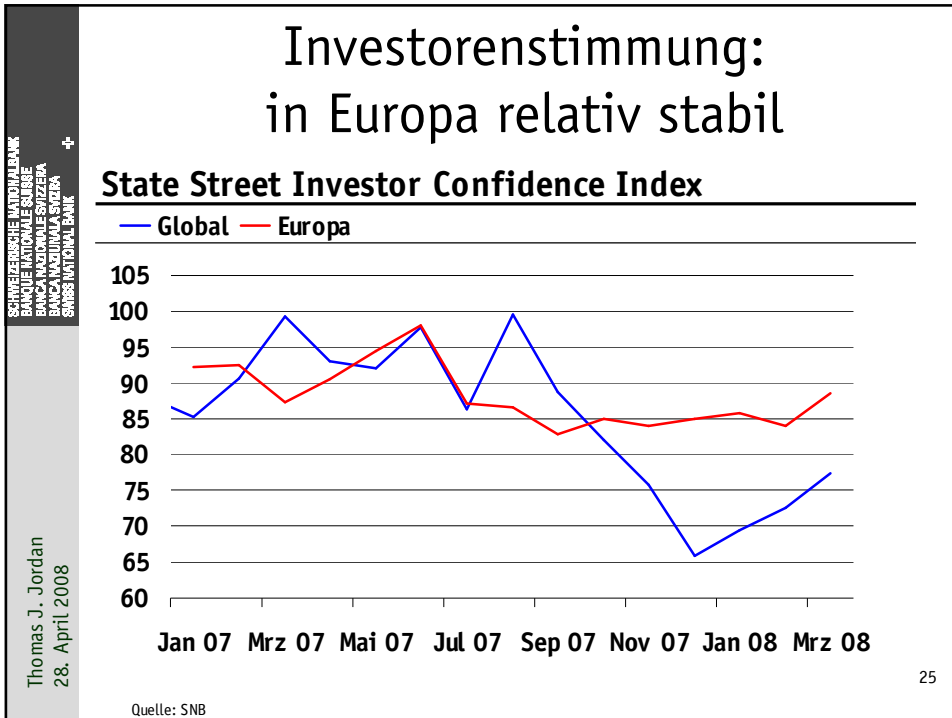
Thomas J. Jordan
28. April 2008

18



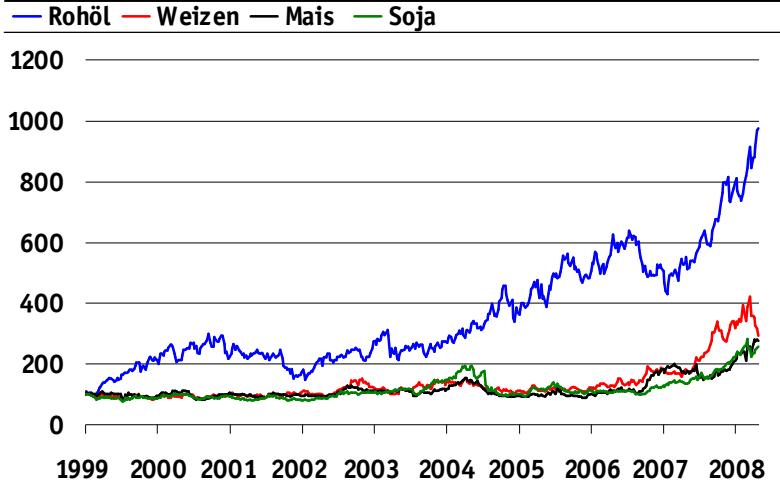






Starker Anstieg der Rohstoffpreise

Rohstoffpreise indexiert (03.01.1999=100)

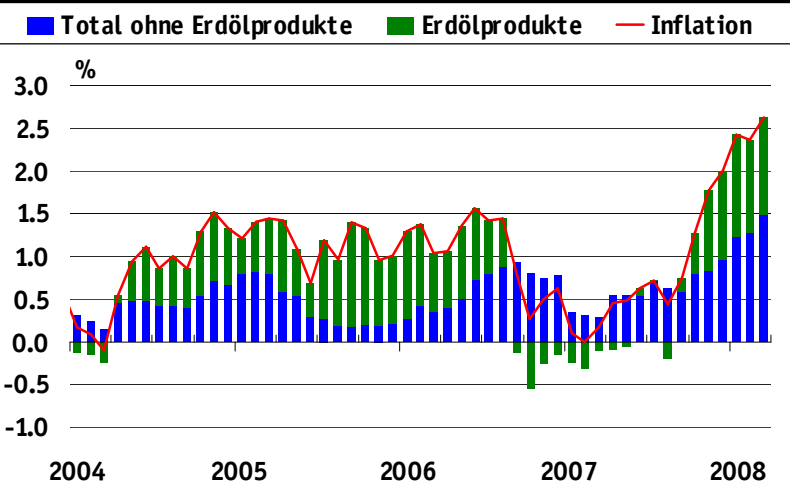


Quelle: Reuters

27

Inflation in der Schweiz

Beiträge zum Schweizer Konsumentenpreisindex



Quelle: SNB

28

Beurteilung Übertragungskanäle

- Wirkung der Finanzmarktkrise auf Schweizer Wirtschaft insgesamt negativ. Aber:
 - à Europäische Konjunktur nach wie vor robust: Entwicklung in EU entscheidend für Schweiz
 - à Aufwertung CHF gegenüber Euro moderat
 - à Gute Finanzierungslage bei CH-Firmen und CH-Haushalten
 - à Erhöhung Rohstoffpreise gedämpft durch CHF-Aufwertung

29

Zusätzliche Puffer in der Schweiz

- Robuster Arbeitsmarkt
- Wettbewerbsfähiger Industriesektor
- Volle Auftragsbücher
- Keine Übertreibungen am Immobilienmarkt
- Ausgeglichener Staatshaushalt
- Gut verankerte Inflationserwartungen
- à Schweiz in vergleichsweise guter Ausgangslage

30

Fazit I

- Trotz negativer Wirkung der Krise recht gute Aussichten für Schweizer Wirtschaft 2008
- Erwartung der Nationalbank:
 - à BIP-Wachstum 2008: 1,5% bis 2%
 - à Inflation im Verlauf von 2008 wieder unter 2%
- Gegenwärtiges Zinsniveau in der Schweiz den wirtschaftlichen Umständen angemessen

31

Fazit II

- Aber: grosse Risiken und Unsicherheiten:
 - à Abwärtsrisiken beim Wachstum
 - à Aufwärtsrisiken bei der Inflation
 - à Unsicherheit über weitere Entwicklung
 - à Aufmerksame Beobachtung der Lage wichtig

32