

**Sperrfrist: 2. April 2009, 10.30 Uhr**

## **ENTWICKLUNGEN IN DER AKTUELLEN FINANZKRISE**

PHILIPP M. HILDEBRAND<sup>\*</sup>

VIZE-PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

SWISS FUNDS & ASSET MANAGEMENT FORUM

BERN, 2. APRIL 2009

---

<sup>\*</sup> Der Referent dankt Rita Kobel Rohr für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

## Einschätzung der aktuellen Lage

Die Finanzmarkturbulenzen, die vor rund 20 Monaten ihren Anfang nahmen, haben immer weitere Kreise gezogen. Mittlerweile haben sie sich zur grössten und komplexesten Finanzkrise seit den 1930er Jahren entwickelt. Diese Finanzkrise wirkt sich nun mit voller Wucht auf die globale Realwirtschaft aus. Erstmals in der Nachkriegszeit dürfte im laufenden Jahr die weltweite Produktion von Waren und Dienstleistungen sinken. Der Internationale Währungsfonds (IWF) beispielsweise geht in seiner vor rund drei Wochen veröffentlichten aktualisierten Konjunktüreinschätzung von einem Rückgang des Weltwirtschaftswachstums um 0.5 bis 1.0 Prozent aus.

Bis zum Sommer 2008 hatte sich die globale Konjunkturdynamik eher graduell abgeschwächt. Die Weltwirtschaft war in den vorhergehenden vier Jahren ausserordentlich stark gewachsen. Dies hatte zu einer sehr guten Auslastung der personellen und technischen Kapazitäten geführt. Aus Sicht der Preisstabilität war deshalb eine etwas verlangsamte Gangart der Weltkonjunktur an sich zu begrüssen. Entgegen den Erwartungen vieler Konjunkturbeobachter brachen jedoch der Welthandel und die Industrieproduktion im Endquartal des vergangenen Jahres ein. Einen derartigen Rückgang des Welthandelsvolumens hat es seit 1965 – seit jenem Jahr verfügen wir über die entsprechenden Daten – schlicht noch nie gegeben. Die heutige weltweite Rezession ist gekennzeichnet durch einen plötzlichen konjunkturellen Knick, eine mehr oder weniger zeitgleiche Wachstumskontraktion in allen Ländern, durch verschärfte Finanzierungsbedingungen und das auch in Europa rasche Übergreifen auf den Arbeitsmarkt.

Dieser Konjunkturabschwung spielt sich denn auch innerhalb eines sehr spezifischen Umfeldes ab: Nie zuvor hatte sich in so kurzer Zeit ein so hoher Vermögensverlust eingestellt. Ein massiver Entschuldungsprozess, oder auf Neudeutsch «Deleveraging process», ist im Gange und wird mit grösster Wahrscheinlichkeit noch einige Zeit andauern. Geschäftsbanken, Unternehmungen generell und vor allem Privathaushalte in den USA bauen ihre Verschuldung ab. Die amerikanischen Haushalte sehen sich mit einer wachsenden Arbeitsplatzunsicherheit und einem erhöhten Sparbedarf konfrontiert und fallen deshalb als

wichtige Abnehmer der weltwirtschaftlichen Produktion zu weiten Teilen aus. Und ein Substitut für den US Konsumenten gibt es zumindest kurzfristig nicht.<sup>1</sup>

Nicht hilfreich dabei ist, dass der Immobilienmarkt in den USA, Auslöser der gegenwärtigen Krise, noch kein Gleichgewicht gefunden hat. Die jüngsten Häuserverkaufszahlen weisen zwar auf eine mögliche Bodenbildung hin.<sup>2</sup> Das Angebot an zu verkaufender Häusern ist aber nach wie vor relativ hoch. Ausserdem schränkt der sich deutlich verschlechternde Arbeitsmarkt den Kreis von Haushalten ein, die sich überhaupt ein Haus leisten können. Der Immobilienmarkt der USA dürfte vorerst eine Belastung für die Wirtschaft und das globale Finanzsystem bleiben.

Die Wirtschaft in der EU erlebt eine fast noch dramatischere Abschwächung als diejenige der USA. Die kräftig gesunkene Exportnachfrage, restriktivere Kreditkonditionen sowie Immobilienkrisen in einigen Mitgliedsländern haben die wirtschaftliche Aktivität in der EU sehr deutlich belastet. Zudem sind einzelne Finanzinstitute der EU teilweise stark in den mittelosteuropäischen Mitgliedsstaaten exponiert, die zur Finanzierung ihrer grossen Leistungsbilanzdefizite auf Kapitalzuflüsse angewiesen sind. Im Zuge der globalen Finanzkrise trockneten Kapitalzuflüsse aus und Kapital fliesst nun wieder aus diesen Ländern ab. Einzelne dieser Volkswirtschaften sind in ernsthafte Schwierigkeiten geraten und internationale Institutionen wie der IWF mussten Finanzmitteln bereitstellen.

Nicht nur die bis vor kurzem rasch wachsenden Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas, sondern die Emerging Markets insgesamt konnten sich von den Entwicklungen in den USA und Europa nicht abkoppeln. Die globalen Interdependenzen über die Handels- und Finanzströme sind gross. Während der Exportsektor primär die stark sinkende globale Nachfrage zu spüren bekam, haben sich auch in den Emerging Markets die Finanzierungsbedingungen infolge des wieder gestiegenen Risikobewusstseins verschlechtert.

---

<sup>1</sup> Der massive Rückgang der US-Nachfrage und damit einhergehend der US-Importe widerspiegelt sich in einem rapiden Rückgang des Leistungsbilanzdefizits der USA, das im 4. Quartal 2008 auf 3.7% des BIP fiel. Im 4. Quartal 2005 hatte das Defizit ein Hoch von 6.6% des BIP erreicht.

<sup>2</sup> Allerdings dürften saisonale Faktoren mit zu dieser jüngst positiveren Entwicklung beigetragen haben. Zudem sind in den Hausverkäufen auch Transaktionen aus Zwangsvollstreckungen enthalten.

Als offener Wirtschaftsraum konnte sich die Schweiz dem globalen Konjunkturabschwung erwartungsgemäss nicht entziehen. Wie der Rest der Welt befindet sich unsere Wirtschaft in einer schweren Rezession. Das Bruttoinlandprodukt (BIP) ging im 3. Quartal 2008 gegenüber dem Vorquartal annualisiert um 0.3 Prozent und im 4. Quartal um 1.2 Prozent zurück. Dieser relativ milde Rückgang täuscht über den eigentlichen Einbruch der Endnachfrage hinweg. Die Unternehmen wurden offensichtlich vom rapiden Nachfragerückgang überrascht. Die Produktion konnte nicht so rasch gesenkt werden und es kam zu einer unbeabsichtigten Erhöhung der Lager. Dies hat einen deutlicheren Rückgang des BIP verhindert.

Dieser unfreiwillige Lageraufbau wird aber zumindest in der ersten Hälfte des laufenden Jahres das Schweizer Wirtschaftswachstum belasten. Die jüngsten Konjunkturindikatoren deuten denn auch darauf hin, dass die Wirtschaftsaktivität 2009 sehr deutlich schrumpfen wird. Die Nationalbank erwartet einen Rückgang des BIP zwischen 2.5% und 3.0%. Dies wäre die stärkste Kontraktion seit 1975, als das BIP um 6.7 Prozent zurückging.

## Aussichten

Meine Damen und Herren, die aktuelle Lage ist ausserordentlich ernst. Der Blick in die Zukunft ist aber nicht ohne Hoffnung. Es gibt einzelne Anzeichen, dass die Weltwirtschaft möglicherweise nahe an der konjunkturellen Talsohle sein könnte. Der Weg zu einer Erholung wird aber kaum geradlinig verlaufen, und die Abwärtsrisiken für das Wachstum bleiben gross. Die weltweit massiven Vermögensverluste, sich deutlich verschlechternde Arbeitsmärkte und restriktivere Kreditbedingungen beeinträchtigen die globale Wirtschaftsaktivität. Zudem dürfte es keine nachhaltige konjunkturelle Erholung geben, solange sich das Finanzsystem nicht stabilisiert und wieder gestärkt hat. Als absolut erste wirtschaftspolitische Priorität muss daher gelten, das Vertrauen in das internationale Finanzsystem wieder herzustellen. Das heutige Treffen der Regierungschefs der G-20-Länder markiert einen weiteren wichtigen Schritt in diese Richtung.

Die raschen und dezidierten Massnahmen der Regierungen und Zentralbanken weltweit haben auf einigen Finanzmärkten zu einer Entspannung der Lage geführt. Dennoch kann noch nicht von einer Normalisierung gesprochen werden. Für viele Schuldnerkategorien sind die Finanzierungsbedingungen nach wie vor restriktiv. Auch wird den international aktiven Banken nach wie vor sehr viel Misstrauen entgegengebracht, wie der neuerliche Anstieg der Credit Default Swap Preise in den vergangenen Wochen signalisiert. Demnach wird das Kreditrisiko dieser Banken wieder kritischer beurteilt. Erst in den letzten rund 15 Tagen haben sich diese Preise mehrheitlich etwas zurückgebildet. Der am 23. März vom US Finanzminister vorgestellte Bankenrettungsplan dürfte dazu beigetragen haben. Dieser Plan setzt Anreize für Privatinvestoren, sogenannte toxische Wertpapiere von den Finanzinstituten zu kaufen. Die Bereinigung der Bankbilanzen von diesen Papieren ist ein wichtiger Schritt zur Stabilisierung des Finanzsystems. Der US Plan verfolgt das gleiche Ziel wie das Massnahmenpaket des Bundes zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems, in dessen Rahmen die Nationalbank die Übertragung illiquider Aktiven der UBS an eine Zweckgesellschaft zum überwiegenden Teil finanziert hat.

Beiträge zur Stabilisierung des Finanzsystems ebnen den Boden für eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung. Angesichts der weltweiten und tiefen Rezession ist auch die Geld- und Fiskalpolitik äusserst gefordert. Die zum Teil sehr grossen Fiskalpakete sowie die massiven geldpolitischen Stimuli sollten den Abschwung mildern und zu einer Erholung beisteuern. In Europa, so auch in der Schweiz, leisten diesbezüglich die relativ stark ausgebauten automatischen Stabilisatoren ebenfalls einen wichtigen Beitrag. Stützend könnte sich zudem der Kaufkraftgewinn in den erdölimportierenden Ländern als Folge des verglichen zum Vorjahr deutlich niedrigeren Rohölpreises auswirken. In der kurzen Frist dürften noch Lageranpassungen die wirtschaftliche Aktivität belasten. Das Ende dieser Lageranpassung dürfte im Gegenzug 2010 zu positiven Wachstumsraten beitragen.

Einige der Konjunkturindikatoren, welche eher vorlaufende Eigenschaften haben, lassen den vorsichtigen Schluss zu, dass sich der Rückgang nicht mehr verstärkt. Die Konjunkturlage könnte in der zweiten Jahreshälfte etwas besser werden. So deuten beispielsweise die Einkaufsmanagerindizes für die USA oder für die chinesische Industrie auf eine

Stabilisierung hin, allerdings auf sehr niedrigem Niveau. Auch in Europa haben sich diese Indikatoren zuletzt von ihren Tiefstwerten geringfügig gelöst. Ein ähnliches Signal vermittelt der ifo-Geschäftsklimaindex für die deutsche Wirtschaft. Zwar zeigt er, dass die deutschen Unternehmen von einer weiteren Verschlechterung der Lage im März ausgehen. Doch sind sie im dritten Monat in Folge weniger pessimistisch hinsichtlich der Aussichten. In anderen Worten, wenigstens das zweite Derivat einiger wichtiger Konjunkturdaten gibt Anlass zu etwas Optimismus.

Die Wachstumsrisiken bleiben aber vorerst nach unten gerichtet. Das gleiche dürfte für die Inflationsrisiken gelten:

Wie Sie wissen, hat die globale Nachfrageschwäche seit Mitte 2008 zu deutlich tieferen Rohstoffpreisen geführt. Der gegenwärtig praktisch weltweit zu beobachtende Rückgang der Inflation ist denn auch hauptsächlich auf Energiepreiseeffekte zurückzuführen. Gleichzeitig entwickelt sich die Produktion im In- und Ausland unter ihrem Potenzial und die Arbeitslosenquote dürfte auf ein hohes Niveau steigen. Die Auslastung der Produktionskapazitäten geht zurück und mit ihr – an sich erwünscht – die mittelfristigen Inflationsrisiken.

So geht die Nationalbank davon aus, dass in der Schweiz die Inflation in den Jahren 2010 und 2011 nahe bei Null liegen wird. Sollte sich die Konjunkturlage deutlich schlechter entwickeln als erwartet, besteht das Risiko einer auch in der mittleren Frist negativen Inflation.

## Die Geldpolitik der Nationalbank

Die Nationalbank hat den Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Lage Rechnung zu tragen. Dies bedeutet, dass sowohl Deflation wie auch Inflation vermieden werden sollen. Die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise und

das Risiko einer nachhaltig deflationären Entwicklung gebieten im Rahmen unseres geldpolitischen Konzeptes sehr expansive monetäre Bedingungen.

Bereits letzten Herbst schlug die Nationalbank infolge der zunehmend ungünstigen Konjunkturperspektiven und der auf absehbare Zeit niedrigen Inflation einen geldpolitisch sehr expansiven Kurs ein. Zwischen Oktober und Dezember 2008 reduzierte die Nationalbank den Zielsatz für den Dreimonats-Libor um insgesamt 225 Basispunkte auf nur noch 0.5 Prozent. Allerdings sind seit dem Konkurs der Bank Lehman Brothers im letzten September die Risikoprämien am Schweizer Kapitalmarkt deutlich gestiegen, was die Übertragung des geldpolitischen Impulses auf die Gesamtwirtschaft merklich beeinträchtigt.<sup>3</sup>

Seit der Lagebeurteilung vom Dezember 2008 hat sich die Wirtschaftslage weiter merklich verschlechtert, und die Deflationsrisiken haben sich erhöht. Daraus ergab sich im März 2009 die Notwendigkeit, den geldpolitischen Expansionsgrad zu erhöhen. Ausserdem hat die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit zu einer kräftigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro geführt, was den expansiven Effekt der Zinssenkungen der Nationalbank zumindest neutralisiert hat. Um die monetären Bedingungen weiter zu lockern, sind im gegenwärtigen Umfeld mit Zinsen nahe bei Null aussergewöhnliche Massnahmen erforderlich.

An ihrer Lagebeurteilung vom 12. März hat die Nationalbank daher beschlossen, einen erneuten Rückgang der Zinssätze herbeizuführen und eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Zu diesem Zwecke entschied die Nationalbank, den Dreimonats-Libor um weitere 25 Basispunkte auf 0.25 Prozent zu reduzieren und zusätzliche längerfristige Repo-Geschäfte abzuschliessen. Ferner erwirbt sie Schweizer-Franken-Obligationen privater Schuldner und wirkt so direkt auf die Konditionen auf dem

---

<sup>3</sup> Mit Beginn der Finanzkrise im August 2007 kam es zu Anspannungen an verschiedenen Finanzmärkten. Dies hat unsere Geldpolitik, konkret: die Steuerung des Libor über den Repo-Satz, teilweise erheblich erschwert. Dank dezidiertem und innovativem Vorgehen bei der Umsetzung unserer Geldpolitik ist es der Nationalbank dennoch gelungen, den Libor mit Ausnahme von wenigen Wochen nach dem Konkurs der Bank Lehman Brothers im vergangenen Herbst nahe an der angestrebten Mitte des jeweiligen Zielbandes zu halten und so die Wirtschaft vor einem Anstieg der Risikoprämien am Geldmarkt zu bewahren.

Kapitalmarkt ein. Beim Erwerb dieser Schuldnerpapiere werden wir uns vor allem auf diejenigen Marktsegmente konzentrieren, in denen wir geldpolitisch die grösstmögliche Wirkung erzielen können. Als weitere Massnahme wurde entschieden, Devisen zu kaufen, um eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Die Devisenkäufe führen über die Ausweitung der Franken-Liquidität in unserer Wirtschaft auch zu einer Lockerung der monetären Bedingungen. Diese Strategie werden wir resolut umsetzen, solange dies im Rahmen unseres geldpolitischen Konzeptes und mit Blick auf die Inflationsprognose angebracht ist.

Lassen Sie mich an dieser Stelle noch einmal ganz kurz die Beweggründe für unsere Devisenkäufe erläutern. Angesichts der schweren Rezession der Schweizer Wirtschaft und Zinsen von faktisch Null sind die Devisenkäufe der Nationalbank ein ergänzendes Notinstrument zur Bekämpfung der Deflationsgefahr. Die Inflationsprognose der Nationalbank vom März geht von einer negativen Inflation im laufenden Jahr sowie von einer Null-Inflation in den Jahren 2010 und 2011 aus. Eine neuerliche Aufwertung des Frankens birgt die Gefahr einer nachhaltigen deflationären Dynamik in der Schweiz. Dies gilt es mit allen Mitteln zu verhindern. So soll sichergestellt werden, dass die aktuellen monetären Rahmenbedingungen nicht durch eine weitere Aufwertung des Frankens gestraft werden. Es geht also hier in keiner Weise um eine «beggar thy neighbour» Politik, bei der mit einem schwachen Franken die Schweizer Wirtschaft auf Kosten anderer Länder bevorzugt werden soll. Angesichts der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Finanzkrise besteht jedoch die Gefahr eines erneuten Aufwertungsdrucks auf den Franken. Der Entscheid, Devisen zu kaufen, ist eine Versicherung gegen eine drohende, weitere Aufwertung des Frankens in einem wirtschaftlich sehr schwierigen, von Unsicherheiten geprägten Umfeld. Solange sich dieses Umfeld nicht verbessert und solange die Deflationsrisiken im Rahmen unsers geldpolitischen Konzeptes ersichtlich sind, werden wir an dieser Versicherungsstrategie resolut festhalten.



## Schlussbemerkungen

Momentan erleben wir eine sehr schwierige Periode. Weltweit haben Regierungen und Zentralbanken Massnahmen ergriffen, um das Finanzsystem zu stabilisieren. Ferner verfolgen sehr viele Länder eine nachfragestimulierende Fiskalpolitik. Die Zentralbanken haben rasch und deutlich die Zinsen gesenkt sowie teils ausserordentlich weitgehende Massnahmen getroffen, um den Konjunkturabschwung zu mildern. Diese geballten Massnahmen, davon bin ich fest überzeugt, werden letztlich dazu beitragen, dass die globale Wirtschaft wieder auf den Wachstumspfad einschwenkt.

Auch die Nationalbank hat zu diesem Zweck dezidiert konventionelle wie auch innovative und weitgehende geldpolitische Massnahmen ergriffen. Wir sind uns bewusst, dass der von uns gewählte Weg zur Bekämpfung dieser Krise mit langfristigen Risiken verbunden ist. Gleichzeitig sind wir tief überzeugt, dass der Weg des «zu wenig tun», geschweige denn des «nichts tun» noch mit viel grösseren Risiken verbunden wäre.

Inflationsgefahr ist einstweilen kein Thema. Wenn denn einmal absehbar wird, dass die Schweizer Wirtschaft auf ihren längerfristigen Wachstumspfad zurückfindet, wird die Nationalbank im Gegenzug natürlich keinesfalls zögern, die Ausrichtung der Geldpolitik entsprechend zu korrigieren. Auf diesen Tag, meine Damen und Herren, freuen wir uns. Denn er wird ein Zeichen dafür sein, dass wir das Schlimmste dieser Krise hinter uns haben. Bis dahin steht unser Land zweifelsohne vor grossen Herausforderungen. Die Schweiz ist aber aus einer guten Ausgangsposition in diese schwierige konjunkturelle Situation geraten. Unsere Wirtschaft ist flexibel, innovativ und wettbewerbsfähig. Zudem haben sich gemäss der von der Nationalbank durchgeführten Umfrage im Unterschied zum Ausland die Kreditbedingungen für die Wirtschaft bisher nur wenig verschärft. Der Wohlstand in unserem Land ist hoch, und wir haben ein gut ausgebautes Sozialnetz, sodass wir krisenresistent sein dürften.

Dies soll nicht bedeuten, dass die Zeiten nicht schwierig sein werden. Meine Damen und Herren, ich möchte Ihnen daher folgende Worte von Theodor Roosevelt mit auf den Weg geben, die er in seiner Amtsantrittsrede 1905 geäußert hatte: «Es gibt keinen einzigen triftigen Grund, weshalb wir uns vor der Zukunft fürchten sollten. Aber es gibt tausend gute Gründe, wieso wir der Zukunft ernsthaft begegnen sollten indem wir weder vor dem Ernst der Probleme die Augen verschliessen noch Angst haben, diese Probleme mit unbeugsamen und unerschütterlichen Willen richtig zu lösen.»<sup>4</sup> Uns allen wünsche ich diesen unbeugsamen und unerschütterlichen Willen.

---

<sup>4</sup> Theodore Roosevelt, Amtsantrittsrede, 4. März 1905.