

Referat von Dr. Jean-Pierre Roth,  
Präsident des Direktoriums,  
anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre  
der Schweizerischen Nationalbank vom 17. April 2009

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Die Finanzkrise, die im August 2007 ausgebrochen ist, hat sich im Jahr 2008 ausgeweitet und seit Mitte September deutlich verschärft. Die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die Stabilität des Finanzsystems hat allmählich zu einer Lähmung des Geldmarkts geführt. In den meisten Industrieländern sind Stützungsmaßnahmen getroffen worden, um zum einen die Refinanzierungsbedingungen für die Banken zu verbessern und zum andern die Bilanzen der Banken zu sanieren oder ihr Kapital zu stärken. Die staatlichen Eingriffe haben ein noch nie da gewesenes Ausmass angenommen: Äusserst umfangreiche Garantien wurden gegeben, wichtige Institute unter staatliche Kontrolle gestellt und beträchtliche Risiken des privaten Sektors vom öffentlichen Sektor übernommen.

**Die Schwierigkeiten bei der Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank**

Das schlechtere Funktionieren der Finanzmärkte hat eine Anzahl Probleme für die Umsetzung der Geldpolitik der Nationalbank gebracht. Einerseits hat die vorherrschende Unsicherheit dazu geführt, dass verstärkt Liquidität nachgefragt wurde; andererseits hat der ins Stocken geratene Interbankenmarkt die Versorgung des Marktes mit Franken erschwert. Auf diese beiden Tatsachen musste die Nationalbank mit ausserordentlichen Massnahmen reagieren.

In der Schweiz hat die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit von Anfang an zu einer äusserst grossen Liquiditätsnachfrage seitens der Banken und der Öffentlichkeit geführt. Das Misstrauen, das für die Interbankbeziehungen typisch war, hat einige Institute dazu verleitet, ihre Mittel zu horten. Dieser Trend wurde noch verstärkt, weil verschiedene Banken aufgrund der ausgeprägten Nachfrage des Publikums nach Bargeld weniger gut in der Lage waren, ihren eigenen Liquiditätsbedarf richtig einzuschätzen. Bis

zum Jahresende nahm der Notenumlauf um 11% zu, und die Guthaben der Banken auf den Girokonten bei der Nationalbank waren dreimal so hoch wie vor einem Jahr.

Um die ausserordentliche Nachfrage zu befriedigen, musste die Nationalbank die Laufzeiten und das Volumen ihrer Repo-Transaktionen ausweiten und zusätzlich Liquidität über einen neuen Kanal zuführen, nämlich über Swap-Geschäfte.

In den letzten Jahren waren die Repos das übliche Instrument der Nationalbank für die Umsetzung ihrer Geldpolitik. Bei diesen Transaktionen handelt es sich um Frankenkredite, die den Banken gegen Hinterlegung von Wertpapieren gewährt werden. Die Kredite haben normalerweise eine Laufzeit von einer Woche. Im Jahr 2008 allerdings hat die Nationalbank angesichts der besonderen Bedürfnisse des Marktes die Laufzeit der Kredite mehrmals verlängern und sie bis auf zwölf Monate ausdehnen müssen. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken musste die SNB die Liste der repofähigen Wertpapiere jedoch nicht erweitern, denn sie betreibt bereits eine sehr liberale Politik und akzeptiert erstklassige Wertschriften nicht nur in Schweizer Franken, sondern unter anderem auch in Euro, britischen Pfund und US-Dollar. Der durchschnittliche Bestand an ausstehenden Repos stieg 2008 im Vergleich zum Vorjahr um 53%.

Trotz der Ausweitung unserer Repo-Geschäfte haben die Spannungen am Geldmarkt im Laufe des Jahres zugenommen, da sich das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld stetig verschlechterte. Diese Spannungen erreichten im Herbst ihren Höhepunkt. Eine besondere Herausforderung stellte die starke Frankennachfrage aus osteuropäischen Ländern dar. Einige Banken dieser Länder haben in hohem Ausmass Frankenkredite gewährt und sich dazu am Geldmarkt refinanziert. Da diese Banken über keinen Zugang zu den SNB-Krediten verfügen, gerieten sie in Schwierigkeiten, als der Franken-Geldmarkt austrocknete. Ihre erhöhte Nachfrage nach Schweizer Franken hat die Zinsen für unsere Währung ansteigen lassen – eine Entwicklung, welche die Nationalbank aus geldpolitischer Sicht als unerwünscht erachtete.

Um der Nachfrage der osteuropäischen Banken zu begegnen, ist die SNB die Europäische Zentralbank (EZB) um Unterstützung angegangen. Im Rahmen eines Euro-Franken-Swapabkommens hat die Nationalbank der EZB Franken zur Verfügung gestellt, welche die EZB anschliessend ihren Gegenparteien zuteilte. Ähnliche Abkommen – Euro gegen

Franken – wurden später auch mit der polnischen Zentralbank und der ungarischen Zentralbank geschlossen, um ihnen ein analoges Vorgehen gegenüber den Banken in ihren Ländern zu ermöglichen. Ausserdem hat die Nationalbank im Interesse einer besseren Versorgung des Marktes mit Franken selbst Swaps mit ihren Gegenparteien abgeschlossen. Ende 2008 waren mit drei Zentralbanken und mehreren Geschäftsbanken Swap-Geschäfte im Betrag von 50 Milliarden Franken abgeschlossen worden.

Insgesamt war also die Liquiditätsnachfrage beträchtlich. Die Kredite der Nationalbank haben sich zwischen Ende 2007 und Ende 2008 von 31 Milliarden auf 101 Milliarden Franken mehr als verdreifacht. Parallel dazu hat die SNB am 20. Oktober 2008 zum ersten Mal überhaupt SNB Bills emittiert. Wir wollen damit den Banken eine andere Platzierungsmöglichkeit für ihre Liquidität als das Girokonto bei der SNB anbieten. Zudem verfügen wir damit über ein Instrument, mit dem allenfalls Liquidität in grossem Ausmass wieder abgeschöpft werden kann. Ende 2008 hatte die Nationalbank für insgesamt 24,4 Milliarden Franken SNB Bills emittiert.

Dank der aktiven Liquiditätsbewirtschaftung am Frankenmarkt konnte die SNB den Dreimonats-Libor auf jenem Niveau halten, das sie aus geldpolitischen Gründen anstrebt. Darauf werde ich gleich noch zurückkommen.

### **Die Massnahmen zur Konsolidierung der UBS**

Bereits im Herbst 2007 war sich die Nationalbank bewusst geworden, dass die Finanzmarkturbulenzen eine besondere Bedrohung für die beiden Schweizer Grossbanken darstellten. Deshalb hatte die SNB von Anfang an ihre Kontakte zur Eidgenössischen Bankenkommission (EBK, heute Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA) intensiviert, um eine kontinuierliche Überwachung der beiden Institute sicherzustellen. Aufgrund der zunehmenden Anfälligkeit der UBS planten wir ab Frühjahr mehrere Massnahmen, welche die Bank vor den Auswirkungen der grossen Zahl illiquider Aktiven in ihrer Bilanz schützen sollten. Schliesslich sah sich die UBS im Herbst, als der Konkurs der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers eine völlige Austrocknung des Interbankenmarkts nach sich gezogen hatte, zunehmenden Refinanzierungsschwierigkeiten gegenüber und musste mit substantziellen Verlusten fertig werden. Nach Ansicht der EBK war eine Konsolidierung dringend nötig, um eine rasche Verschlechterung der Lage und damit einen grossen

Schaden für die Stabilität des gesamten Bankensystems und für die Schweizer Wirtschaft generell zu verhindern.

In diesem Umfeld bereitete die Nationalbank in enger Zusammenarbeit mit der EBK und dem Bund die Massnahme vor, über welche die Öffentlichkeit am 16. Oktober informiert wurde.

Es wäre nicht angezeigt, hier nochmals auf eine Transaktion einzugehen, die von den Medien bereits eingehend diskutiert wurde und in unserem Jahresbericht erläutert ist. Als wir diese Massnahme in Angriff nahmen, waren wir uns der Risiken sehr wohl bewusst, die vom zu übernehmenden Wertschriften-Portfolio ausgehen. Nach Ansicht der SNB gab es jedoch für diese Risiken einen angemessenen Ausgleich in Form der Beteiligung der UBS an allfälligen Verlusten und vor allem in Form des Gewinns für die Allgemeinheit, der durch die Stabilisierung der grössten Schweizer Bank entstand. Der Entscheid der Nationalbank stützte sich somit einzig auf Überlegungen im Zusammenhang mit der Stabilität des Finanzsystems.

Die Massnahme der SNB wird erst in ein paar Jahren abschliessend beurteilt werden können. Falls sie am Ende einen Gewinn abwirft, wird man sich vielleicht fragen, ob sie wirklich nötig gewesen sei. Falls aber Verluste entstehen, wird man zum Schluss kommen, dass mit dieser Massnahme das Schlimmste hat verhindert werden können. Wie sich das finanzielle Ergebnis auch präsentieren wird – man darf nicht vergessen, dass der Eingriff aus einem einzigen Grund erfolgte, nämlich um zu verhindern, dass die Unsicherheit über den Wert illiquider Aktiven bei der UBS diese Bank – und damit unser Finanzsystem und unsere ganze Wirtschaft – destabilisiere.

Wenn öffentliche Mittel für die Konsolidierung der Finanzstabilität herangezogen werden, müssen die Regeln an den Finanzmärkten so angepasst werden, dass ein ähnliches Ereignis nicht mehr vorkommt. So hat die Nationalbank denn die Forderung der EBK nach einer graduellen Verbesserung der Eigenmittelausstattung unserer Grossbanken, nach einer Begrenzung des Niveaus ihrer Schulden und nach einer Reform ihres Entlohnungssystems dezidiert unterstützt. Überdies arbeitet die Nationalbank zurzeit mit der FINMA an einer Verschärfung der Liquiditätsanforderungen. Wie ich Ihnen letztes Jahr schon darlegte, ist es das gute Recht unseres kleinen Landes, besondere Bedingungen festzulegen, um

Systemrisiken, die durch die beiden auf unserem Territorium angesiedelten internationalen Grossbanken entstehen, zu begrenzen. Der Bundesrat und die EBK sind sich dieser Tatsache klar bewusst geworden und haben die nötigen vorbeugenden Massnahmen ergriffen. Für die Zukunft muss abgeklärt werden, ob ein gesetzlicher Rahmen und organisatorische Massnahmen zur geordneten Liquidation systemisch relevanter Banken zweckmässig sind.

### **Die Ausweitung der Krise auf die Realwirtschaft**

Ein Übergreifen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft war unausweichlich. Dabei hatte das Jahr 2008 gut begonnen. Unser Land kannte ein hohes Wirtschaftswachstum und einen starken Zustrom ausländischer Arbeitskräfte. In den ersten drei Quartalen 2008 betrug das Wachstum gegenüber den entsprechenden Vorjahresquartalen 2,4%. Es wurde durch alle Nachfragekomponenten gestützt, wobei der Bau eine Ausnahme bildete.

Die Lage veränderte sich Anfang Herbst völlig. Die Schwierigkeiten an den internationalen Kreditmärkten und die zunehmende Unsicherheit führten zu einem Einbruch des Welthandels und einem allgemeinen Wachstumsrückgang an unseren Exportmärkten, wobei die meisten unserer Handelspartner sogar in eine Rezession glitten. Im vierten Quartal sank unser Bruttoinlandprodukt um 1,2% und die Arbeitslosigkeit, deren Rate mit 2,5% sehr tief gewesen war, begann wieder zu steigen. An der Lagebeurteilung vom Dezember kündigte die Nationalbank für 2009 einen voraussichtlichen Rückgang des BIP von -0,5% bis -1% an. Im März korrigierte die SNB diese Prognose aufgrund der neusten Daten nach unten, und zwar auf -2,5% bis -3%.

### **Die Reaktion der Nationalbank**

Im Herbst 2008 mussten wir somit eine brutale Umkehr des Wirtschaftszyklus und aufgrund der kräftigen Preiskorrektur bei den Rohstoffen eine spektakuläre Änderung der Inflationperspektiven beobachten. Während im Juli die Inflation noch 3,1% betrug, war die Preisstabilität bereits im November wiederhergestellt.

Diese Veränderung hat die Nationalbank dazu veranlasst, ihre Geldpolitik rasch und kräftig zu lockern. So haben wir das Zielband für den Dreimonats-Libor zwischen Oktober 2008 und März 2009 insgesamt fünfmal gesenkt und den Geldmarktsatz von 3% auf 0,25% reduziert. Die markante Lockerung der geldpolitischen Zügel hatte zum Ziel, die

Kreditkonditionen zu verbessern und Frankenanlagen unattraktiv zu machen. Das Wachstum des Kreditvolumens in der Schweiz setzte sich zwar fort, flachte sich aber ab, und die den Schuldern gewährten Kreditlimiten wurden weniger stark beansprucht. Bis jetzt deutet die Situation am Kreditmarkt eher auf einen Nachfragerückgang und auf leicht restriktivere, der konjunkturellen Verschlechterung zuzuschreibende Kreditkonditionen hin als auf eine eigentliche Kreditverknappung (credit crunch). Allerdings haben wir festgestellt, dass sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen am Kapitalmarkt wegen der allgemeinen Unsicherheit und des Liquiditätsmangels deutlich verschärft haben. Aus diesem Grund haben wir am 12. März beschlossen, in jenen Marktsegmenten zu intervenieren, welche die markantesten Ungleichgewichte aufwiesen.

In dieser heiklen, von der Verschlechterung der Situation am Kreditmarkt geprägten Phase hat sich die Geldpolitik der Nationalbank als besonders zweckmässig erwiesen. Im Gegensatz zu den meisten anderen Zentralbanken hat die Nationalbank die Stabilisierung eines Marktsatzes, des Libors für dreimonatige Anlagen in Franken, zum Ziel, der als Referenz für zahlreiche kommerzielle Zinssätze dient. Die Nationalbank verwendet also nicht einen Zinssatz als operationelles Ziel, der lediglich für die kurzfristige Refinanzierung der Banken bei der Zentralbank relevant ist. Die SNB hat dank der festen Kontrolle über den Libor den Schweizer Markt vor einer Verschlechterung der Kreditbedingungen, wie sie an ausländischen Märkten zu beobachten war, schützen können. So hat sich das Gefälle zwischen dem Libor für dreimonatige Anlagen in Euro und dem Libor für dreimonatige Anlagen in Franken, das normalerweise bei 1,5 Prozentpunkten lag, auf 2,2 Prozentpunkte im Jahr 2007 und auf 2,7 Prozentpunkte im Jahr 2008 erhöht. Unsere Politik, den Dreimonats-Libor zu stabilisieren, hat uns somit erlaubt, die Schweizer Wirtschaft teilweise von den Auswirkungen der Finanzkrise abzusichern.

Leider ist die Lockerung der monetären Bedingungen, die wir seit letztem Herbst mit der Senkung des Libors angestrebt hatten, durch die stete Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weitgehend ausgeglichen worden. Unsere Währung hat sich zwischen Oktober 2008 und März 2009 gegenüber dem Euro um fast 10% aufgewertet. Dies war angesichts des raschen Rückgangs der Inflation und des weltweiten Nachfrageeinbruchs ganz besonders unwillkommen. Die Nationalbank wollte verhindern, dass die kontinuierliche Aufwertung des Frankens die Wirkung ihrer Politik der tieferen Zinsen zunichte macht.

Deshalb haben wir am 12. März beschlossen, das Libor-Zielband nochmals herabzusetzen und gleichzeitig Devisen am Markt zu kaufen, um einen erneuten Anstieg des Frankenkurses gegenüber dem Euro zu verhindern und der Wirtschaft zusätzliche Liquidität zuzuführen. Die Deflationsrisiken erforderten eine dezidierte Reaktion. Wir werden an dieser Strategie festhalten, solange solche Risiken fortbestehen.

Nach fünfzehn Jahren hat also die Nationalbank zum ersten Mal wieder am Devisenmarkt intervenieren müssen. Es geht aber nicht darum, unser traditionelles Konzept einer unabhängigen Geldpolitik, die das Ziel der Preisstabilität verfolgt, umzukrempeln. Es handelt sich eigentlich nur um eine Anpassung bei der Umsetzung dieses Konzepts, die dem Umstand Rechnung trägt, dass die Zinssätze momentan praktisch bei Null liegen und dass der Franken wieder die Rolle einer Fluchtwährung spielt. Ganz im Gegensatz zu dem, was aus einigen Kommentaren hervorgeht, bedeutet die Bekämpfung des Franken-Anstiegs gegenüber dem Euro nicht, dass eine wettbewerbsorientierte Abwertungspolitik betrieben wird; diese wäre auf die Dauer den Interessen unseres Landes ohnehin nur abträglich. Die Devisenkäufe sind ein wichtiges operationelles Element, das der Nationalbank unter den gegebenen Umständen ermöglicht, ihren Auftrag in Bezug auf die Preisstabilität zu erfüllen oder, anders gesagt, unsere Wirtschaft vor Inflation wie Deflation zu schützen.

### **Die Aussichten für 2009**

Das Jahr 2009 wird vom stärksten Rückgang des Bruttoinlandprodukts seit 1975 geprägt sein. Der Exportmotor wird nur auf niedrigen Touren laufen, und das mangelnde Vertrauen der Unternehmer wird die Nachfrage nach Investitionen dämpfen. Es ist auch davon auszugehen, dass der Konsum schrittweise zurückgehen wird, da die Unsicherheit über die Entwicklung der Kaufkraft der privaten Haushalte wachsen wird. Die Aussichten sind also ziemlich düster.

Die Schweiz ist kein Einzelfall: Alle Industrieländer sehen sich einer Verschlechterung der konjunkturellen Lage gegenüber, insbesondere, wenn sie einen regen Aussenhandel betreiben.

Wir dürfen jedoch getrost davon ausgehen, dass wir für diese Situation relativ gut gewappnet sind, denn:

- Die Schweiz verfügt über eine Exportindustrie, die sowohl in preislicher wie auch in technologischer Hinsicht wettbewerbsfähig ist.
- Unsere Unternehmen haben in den letzten Jahren gute Ergebnisse erzielt, und ihre Finanzen sind gesund.
- In der Schweiz entstand im Unterschied zu anderen Ländern in den vergangenen Jahren keine Immobilienblase.
- Unsere Wirtschaftsstruktur beruht auf kleinen und mittleren Unternehmen, was uns den Vorteil der Flexibilität verschafft.
- Die Finanzen der öffentlichen Hand sind saniert und die Zahlungsbilanz ist in einem soliden Zustand.

Aus diesen Gründen gehen wir davon aus, dass sich unsere Wirtschaft wieder erholen wird, wenn die internationale Konjunktur die Talsohle überwunden hat. Der Internationale Währungsfonds prognostiziert im Gefolge einer Erholung in den USA für Europa einen konjunkturellen Aufschwung ab 2010. Bei uns gibt es da und dort Anzeichen einer Stabilisierung, und der Rückgang des BIP dürfte in näherer Zukunft allmählich an Intensität verlieren. Allerdings wird voraussichtlich erst nächstes Jahr eine eigentliche Wende eintreten. Die Erholung wird langsam vor sich gehen, denn die gegenwärtigen Schwierigkeiten sind nicht einfach zyklischer Natur. Sie sind auch die Folge einer tiefen Vertrauenskrise hinsichtlich der Widerstandskraft des Finanzsektors und des zukünftigen Wachstumspotenzials der Weltwirtschaft.

Angesichts des Nachfrageeinbruchs haben sich alle Länder für eine expansive Geld- und Finanzpolitik entschieden. Massive Zinsreduktionen wurden beschlossen, und für einige Ankurbelungsprogramme mussten ansehnliche Summen gesprochen werden. Dies hat die Staatsverschuldung erhöht. Solche Massnahmen sind in einer Notsituation absolut angebracht. Wir dürfen allerdings nicht vergessen, dass die heutigen Schwierigkeiten mit grosser Wahrscheinlichkeit die Folge einer zu hohen Verschuldung und einer zu akkomodierenden Geldpolitik sind, beides Faktoren, welche die übertriebene Entwicklung der Weltwirtschaft seit dem Jahr 2000 zusätzlich angetrieben haben. Es ist paradox, dass



zur Bekämpfung der Rezession heute dieselben Stimulatoren eingesetzt werden, mit denen man in der Vergangenheit Missbrauch getrieben hat.

Sobald die Konjunktur wieder in Gang gekommen ist, wird also die grosse politische und ökonomische Herausforderung darin bestehen, die nötigen korrigierenden Massnahmen zu treffen, um eine ausgewogenere Entwicklung der Weltwirtschaft sicherzustellen. Das Wachstum wird im Vergleich zu früheren Jahren vielleicht weniger beeindruckend, dafür umso nachhaltiger sein. Was die Nationalbank anbelangt, ist sie sich bewusst, dass sie zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität in der Schweiz das monetäre Gleichgewicht wiederherstellen und rechtzeitig überschüssige Liquidität abschöpfen muss. Sie hat den klaren Willen, dies zu tun, und verfügt auch über die geeigneten Mittel dazu.

\*\*\*\*\*

Die Weltwirtschaft ist in eine leidvolle Phase eingetreten, in der sie sich neu orientieren muss. Diese Phase wird gekennzeichnet sein von schwachem Wachstum und hoher Arbeitslosigkeit. Die Schweizer Wirtschaft ist international eng verflochten und wird sich diesen Schwierigkeiten nicht entziehen können. Die Nationalbank hat rasch auf die Verschlechterung der Wirtschaftslage reagiert. Viele hoffen, dass die Geldpolitik unser Land vor den Turbulenzen im Ausland bewahren werde. Wir können diese Erwartung nicht erfüllen. Die Nationalbank hat im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags ihr Möglichstes getan. Wir wissen, dass 2009 für unsere Wirtschaft ein schwieriges Jahr werden wird, und 2010 höchstwahrscheinlich auch, denn selbst nach der Überwindung der Talsohle werden unsere Produktionskapazitäten immer noch viel zu wenig ausgelastet sein.

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

In diesem anspruchsvollen Umfeld benötigen wir einmal mehr die Unterstützung jedes Einzelnen, insbesondere jene unserer Aktionärinnen und Aktionäre. Wir danken Ihnen für Ihre treue Unterstützung und das Interesse, das Sie der Tätigkeit der Nationalbank im vergangenen Jahr entgegengebracht haben.