

**Sperrfrist: Montag, 17. März 2008, 19.00 Uhr**

## **Schweizer Perspektiven und globales Geschehen**

**Keynote**

**von**

**Jean-Pierre Roth**

**Präsident des Direktoriums**

**der**

**Schweizerischen Nationalbank**

**ICON-Roadshow EURO 2008, Frankfurt**

**Montag, 17. März 2008**

---

Der Referent dankt Frau Dr. Eveline Ruoss, Organisationseinheit Konjunktur der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

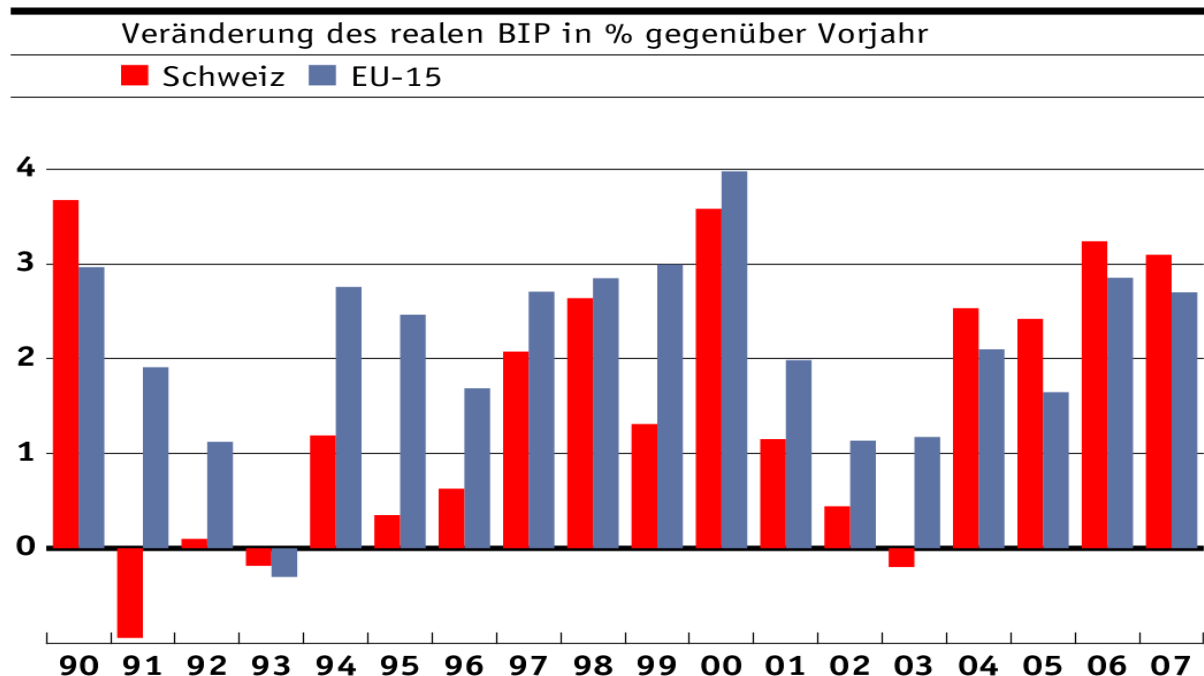
Sehr geehrte Damen und Herren

Es freut mich sehr, heute Abend in Ihrem Kreis sprechen zu dürfen. Das Thema "Globale Finanzmärkte – wie weiter" ist vor dem Hintergrund der seit Monaten anhaltenden Finanzmarkturbulenzen so aktuell wie kaum zuvor und für die Schweiz mit ihrem grossen, international vernetzten Finanzplatz von besonderer Bedeutung. Ich werde auf die Herausforderungen, die von den globalen Finanzmärkten ausgehen, im letzten Teil meiner Ausführungen näher eingehen. Zuvor möchte ich Ihnen einen kurzen Überblick über die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz in den letzten knapp 20 Jahren geben.

## 1. Stagnation und Aufschwung

Grafik 1

### Wirtschaftswachstum 1990-2007



Grafik 1 zeigt das Wirtschaftswachstum seit 1990 in der Schweiz und in der EU-15, unserem wichtigsten Handelspartner. Die roten Säulen stellen die jährliche Veränderung des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) für die Schweiz und die blauen Säulen die entsprechende Ent-

wicklung für die EU-15 dar. Auffallend ist zunächst das schwache Wirtschaftswachstum in der ersten Hälfte der 1990er Jahre. Es waren dies in der Tat keine einfachen Zeiten. Im Durchschnitt der Jahre 1991-1996 betrug das Wirtschaftswachstum in der Schweiz lediglich 0,2%. Die Arbeitslosenquote stieg stark an und erreichte zeitweise mit mehr als 5% einen für schweizerische Verhältnisse sehr hohen Stand. Gleichzeitig sahen wir eine massive Verschlechterung der Staatsfinanzen.

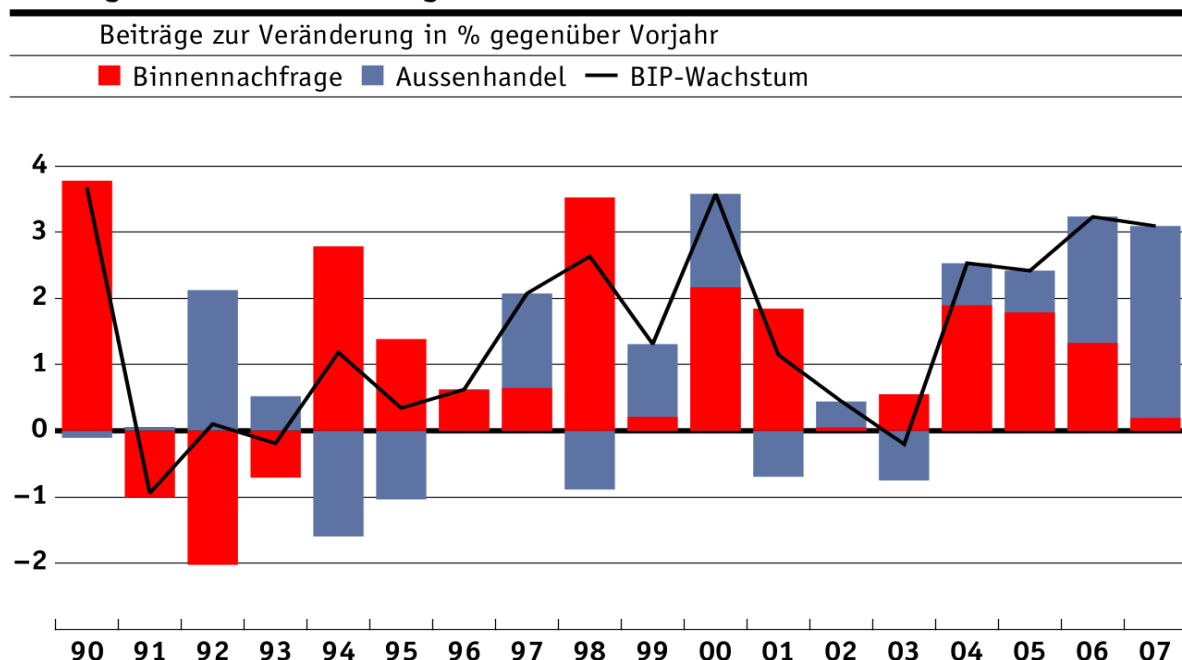
Wie Sie aus der Grafik 1 entnehmen können, begann sich die wirtschaftliche Lage in der Schweiz ab 1996 zu bessern. Im Jahre 2003 setzte ein bemerkenswerter Aufschwung ein, der bis heute anhält, auch wenn in jüngster Zeit die konjunkturelle Unsicherheit zugenommen hat. In den Jahren 2004 bis 2007 stieg das reale BIP der Schweiz um 2,8% pro Jahr und wuchs damit deutlich stärker als das BIP der EU-15. Gleichzeitig blieb die an den Konsumentenpreisen gemessene Teuerung mit 1% pro Jahr gering.

Wie kam dieser Erfolg zustande? Drei Umstände haben ihn zweifellos begünstigt. Dazu gehört zunächst die starke Lockerung der Geldpolitik zwischen 2001 und 2003, mit der wir die deflationären Tendenzen nach dem Platzen der Dot.com-Krise bekämpften. Der zweite Faktor war die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro und der dritte Faktor schliesslich der eindruckliche Aufschwung der Weltwirtschaft, welcher der Schweizer Exportwirtschaft zusammen mit dem tieferen Frankenkurs kräftig Auftrieb gab.

Grafik 2 zeigt die Entwicklung des BIP seit 1990, aufgeteilt diesmal nach Binnennachfrage und Aussenhandel. Die roten Flächen zeigen den Beitrag der Binnennachfrage zum Wirtschaftswachstum und die blauen Flächen den entsprechenden Beitrag des Aussenhandels, d.h. der Differenz zwischen Exporten und Importen von Gütern und Dienstleistungen. Die schwarze Linie zeigt die jährliche prozentuale Veränderung des BIP.

Grafik 2

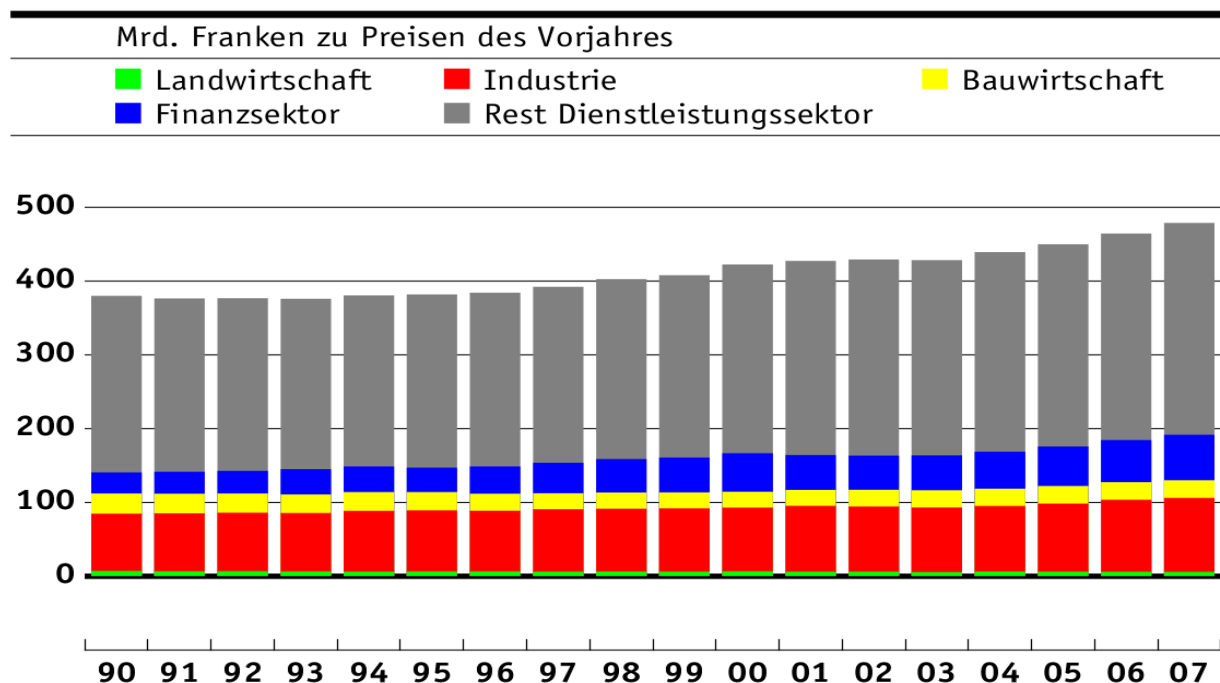
## Beitrag der Binnennachfrage und des Aussenhandels zum BIP-Wachstum



Wie Sie sehen, wurde das Wirtschaftswachstum in den letzten vier Jahren in bedeutendem Masse vom Überschuss im Aussenhandel getrieben. Im Exporterfolg widerspiegelte sich – wie gesagt – zum Teil die prosperierende Weltwirtschaft und die Abschwächung des Franken. Die Grundlage dafür schuf indessen die erfolgreiche Teilnahme der Schweizer Unternehmen am Globalisierungsprozess. Dies widerspiegelt sich unter anderem in der stark gestiegenen Präsenz von Schweizer Unternehmen in den neuen dynamischen Märkten Osteuropas, Asiens und Lateinamerikas. Ein bedeutendes Vehikel dafür waren vermehrte Direktinvestitionen in diesen aufstrebenden Regionen. Bemerkenswert ist dabei, dass dieses verstärkte Auslandsengagement nicht zulasten des Produktionsstandorts Schweiz erfolgte, sondern dieser davon insgesamt profitierte. Dies zeigt sich unter anderem im Beschäftigungswachstum am Standort Schweiz. So hat die Zahl der Erwerbstätigen von 1997 bis 2007 um insgesamt 460'000 Personen oder durchschnittlich gut 1% pro Jahr zugenommen, während die Arbeitslosenquote von 4,8% auf 2,8% gesunken ist.

Grafik 3

### Anteile der Wirtschaftssektoren am BIP



Wie andere Industrieländer hat auch die Schweizer Wirtschaft seit 1990 einen Strukturwandel erfahren. Grafik 3 illustriert dies. Die Summe der Säulen entspricht dem realen Bruttoinlandsprodukt in Milliarden Franken. Die untersten – kaum mehr sichtbaren grünen Flächen – zeigen den Anteil der Landwirtschaft, die roten Flächen den Anteil der Industrie und die gelben Flächen denjenigen der Bauwirtschaft. Demgegenüber widerspiegeln die blauen Flächen den Anteil des Finanzsektors, d.h. der Banken und Versicherungen, und die grauen Flächen den gesamten Rest des Dienstleistungssektors, darunter die grossen Bereiche der öffentlichen Verwaltung und des Bildungs- und Gesundheitssektors.

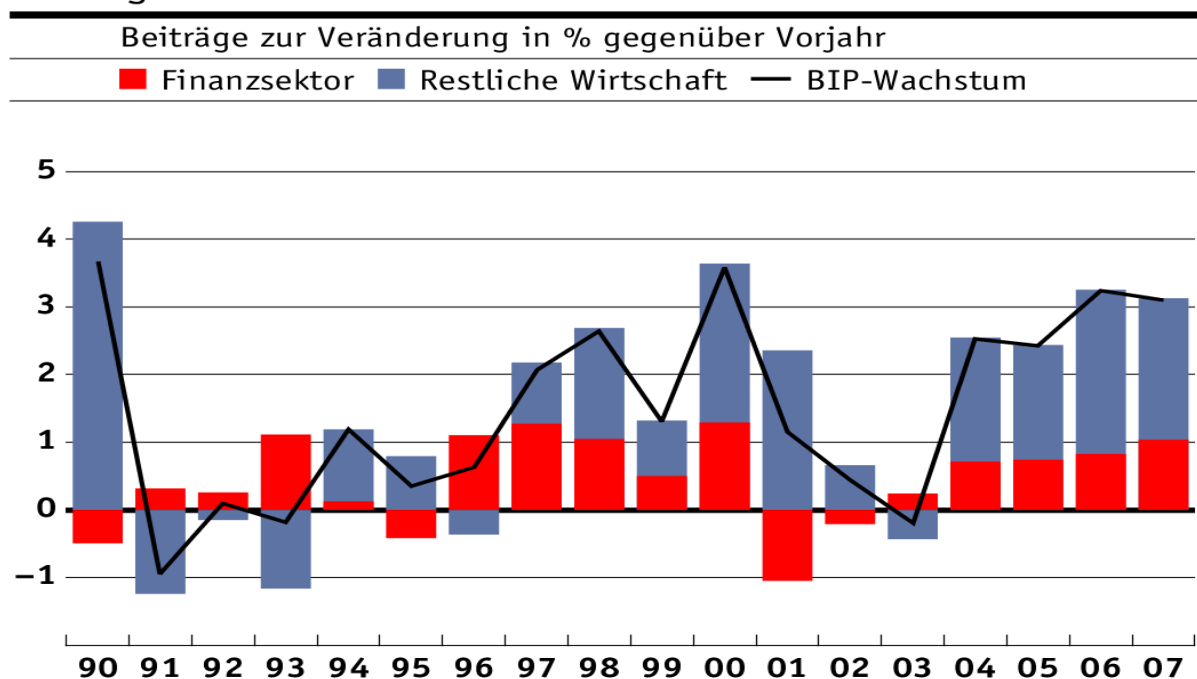
Kaum überraschend hat sich die Wirtschaftsstruktur seit 1990 weiter in Richtung Dienstleistungen verschoben, eine Entwicklung, die in allen Industrieländern zu beobachten ist: Der erste und zweite Sektor hat Anteile verloren, während die Dienstleistungsbranchen entsprechend an Bedeutung gewonnen haben. Interessanter ist die Entwicklung der Banken und Versicherungen. Ihr Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung stieg von 7,5% im Jahre 1990 auf knapp 13% im Jahre 2007. Damit ist der Anteil des Finanzsektors am BIP

in der Schweiz zwei- bis dreimal grösser als in anderen europäischen Ländern mit Ausnahme von Luxemburg.

Die grosse Bedeutung des Finanzsektors für die Schweizer Volkswirtschaft zeigt sich auch in Grafik 4, die dessen Beitrag zum BIP-Wachstum zusammen mit dem Beitrag der restlichen Wirtschaft abbildet. Wie Sie sehen, hatte der Finanzsektor oft einen starken Einfluss auf das BIP-Wachstum. Ferner fällt auf, dass er in einigen Jahren auch die Richtung der BIP-Veränderung diktiert hat. Dies war beispielsweise im Jahre 2001 der Fall, als das BIP-Wachstum allein infolge der rückläufigen Wertschöpfung im Finanzsektor stark gesunken ist.

**Grafik 4**

### Beitrag des Finanzsektors zum BIP-Wachstum



In den letzten vier Jahren hat der Finanzsektor erneut in bedeutendem Masse zum Wirtschaftswachstum beigetragen. Eine wichtige Stütze war das weltweit florierende Börsen- und Kreditgeschäft, das den Banken hohe Kommissions- und Zinseinnahmen bescherte. Die international operierenden Schweizer Grossbanken, auf die fast 80% der gesamten Aktiven des Bankenplatzes Schweiz entfallen, erzielten dabei einen erheblichen Teil ihrer Einnahmen mit ausländischen Kunden. Dies wiederum widerspiegelt sich in den stark gestiegenen

schweizerischen Dienstleistungsexporten, die namhaft zum schweizerischen Aussenhandelsüberschuss beitrugen. Sie sehen daraus aber auch, dass die Schweizer Volkswirtschaft gegenüber einer Verschlechterung der Lage auf den Finanzmärkten in besonderem Masse exponiert ist.

## **2. Aufschwung und Reformen**

Es stellt sich natürlich die Frage, ob die gute Performance, mit der die Schweizer Volkswirtschaft in den letzten vier Jahren aufgewartet hat, Bestand haben wird oder ob sie bloss den erwähnten glücklichen Umständen zu verdanken ist. Ich bin ziemlich optimistisch. Vieles spricht dafür, dass in der Schweiz in den letzten Jahren Kräfte wirksam wurden, die das Wirtschaftswachstum langfristig fördern werden. Einen Anfang machte das "Revitalisierungsprogramm" des Bundes, das nach der Ablehnung des Beitritts zum EWR im Jahre 1992 ergriffen wurde. Es umfasste ein Bündel von Massnahmen, welche die Abschottung der inländischen Märkte bekämpfen, Wettbewerbshindernisse abbauen und den Wirtschaftsstandort Schweiz stärken sollten.

Zu den wichtigsten Reformen gehörten die Verschärfung des Kartellgesetzes und die Schaffung eines Bundesgesetzes über den Binnenmarkt. Eine weitere Massnahme bildete die Aufnahme von Verhandlungen mit der EU. Aus diesen Verhandlungen resultierten bekanntlich zwei Pakete von bilateralen Abkommen, die ein weites Feld von Themen abdecken. Sie wurden in den Jahren 2000 und 2005 vom Schweizer Stimmvolk mit einer klaren Mehrheit angenommen. Von besonderer Bedeutung sind dabei das System einer grenzüberschreitenden Zinsbesteuerung sowie die Einführung der Personenfreizügigkeit, die nach einer Übergangsphase im Juni 2007 gegenüber der EU-15 voll in Kraft trat.

Bei der Umsetzung der marktwirtschaftlichen Reformen gab es auch Rückschläge, wie zum Beispiel bei der Deregulierung des Elektrizitätsmarktes, die nur zögerlich erfolgte. Auch in anderen Bereichen hätten einige eine raschere Gangart gewünscht. Wichtiger als das Tempo scheint mir allerdings, dass die Bevölkerung in den letzten Jahren eine grosse Offenheit und

Bereitschaft zum Wandel gezeigt hat. Dies kam in der Annahme der bilateralen Verträge mit der EU wie auch bei der Sanierung der Staatsfinanzen zum Ausdruck, die nach dem rasanten Anstieg der Staatsschuld in den 1990er Jahren nötig wurde.

Ein bedeutender Schritt zur Sanierung der Bundesfinanzen war die im Jahre 2001 auf Verfassungsebene eingeführte Schuldenbremse. Diese verlangt, dass auf Bundesebene der Höchstbetrag der Ausgaben an die geschätzte Höhe der konjunkturbereinigten Einnahmen gebunden wird. Damit soll erreicht werden, dass die Defizite in den Rezessionsphasen durch entsprechende Überschüsse in den Aufschwungsphasen ausgeglichen werden. Dieses Instrument stärkte dem Bund den Rücken für eine Sanierungsstrategie, dank der bis zum Jahre 2007 das strukturelle Defizit beseitigt und die Bundesschuld reduziert werden konnte.

### **3. Störung durch die Finanzmarkturbulenzen**

Lassen Sie mich nach diesem optimistischen Bild der Schweizer Volkswirtschaft auf ein weniger erfreuliches Thema zu sprechen kommen. Nach einem mehrjährigen globalen Wirtschaftsaufschwung und einer bemerkenswerten Stabilität an den internationalen Finanzmärkten sind wir seit Mitte 2007 mit ernststen Problemen an den Finanzmärkten konfrontiert. Das Drehbuch ist inzwischen wohlbekannt. Im Sommer 2007 brach auf dem amerikanischen Hypothekenmarkt eine bedrohliche Krise aus. Vor dem Hintergrund sinkender Immobilienpreise war eine neue und bedeutende Kategorie von Hypothekarschuldnern mit einer vergleichsweise schlechten Bonität – die sogenannten Subprimes – teilweise nicht mehr in der Lage, die Schulden zu bedienen. Die Kreditausfallquote stieg stark an und die auf verbrieften Subprime-Hypotheken basierenden Finanzinstrumente verloren massiv an Wert.

Neben amerikanischen Finanzinstituten hatten auch viele europäische Institute in grossem Stil in den Subprime-Hypothekenmarkt investiert, darunter auch bedeutende schweizerische Banken. Die Kreditkrise führte bei diesen Instituten nun zu massiven Abschreibungen, teilweise verbunden mit hohen Quartalsverlusten.



Eine weitere, dramatische Auswirkung ergab sich auf den internationalen Geldmärkten. Meldungen und Gerüchte über Verluste und Abschreibungen bei international tätigen Finanzinstituten führten Anfang August unter den Banken zu einem abrupten gegenseitigen Vertrauensverlust und zu einer Verunsicherung über die eigene Liquiditätslage. Als Folge davon begannen die Banken Liquidität zu horten und grosse Zurückhaltung bei der gegenseitigen Kreditgewährung zu üben. Die Risikoprämien an den internationalen Geldmärkten schnellten in die Höhe, der Markt für unbesicherte Interbank-Kredite brach ein und jener für Devisenswaps trocknete phasenweise aus. Der Liquiditätsengpass manifestierte sich zunächst im US-Dollar-Geldmarkt und übertrug sich danach auf die Geldmärkte anderer Währungen.

Die schockartige Übertragung der Probleme des amerikanischen Hypothekenmarkts auf die Geldmärkte brachte die Zentralbanken auf den Plan. Die Schweizerische Nationalbank versorgte den Geldmarkt am 9. August als erste Zentralbank mit zusätzlicher Liquidität. Auch in den folgenden Monaten stellten wir dem Bankensystem immer wieder grosszügig Mittel zur Verfügung und führten zur Stabilisierung der kurzfristigen Geldmarktzinsen vermehrt Feinsteuerungsoperationen durch.

Rasch spielte indessen auch die Zusammenarbeit unter den Zentralbanken. So führten die Bank von Kanada, die Bank von England, die EZB sowie die amerikanische Zentralbank im vierten Quartal konzertierte Massnahmen zur Beruhigung der Lage an den Geldmärkten durch, an denen sich auch die Nationalbank beteiligte. Im Dezember stellten zudem die EZB und die SNB den Banken über das Jahresende Liquidität in US-Dollar zur Verfügung, die sie mittels Dollarswaps von der amerikanischen Zentralbank erworben hatten. Weitere konzertierte Interventionen wurden letzte Woche angekündigt.

Nach einer Phase fragiler Ruhe ist am Geldmarkt in letzter Zeit wieder Nervosität aufgekommen. Es ist allen klar, dass die Folgen der Finanzmarkturbulenzen noch nicht ausgestanden sind. So herrscht über das Ausmass der Verluste bei vielen international tätigen Banken nach wie vor grosse Unsicherheit. Gleichzeitig mehren sich die Sorgen über die möglichen negativen Rückwirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf das globale Wirtschaftswachstum.

Die Schweiz ist von dieser Entwicklung gleich in mehrfacher Weise betroffen. Im Blickpunkt stehen zunächst die Verluste von Grossbanken, die in einem Fall eine Rekapitalisierung nötig machten. Die Probleme beschränken sich indessen auf einzelne Finanzinstitute. Das Gros der Schweizer Banken kann weiterhin einen sehr guten Leistungsausweis vorzeigen.

Als zweites wird die teilweise bereits eingetretene Abschwächung der internationalen Konjunktur an der Schweizer Volkswirtschaft nicht spurlos vorübergehen. Zwar zeigt sich die Binnenwirtschaft dank der robusten Beschäftigungsentwicklung und der steigenden Einkommen bis heute in einer sehr guten Verfassung. Der Exportsektor wird indessen die Verlangsamung der internationalen Konjunktur zu spüren bekommen. Zu den besonders betroffenen Branchen gehören die Banken. Sie leiden insbesondere unter der Börsenflaute und werden dieses Jahr kaum mehr an die hervorragenden Ergebnisse der Vorjahre anknüpfen können.

Für die Schweiz kommt – als drittes – der Wechselkurs ins Spiel. Nach fast vier Jahren, in denen der Franken gegenüber dem Euro zur Schwäche neigte, hat der Trend im Herbst 2007 gekehrt, und der Franken hat seither deutlich an Wert gewonnen. Zuletzt notierte er bei 1,57 Franken pro Euro, gegenüber 1,68 Franken im Oktober letzten Jahres. Dazu kommt die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar von 1,18 auf noch knapp über einen Franken pro Dollar. Es scheint, dass diejenigen Recht bekommen, welche die lange Phase eines schwachen Frankens vor allem auf die ungewöhnlich tiefe Volatilität an den internationalen Finanzmärkten zurückgeführt haben. Nun, da Volatilität und Unsicherheit wieder zurückgekehrt sind, scheint auch die alte Rolle des Frankens als "Safe haven" wieder zum Tragen zu kommen. Es versteht sich von selbst, dass wir als Zentralbank die rasche Umkehr des Frankenkurses gegenüber dem Euro mit grosser Aufmerksamkeit verfolgen.

Schliesslich könnten sich auch in der Schweiz die Kreditbedingungen verschärfen. Das Risiko erscheint zwar nicht allzu gross, da das Gros der Banken, das inländische Kredite bereitstellt, seine Eigenmitteldecke unverändert halten konnte. Dennoch ist nicht auszuschliessen, dass die Banken angesichts der gestiegenen konjunkturellen Unsicherheiten die Kreditzinsen oder die verlangten Sicherheiten erhöhen werden.

#### **4. Lehren aus der Krise**

Nach solch gravierenden Problemen, wie wir sie in den letzten Monaten gesehen haben, hofft man zumindest, dass man daraus rasch etwas lernen kann. Einiges scheint in der Tat schon heute klar zu sein.

Wir haben – erstens – gelernt, dass die während langer Zeit tiefen Zinsen die Investoren auf der Suche nach höheren Erträgen zur Übernahme grosser Risiken verleitet haben. Die Banken haben auf die Herausforderung mit innovativen, letztlich aber undurchsichtigen und damit gefährlichen Finanzinstrumenten reagiert und dabei selbst zu hohe Risiken übernommen. Eine bedeutende Rolle spielten dabei die Anreizstrukturen in den Banken, die ein risikoreiches Verhalten besonders belohnt haben. So hat das Bonussystem das kurzfristige Gewinndenken gefördert. Nun muss langfristiges Optimieren wieder zum Massstab werden.

Wir haben – zweitens – gesehen, dass die bei den Banken gebräuchlichen Instrumente zur Messung des Risikos nicht genügen. Die Banken haben sowohl die Verluste auf den verbrieften Hypothekarkrediten als auch den Liquiditätsbedarf in einem Krisenfall massiv unterschätzt. Es gibt zweifellos Möglichkeiten, um die Messung des Risikos zu verbessern, doch stossen wir hier unweigerlich an Limiten. Dies wiederum zeigt auch die Grenzen von regulatorischen Vorgaben wie der risikogewichteten Eigenmittelvorschriften auf. Sie haben zweifellos ihre Berechtigung. Die Erfahrungen der letzten Monate haben jedoch gezeigt, dass traditionelle Massnahmen zur Förderung der Stabilität auf dem Finanzsektor, nämlich die Anforderungen an die Eigenmittel, Liquidität und den Verschuldungsgrad der Banken, nach wie vor von grosser Bedeutung sind.

Was unser Institut betrifft, so werden wir die Entwicklung des Finanzsektors noch intensiver verfolgen, als wir dies in den letzten Jahren bereits getan haben. So haben wir im Rahmen unseres Finanzmarktmonitorings zwar gesehen – und dies in unserem jährlichen Bericht über die Finanzstabilität auch kommuniziert –, dass die Risikobereitschaft der Grossbanken in den letzten Jahren deutlich zugenommen hatte und diese damit gegenüber einer Abschwächung des globalen Wirtschaftsumfeldes anfälliger wurden. Auslöser der Schwierigkeiten

waren dann allerdings nicht ein verschlechtertes Wirtschaftsumfeld, sondern die Probleme auf einem bestimmten Markt und den damit verbundenen Finanzinstrumenten. Wir werden in Zukunft – zusammen mit der schweizerischen Bankenaufsicht – unser Monitoring verstärken und dabei insbesondere den Fragen der Transparenz der Finanzinstrumente vermehrte Aufmerksamkeit schenken.

Was die Krise auf den Geldmärkten betrifft, so hat sich mit aller Deutlichkeit bestätigt, dass die Finanzmärkte integriert sind und sich Krisen somit innert kürzester Zeit auf alle Märkte ausweiten. Daraus ergibt sich, dass die Zentralbanken zur Bewältigung solcher Probleme eng zusammenarbeiten müssen. Die Zusammenarbeit in Form von Konsultationen und Aktionen hat – wie bereits erwähnt – gut funktioniert. Gleichwohl werden die Zentralbanken bemüht sein, aufgrund der jüngsten Erfahrungen ihre Kooperation weiter zu optimieren. Die bis heute bestenfalls fragile Ruhe an den Geldmärkten hat allerdings auch gezeigt, dass die Zentralbanken den tiefen Vertrauensverlust zwischen den Banken nicht beheben können. Hier müssen die Finanzmarktteilnehmer selber Schritte zur Wiederherstellung des Vertrauens unternehmen.

Gut bewährt hat sich schliesslich die Art und Weise, wie die Schweizerische Nationalbank den Franken-Geldmarkt steuert. Zum einen hat sich auf diesem Markt das Repogeschäft als krisenresistente Quelle für Liquidität erwiesen. Zum anderen hat sich die Wahl des Dreimonats-Libor als Leitzins als Vorteil herausgestellt. Als der Dreimonats-Libor infolge der Erhöhung der Risikoprämie gegen den oberen Rand unseres Zielbandes stieg, konnten wir ihn über eine Senkung des Reposatzes wieder in den angestrebten Bereich zurückführen und damit einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen entgegenwirken. Dies war aus gesamtwirtschaftlicher Sicht zweifellos gerechtfertigt. Wir haben damit die Realwirtschaft vor den Störungen auf dem Interbankenmarkt geschützt.

Damit komme ich zum Schluss. Nach vier Jahren kräftigen Wirtschaftswachstums und tiefer Inflation sehen wir uns in der Schweiz wie auch in der EU wieder schwierigeren Zeiten gegenüber. Die Konjunkturaussichten sind unsicherer geworden. Gleichzeitig hat sich der Teuerungsdruck in den letzten Monaten verstärkt – eine wenig komfortable Situation für

eine Zentralbank. Ich bin dennoch zuversichtlich, dass wir die Probleme meistern werden. Meine Zuversicht beruht zum einen auf der Bereitschaft der Länder und Zentralbanken, bei der Bewältigung der Finanzmarkturbulenzen zusammenzuarbeiten. Zum anderen habe ich einiges Vertrauen in die Widerstandsfähigkeit der Weltwirtschaft, die heute aus einer Vielzahl prosperierender Regionen und Länder besteht. Was schliesslich die Schweiz betrifft, so bin ich überzeugt, dass die in den letzten Jahren unternommenen Anstrengungen zur Erhaltung eines vitalen Wirtschaftsstandorts nachhaltigen Erfolg zeigen werden.