

**Sperrfrist: 20. Januar 2011, 18.00 Uhr**

# **DIE SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK UND DIE FINANZKRISE**

**PHILIPP M. HILDEBRAND\***

**PRÄSIDENT DES DIREKTORIUMS**

**SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK**

**Club of Rome Forum**

**Zürich, 20. Januar 2011**

---

\* Der Referent dankt Rita Kobel Rohr für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Zudem dankt der Referent auch Thomas Moser und Carlos Lenz für wertvolle Kommentare bei der Erstellung des Referats.

## Einleitung

Das Wirtschaftsjahr 2010 war für die Schweiz trotz allen Schwierigkeiten erfreulich. Die Wirtschaft expandierte um gut 2.5 Prozent. Die Schweiz konnte als eines der ersten OECD-Länder das Wohlstandsniveau der Vorkrisenzeit wieder erreichen. Der Arbeitsmarkt belebte sich wieder, und die Arbeitslosigkeit sinkt seit 12 Monaten stetig. Die durchschnittliche Teuerung lag bei 0.7 Prozent. Damit war die Preisstabilität gewährleistet.

Auch das neue Jahr hat aus konjunktureller Sicht positiv angefangen. Die Indikatoren weisen auf eine insgesamt weiterhin lebhaftere Wirtschaftsaktivität in unserem Land hin. Diese Eckdaten geben durchaus Anlass zu Optimismus und vielleicht sogar etwas Stolz. Illusionen dürfen wir uns aber keine machen. Die Nachwehen der Finanzkrise sind auch bei uns ersichtlich. Die Finanz- und spätere Wirtschaftskrise ist nämlich seit rund dreiviertel Jahren zu einer europäischen Staatsschuldenkrise mutiert. In der Schweiz hat sich diese primär im Wertanstieg des Schweizer Frankens niedergeschlagen. Nicht zuletzt wegen der erfolgten Frankenaufwertung erwartet die Nationalbank für das laufende Jahr ein deutlich verlangsamtes Wirtschaftswachstum in der Schweiz.

Blicken wir etwas zurück. Die Situation im Herbst 2008 hatte etwas Surreales an sich. Die Investment Bank Lehman Brothers erlitt einen Totalkollaps. In der Folge stand das Finanzsystem nahe am Abgrund. Bildlich gesprochen blickten wir förmlich in den Abgrund hinein. Gleichzeitig ging das Alltagsleben – glücklicherweise – seinen völlig normalen Lauf. Angesichts der dramatischen Lage sahen sich Regierungen und Zentralbanken in weiten Teilen der Welt gezwungen, sofort Rettungsmassnahmen zu ergreifen, die sowohl im Ausmass als auch in der Ausgestaltung einmalig waren. Es galt, in erster Linie das globale Finanzsystem zu stabilisieren und dadurch den konjunkturellen Einbruch zu begrenzen.

Der Konjunkturunbruch erfolgte Hand in Hand mit sinkenden Steuereinnahmen und steigenden Sozialausgaben. Zusammen mit den Stimulierungs- und Rettungsmassnahmen führte dies in zahlreichen Ländern zu einer massiv höheren Staatsverschuldung. Für Griechenland, das schon vor der Finanzkrise hoch verschuldet war, erwies sich diese Entwicklung als verhängnisvoll. Die Finanzmärkte verloren im Frühjahr 2010 das Vertrauen in die Fähigkeit des griechischen Staates, seinen finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Griechenland musste internationale Finanzhilfe in Anspruch nehmen. Dies war

gewissermassen der Anfang dieser mittlerweile tiefgreifenden europäischen Staatsschuldenkrise. Wie Sie alle wissen, folgte dann im Herbst Irland.<sup>1</sup>

Ich werde heute versuchen, Ihnen das Wechselspiel zwischen der Entwicklung der Finanzkrise und den von den Zentralbanken ergriffenen Massnahmen aufzuzeigen, sowie eine erste Bilanz zu ziehen.

### Die Entwicklung der Finanzkrise und die ergriffenen Massnahmen

Der Konkurs von Lehman Brothers im Herbst 2008 ist allen ein Begriff. Demgegenüber gerät der Sommer 2007 eher in Vergessenheit. Anfang August jenes Jahres wurde der Interbankenmarkt weitgehend illiquide. Auf diesem Markt leihen sich die Banken üblicherweise ungesichert Geld aus. Am 9. August ging das Volumen an ausgeliehenem Geld auf diesem Markt auf einen Schlag drastisch zurück. Für uns Geldpolitiker war dieses Phänomen eine neue Erfahrung und eine erste grosse Herausforderung.

Was war geschehen? Preisrückgänge auf dem US-Immobilienmarkt hatten bei einer breiten Palette von Finanzinstrumenten zu deutlichen Wertverlusten geführt – gerade auch in vielen Bankbilanzen. Meldungen und Gerüchte über Abschreibungen und Verluste bei Finanzinstituten führten unter den Banken zu einem abrupten und massiven gegenseitigen Vertrauensverlust. Die Banken waren darüber hinaus über die eigene Liquiditätslage verunsichert. Sie begannen, Cash-Liquidität zu horten. Ungedeckte Kredite gewährten sie kaum noch und wenn, dann nur gegen eine entsprechend hohe Risikoprämie.

Dieses Verschwinden des Vertrauens und damit der Liquidität auf den Finanzmärkten erfolgte in mehreren, zunehmend heftigeren Schüben. Ersichtlich war dies auch an den immer stärker steigenden Risikoprämien. Kulminationspunkt stellte schliesslich der erwähnte Konkurs von Lehman Brothers Mitte September 2008 dar, welcher zu einem weltweiten Vertrauenskollaps führte.

---

<sup>1</sup> Die öffentlichen Finanzen Irlands waren zwar vor Ausbruch der Finanzkrise solide gewesen. Die eigene Immobilienkrise hat aber das Land in eine schwere Rezession gestürzt und die irischen Banken in Schwierigkeiten gebracht. Der Staat stützte die irischen Banken mit öffentlichen Mitteln im Betrag von rund einem Drittel des irischen Bruttoinlandprodukts, und die öffentlichen Finanzen gerieten in eine dramatische Schieflage.

Seit August 2007 sind die Zentralbanken im Rahmen der Krisenbekämpfung im Dauereinsatz. Die von den Geldbehörden ergriffenen Massnahmen lassen sich in zwei Kategorien unterteilen. Die erste Kategorie von Massnahmen war auf die Wiederherstellung des Vertrauens im Finanzsystem ausgerichtet. Die zweite Kategorie von Massnahmen hatte zum Ziel, den Konjunkturunbruch zu begrenzen und die damit einhergehende Deflationsgefahr zu bekämpfen.

Lassen Sie mich mit der **ersten Kategorie** beginnen, den Massnahmen zur Wiederherstellung des Vertrauens im Finanzsystem. In den ersten Monaten bis weit ins Jahr 2008 ging es primär um die Liquiditätsversorgung des Marktes. Es galt sicherzustellen, dass die Finanzinstitute über ausreichende Liquidität verfügten. Damit sollte auch die Kreditversorgung der Gesamtwirtschaft sichergestellt werden.

Beispielsweise versorgten das Federal Reserve der USA (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB) und die Nationalbank den Geldmarkt sehr grosszügig mit Liquidität. So führte die Nationalbank dem inländischen Markt reichlich Schweizer Franken Liquidität zu. Der Liquiditätsbedarf eines global tätigen Finanzinstituts ist jedoch nicht mehr zwangsläufig nur in der inländischen Währung. Um dem Rechnung zu tragen, schlossen mehrere Zentralbanken untereinander sogenannte Swapabkommen ab.<sup>2</sup> Ein solches Abkommen mit der Fed ermöglichte es beispielsweise der Nationalbank, über ihre normale Infrastruktur hier am Schweizer Geldmarkt auch US-Dollar zur Verfügung zu stellen. Diese Abkommen sind nur ein Beispiel für die intensive und in vieler Hinsicht einmalige Kooperation zwischen den wichtigsten Zentralbanken während den vergangenen bald vier Jahren.

Mit dem Konkurs von Lehman Brothers und dem damit verbundenen Vertrauenseinbruch reichten jedoch reine Liquiditätszufuhren nicht mehr aus.<sup>3</sup> Das Finanzsystem und die Gesamtwirtschaft standen am Rande des Zusammenbruchs. Weitergehende Massnahmen waren erforderlich, und zwar dringend. Das rasant schwindende Vertrauen drohte immer weitere Märkte und Finanzinstitute in Mitleidenschaft zu ziehen.

---

<sup>2</sup> Bei einem Devisenswap werden gleichzeitig der Kauf (Verkauf) von Devisen zum jeweiligen Tageskurs und der Rückkauf (Kauf) dieser Devisen zu einem späteren Termin vereinbart.

<sup>3</sup> Diese waren natürlich weiterhin notwendig. So stiegen die Anspannungen an den Geldmärkten noch verstärkt an, so auch am internationalen Frankengeldmarkt, was die Schweizer Franken Libor-Steuerung zusätzlich erschwerte. Um diesen Anspannungen entgegenzuwirken, schloss die Nationalbank Swap-Abkommen mit der Europäischen, der polnischen und im Januar 2009 auch der ungarischen Zentralbank ab, in dessen Rahmen sie diesen Institutionen Schweizer Franken zur Verfügung stellte.

Meine Damen und Herren, Sie können sich gewiss noch sehr gut an diese Zeit erinnern. In der atlantischen Welt überschlugen sich die Ereignisse. Es kam zu Verstaatlichung einzelner Institute, forcierten Fusionen sowie Darlehensgewährungen und Kapitaleinschüssen des Staates zugunsten von Banken. Um die Bankbilanzen zu entlasten, wurden auch illiquide Vermögenswerte – sogenannte toxische Vermögenswerte – mit öffentlichen Mitteln gekauft. Zudem wurden die Einlagen der Sparer bis zu einem bestimmten Betrag vom Staat garantiert. Die Massnahmen zielten darauf, das Vertrauen der Anleger, der Investoren und natürlich auch der Banken untereinander wieder herzustellen. In Ländern, in denen sich die Gesamtwirtschaft hauptsächlich über die Kapitalmärkte finanziert, ergriffen die Zentralbanken – allen voran das Fed – Massnahmen, um verschiedene Finanzmärkte zu stabilisieren. Zentralbanken haben auch einzelnen systemrelevanten Finanzinstituten Darlehen gewährt. In den USA ist in diesem Zusammenhang sicherlich die Versicherungsgesellschaft AIG zu nennen. Jedes geldpolitische Instrument, das Sie in einem ordentlichen Ökonomiebuch finden würden, wurde eingesetzt. Aber das reichte nicht aus. Es mussten neue Instrumente konzipiert werden. Eines stand fest: Ohne Stabilisierung des Finanzsystem – dem Blutkreislauf der Wirtschaft – war eine nachhaltige Erholung der Konjunktur nicht möglich.

In der Schweiz sah sich insbesondere die UBS mit einem rasch schwindenden Vertrauen konfrontiert. Lassen Sie mich hier Klartext sprechen: Der Staat und die Nationalbank standen vor einer unmöglichen Wahl. Entweder sie akzeptierten die für unsere Volkswirtschaft verheerenden Folgen eines Ausfalls einer Grossbank. Oder aber sie waren bereit, das erhebliche finanzielle Risiko sowie die immateriellen Kosten der Stabilisierungsmassnahmen zu tragen. Letztere bestanden insbesondere in der Zunahme des sogenannten Moral Hazards. Die systemrelevanten Finanzinstitute wissen seit jenem Herbst 2008, dass sie schlicht zu bedeutend sind, als dass man sie fallen lassen würde.

Sie kennen die Geschichte. Das Massnahmenpaket des Bundes zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems wurde geschnürt. In dessen Rahmen konnte die UBS illiquide Vermögenswerte an eine Zweckgesellschaft übertragen – den Stabilisierungsfonds. Der überwiegende Teil dieser Transaktion wurde von der Nationalbank finanziert.<sup>4</sup> Gleichzeitig mit der Bekanntgabe

---

<sup>4</sup> Mit dem Stabilisierungsfonds, der von der SNB kontrolliert wird, erfüllt die Nationalbank den Tatbestand eines Konzerns und erstellt dementsprechend auch eine Konzernrechnung.

des Paketes signalisierten der Bundesrat und die Nationalbank klar, dass sie auch in Zukunft alle notwendigen Massnahmen ergreifen würden, um die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten.<sup>5</sup>

Soviel zu den Massnahmen, die auf die Wiederherstellung des Vertrauens im Finanzsystem ausgerichtet waren.

**Die zweite Kategorie von Massnahmen** war – wie vorher kurz erwähnt – auf die Begrenzung des Konjunkturerinbruchs und die Bekämpfung der damit einhergehenden Deflationsgefahr ausgerichtet. Zudem war zu befürchten, dass ein dramatischer Konjunkturerinbruch die Finanzkrise verschärfen würde. Eine solche Rückkoppelung hätte die Abwärtsspirale noch verstärken und verheerende Folgen haben können.

Lassen Sie mich hier ein paar Worte zu Deflation beziehungsweise Deflationsgefahr sagen. Wenn die Entwicklung des Konsumentenpreisindex während einigen Monaten temporär negativ ist, weil die Preise einzelner Produkte fallen, dann handelt es sich dabei nicht um Deflation. Wenn Coop, Migros oder Aldi auf breiter Front die Preise senken, ist dies auch keine Deflation. Unter Deflation ist ein als Folge eines Nachfrageeinbruchs andauernder Rückgang des Preisniveaus zu verstehen. Setzt eine Deflation ein, ist deren Bekämpfung äusserst anspruchsvoll. Im schlimmsten Fall kann sie sich selbst verstärken. Wenn Sie, meine Damen und Herren, auch in der Zukunft weiter fallende Preise erwarten, halten sie sich tendenziell mit Käufen zurück. Zudem steigt in einer Deflation die reale Last der Schulden, was sowohl die Konsum- als auch die Investitionsnachfrage belastet.

Konfrontiert mit einem massiven Konjunkturerinbruch und der damit einhergehenden Deflationsgefahr wurden die Leitzinsen ab Herbst 2008 praktisch weltweit deutlich und rasch gesenkt. In einigen Volkswirtschaften, so in den USA und in der Schweiz, wurde dieser Zinssatz faktisch auf Null reduziert.<sup>6</sup> Ab diesem Zeitpunkt – in der Schweiz war dies im März 2009 der Fall –, war das klassische geldpolitische Instrument, Veränderungen des Zinssatzes, damit ausgereizt. Die Lage verlangte aber eine weitere Lockerung der Geldpolitik. Um dies

---

<sup>5</sup> Um dem Problem des "too big to fail" entgegenzuwirken, hat eine vom Bundesrat in der Folge eingesetzte Expertenkommission inzwischen konkrete Vorschläge vorgelegt. Gestützt auf diesen Bericht hat das Eidgenössische Finanzdepartement im Auftrag des Bundesrates eine Vorlage erarbeitet, die letzten Dezember in die Vernehmlassung geschickt worden ist.

<sup>6</sup> In der Eurozone wurde der Leitzins auf 1% zurückgeführt, ein Niveau, das es seit Jahrzehnten in den Euro-Ländern nicht gegeben hatte.

zu erreichen, mussten die Zentralbanken zu sogenannten unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen übergehen. In Volkswirtschaften mit grossen Geld- und Kapitalmärkten wie in den USA oder in Grossbritannien stand primär der Kauf von Geldmarkt- und Kapitalmarktanlagen im Vordergrund. Dadurch konnten zusätzliche Liquidität zugeführt und direkt auch die längerfristigen Zinsen beeinflusst werden.

In der Schweiz bestand angesichts des weltweiten, massiven Konjunkturreinbruchs das Risiko einer ernsthaften deflationären Entwicklung, insbesondere, wenn der Franken sich weiter aufgewertet hätte. Dieses Risiko verlangte im März 2009 gerade auch hierzulande eine zusätzliche Lockerung der Geldpolitik und das Verhindern einer weiteren Aufwertung des Frankens.<sup>7</sup> Die Nationalbank entschied daher, bei Zinsen von faktisch Null primär mittels Devisen-Käufen die Liquidität zu erhöhen, eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern und somit die Deflationsgefahr zu bekämpfen. Infolge der durch die Finanzkrise verursachten Unsicherheit hatte der Franken gegenüber dem Euro deutlich an Wert gewonnen. Durch diese Aufwertung wurden die monetären Bedingungen gestrafft – also das Gegenteil dessen, was angesichts der Deflationsgefahr erforderlich war.

Ende 2009 hatte sich gemäss Einschätzung des Direktoriums die Konjunktur soweit erholt, dass sich die Deflationsgefahr reduziert hatte. Eine gewisse Aufwertung des Frankens sollte die Preisstabilität in unserem Lande nicht mehr gefährden. Die Nationalbank entschied daher, nur noch einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegenzuwirken.

Im Frühjahr 2010 kam es dann zu plötzlichen und heftigen Anspannungen an den Finanzmärkten. Der Auslöser war ein massiver Vertrauensschwund, aber diesmal gegenüber der Zahlungsfähigkeit einzelner europäischer Staaten. Im Fokus der Märkte stand in erster Linie Griechenland. Aber auch Irland, Portugal und Spanien – zeitweise sogar Italien – gerieten unter Generalverdacht. Dadurch kam es auch wieder zu erneuten Refinanzierungsproblemen bei einigen europäischen Banken, die grosse Bestände von den entsprechenden Staatsschuldentiteln hielten.

---

<sup>7</sup> Ein Kauf von Obligationen war in der Schweiz aufgrund der Marktstruktur nur in begrenztem Ausmass möglich. Die Nationalbank bot längerfristige Repo-Geschäfte an. Zudem hat sie von März bis Dezember 2009 auch Obligationen gekauft. Angesichts des relativ kleinen Schweizer Franken Obligationenmarktes standen aber eindeutig die Devisen-Käufe im Vordergrund.

Dieses Umfeld führte zu einer erneuten massiven Flucht in sichere Anlagen, und der Schweizer Franken kam unter enormen Aufwertungsdruck. Eine rasche und übermässige Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro zu jenem Zeitpunkt hätte nach Einschätzung des Direktoriums die Konjunktur derart belastet, dass sie die Gefahr einer deflationären Entwicklung mit sich gebracht hätte. Das Direktorium wollte dieses Risiko nicht eingehen und entschied, die Liquidität weiter deutlich auszudehnen. Zu diesem Zweck erwarb die Nationalbank in grossem Umfang Devisen.

Um die Jahresmitte 2010 festigte sich die Konjunkturerholung. In der Schweiz waren die Produktionskapazitäten zusehends besser ausgelastet, und die Deflationsgefahr war weitgehend verschwunden. Die Risiken, die von einer weiteren Aufwertung des Frankens ausgingen, waren nach Einschätzung des Direktoriums nun deutlich gesunken.

Die von der Politik und den europäischen Behörden ergriffenen Massnahmen seit dem Frühjahr 2010 haben keinen Zweifel offen gelassen, dass diese alles unternehmen, um die Stabilität in der Eurozone letztlich wiederherzustellen.<sup>8</sup> Zudem verbesserte sich ab Frühherbst das internationale konjunkturelle Umfeld schrittweise wieder.

Wie Sie wissen, haben sich die Anspannungen an den Finanzmärkten rund um die Staatsschuldenkrise zwar nicht nachhaltig reduziert. Das Umfeld bleibt daher von hohen Unsicherheiten geprägt.

### Eine Einschätzung der erzielten Ergebnisse

Wie ist nun die Arbeit der Zentralbanken während der Finanzkrise zu beurteilen? Zentralbanken sind ja kein kommerzielles Unternehmen. Der Sinn und Zweck einer Zentralbank ist nicht die Gewinnerzielung – geschweige denn die Gewinnmaximierung. Eine Gemeinsamkeit haben allerdings kommerzielle Unternehmen und die Zentralbanken: Das

---

<sup>8</sup> Während die meisten Zentralbank zuvor mit der Rückführung der unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen begonnen hatten, wurden nun sogar neue Massnahmen eingeführt. So kündigte beispielsweise die EZB an, Staatsanleihen von Mitgliedsländern der Eurozone anzukaufen, und das Fed erneuerte die Swapkreditlinien mit anderen Zentralbanken, um Engpässe bei der kurzfristigen US-Dollar-Finanzierung entgegenzuwirken. Die Staaten der Eurozone verabschiedeten zudem für Griechenland mit Hilfe des IWF einen Notkredit und verkündeten die Schaffung der European Financial Stability Facility (EFSF), um künftige Stabilisierungspakete für Mitgliedsländer der Eurozone finanzieren zu können.



Interesse, die eigene Leistung zu beurteilen. Dabei liegt es auf der Hand, dass im Falle einer Zentralbank auch die Öffentlichkeit ein grosses Interesse an der Beurteilung hat. Dieses Interesse ist insbesondere in Krisenzeiten ausgeprägt. Es ist nicht erstaunlich, dass die Diskussion über die Geldpolitik und somit die Arbeit der Nationalbank teilweise heftig geführt wird. Gerade in aussergewöhnlichen Situationen, die eine aussergewöhnliche Geldpolitik erfordern, sind Geldpolitik und öffentliche Kritik enge Verwandte. Die Nationalbank stellt sich dieser Diskussion.

Das Kriterium für die Leistungsbeurteilung einer Zentralbank leitet sich aus ihrem gesetzlichen Auftrag ab. Für die Nationalbank kennen Sie diesen bestens. Artikel 5 des Nationalbankgesetzes besagt, dass die Nationalbank die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen hat. Preisstabilität gewährleisten bedeutet, weder Inflation, noch Deflation zuzulassen. Daran ist die Arbeit der Nationalbank zu messen. Die Erfüllung dieses Auftrages wird erst in mehreren Jahren abschliessend beurteilt werden können. Die Geldpolitik wirkt nämlich mit erheblichen Zeitverzögerungen auf die Preise. Trotzdem kann festgehalten werden, dass die Nationalbank mindestens bis anhin ihren Auftrag auch unter den äusserst schwierigen Umständen der letzten drei Jahre erfüllen konnte.

Die in der Krise ergriffenen geldpolitischen Massnahmen sind mit Risiken verbunden. Diese Risiken sind denn auch eine der Folgen der Finanzkrise. In vielen Ländern widerspiegeln sich die Folgen der Finanzkrise sowohl in den Staatsfinanzen, als auch in den Bilanzen der Zentralbanken.

Der Einbruch der Wirtschaftstätigkeit ging einher mit sinkenden Steuereinnahmen und steigenden Sozialausgaben. Zudem waren die von den Regierungen und Zentralbanken ergriffenen Stimulierungs- und Rettungsmassnahmen nicht kostenlos. Wie Milton Friedman seinerzeit treffend bemerkte: „There is no such thing as a free lunch.“ In zahlreichen Ländern stieg die Staatsverschuldung massiv an, und die von den Zentralbanken ergriffenen Massnahmen haben deren Bilanzen stark verlängert.

In der Schweiz haben sich die Folgen beziehungsweise Kosten der Finanzkrise vergleichsweise wenig in den Haushalten von Bund und Kantonen niedergeschlagen. Die

Kosten, zurzeit primär in der Form von Risiken, finden sich hauptsächlich in der Bilanz der Nationalbank.

Bis Mitte 2010 nahm die Bilanzsumme der Nationalbank um knapp das Dreifache auf rund 300 Mrd. Schweizer Franken zu.<sup>9</sup> Insbesondere die Devisen-Käufe haben zu dieser Ausdehnung geführt. Der hohe Bestand an Devisenanlagen bringt Konsequenzen mit sich. Wie wir letzten Freitag mitgeteilt haben, erwartet die Nationalbank für das Jahr 2010 einen Verlust von 21 Milliarden Franken.<sup>10</sup> Hauptursache sind die Wechselkursverluste auf den Devisenanlagen.

Die Schweizer Volkswirtschaft ist zwar bis jetzt vergleichsweise glimpflich durch die Krise gekommen; aber auch wir haben die schwerste Finanzkrise der Nachkriegszeit und die schwerste Rezession in der Schweiz seit 1975 erlebt. Meine Damen und Herren, weltweit brach die Konjunktur ein. Die Abwärtskräfte waren schlicht zu gross. Die „Grosse Rezession“ konnte nicht verhindert werden, aber zumindest eine Wiederholung der „Grossen Depression“.<sup>11</sup> Eine derartige Entwicklung, und vor allem das Bestreben, einen noch grösseren Schaden abzuwenden, gehen auch an unserem Land nicht spurlos vorbei.

Mittels Diversifikation unserer Devisenanlagen haben wir vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2010 die Klumpenrisiken in der Bilanz bei Währungen und Schuldnern reduziert. Die höheren Bestände an Devisenanlagen bringen jedoch zwangsläufig höhere Risiken mit sich. Sie manifestieren sich in teilweise enormen Schwankungen der jährlichen Erträge der Nationalbank. Wir haben immer wieder davor gewarnt, positive Ergebnisse in die Zukunft zu projizieren. Das gleiche gilt natürlich auch bei negativen Ergebnissen.

Mit Blick auf die Wechselkursverluste und den aktuellen Eurokurs ist die Versuchung gross zu argumentieren, die Nationalbank hätte keine Devisen kaufen sollen oder sie habe zu früh gehandelt und den Euro zu einem zu hohen Kurs gegen Franken gekauft. Wie wir immer wieder betonen, ist der Sinn und Zweck der Nationalbank nicht die Gewinnerzielung – und schon gar nicht die Spekulation. Der Entscheid, ob geldpolitische Massnahmen in Form von

---

<sup>9</sup> Auch die Bilanz der Fed beispielsweise hat sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise fast verdreifacht.

<sup>10</sup> Die Zahlen sind provisorisch und beziehen sich auf das Stammhaus. Das Konzernergebnis wird dank dem Stabilisierungsfonds voraussichtlich etwas besser ausfallen.

<sup>11</sup> 2009 ist die globale Produktion erstmals in der Nachkriegszeit gesunken.

Devisen-Käufe erforderlich sind, basiert auf der Beurteilung der Deflationsgefahr und des notwendigen geldpolitischen Expansionsgrades, um dieser entgegenzuwirken.

Das Direktorium ist überzeugt, dass geldpolitische Untätigkeit in den dramatischen Phasen von 2009 und 2010 keine Option war. Ein solches Vorgehen wäre angesichts der enormen Risiken für unsere Volkswirtschaft fahrlässig und nicht im Einklang mit unserem Auftrag gewesen. Es gilt das Primat der Geldpolitik. Und das oberste Ziel der Geldpolitik ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Das ist der Beitrag, den die Nationalbank für das Wohlergehen dieses Landes leisten kann und muss.

Die Nationalbank nimmt im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags weitere Aufgaben wahr. Eine davon ist die Versorgung der Volkswirtschaft mit Liquidität. Eine andere Aufgabe ist, einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten.

Praktisch alle wichtigen Zentralbanken haben die Liquiditätsversorgung sicherzustellen und einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten. Generell lässt sich feststellen, dass es den Zentralbanken gelungen ist – zusammen mit den Regierungen –, das globale Finanzsystem im Herbst 2008 vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Das dezidierte wirtschaftspolitische Eingreifen trug wesentlich dazu bei, die Finanzmärkte zu beruhigen und die Abwärtsspirale zu stoppen. Diese Massnahmen ebneten ferner den Boden dafür, dass Investoren teilweise wieder bereit waren, einige Finanzinstitute zu refinanzieren beziehungsweise die Eigenkapitalbasis von einigen Finanzinstituten zu stärken.

### Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, ich komme zum Schluss meiner Ausführungen. Die aktuellen Konjunkturdaten zeichnen trotz der zu erwartenden Wachstumsverlangsamung ein relativ robustes Bild der Schweizer Wirtschaft zu Beginn dieses Jahres. Aber die europäische Staatsschuldenkrise ist nicht überwunden. Die Importeure profitieren zwar von der deutlichen Aufwertung des Schweizer Frankens in den vergangenen Monaten. Für Teile unserer Wirtschaft stellt sie jedoch eine grosse Belastung dar. Die Stabilität der Eurozone ist ein absolut zentraler Einflussfaktor für den Schweizer Franken und für die Schweizer

Wirtschaft insgesamt. Nicht nur die EU-Bürger, sondern auch die Schweizer Bürger haben deshalb ein immenses Interesse an der Stabilität des Euros.

Die Eurozone wird zur Stabilität zurückfinden. Die betroffenen Volkswirtschaften haben teilweise sehr schmerzhaft Korrekturen eingeleitet. Die Politik hat seit der Zuspitzung der Situation im Frühjahr 2010 entschieden gehandelt. Es stehen weitere grosse Herausforderungen an. Der Stabilitätsgedanke muss wieder tief verankert werden. Im Zentrum steht letztlich eine deutliche Verstärkung der fiskalischen Disziplin. In diesem Zusammenhang sind die Mitgliedsstaaten der EU zwangsläufig mit der Frage nach einer weiteren Abgabe von fiskalischer Souveränität konfrontiert. Dieser Prozess ist enorm komplex und braucht Zeit. Ich bin zuversichtlich, dass die EU diese Herausforderungen meistern wird.

Vor rund 40 Jahren hat der Club of Rome das Bewusstsein geschaffen, dass ein schrankenloses Wachstum – ohne Rücksicht auf die nur begrenzt verfügbaren Ressourcen –, unweigerlich an Grenzen stösst. Nur ein nachhaltiges Wachstum ist zukunftsträchtig. Es hat Jahrzehnte gebraucht, bis dieser erstmals 1972 formulierte Gedanke breit akzeptiert wurde. Nachhaltigkeit ist auch in der Finanzpolitik absolut zentral. Die Staatsschuld kann langfristig nicht schneller wachsen als die Wirtschaft. Schulden zu machen ist kein Recht sondern ein Privileg, das von den Kreditgebern gewährt wird, von diesen aber auch wieder entzogen werden kann. Dies gilt auch für Staaten. Ich gehe davon aus, dass die heutige Staatsschuldenkrise in 20 bis 30 Jahren rückblickend als Scheideweg wahrgenommen wird. Denn sie hat hoffentlich das Bewusstsein dafür geschärft, dass wir es auch in Bezug mit den öffentlichen Finanzen wirklich ernst nehmen müssen mit der Nachhaltigkeit. Das schulden wir den künftigen Generationen.