Sperrfrist: 21. März 2013, 18.00 Uhr

Die Finanzkrise im sechsten Jahr: Ende in Sicht?

Fritz Zurbrügg*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Zürich, 21. März 2013

* Der Referent dankt Bettina Simioni für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Marco Huwiler und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2013.

Sehr geehrte Damen und Herren

Herzlich willkommen zum traditionellen Geldmarkt-Apéro in Zürich. Dewet Moser und ich freuen uns, Ihnen heute die aktuellen Entwicklungen an den Finanzmärkten und in der schweizerischen Geldpolitik zu erläutern. Letzte Woche haben wir die Ergebnisse unserer vierteljährlichen Lagebeurteilung publiziert. Heute Abend werden wir einzelne Elemente davon in einen grösseren Kontext setzen und vertiefen.

Der Titel meines Referats ist mit einem Fragezeichen versehen. Ich würde Ihnen heute natürlich lieber verkünden, dass das Ende der Finanzkrise mit Sicherheit in Sicht ist. Schon am Geldmarkt-Apéro vor drei Jahren hatte sich mein Kollege Jean-Pierre Danthine die Frage «Ruhe nach dem Sturm?» gestellt. Er hielt fest, dass zwar wieder etwas Ruhe eingekehrt sei, die Wogen sich aber noch nicht vollständig geglättet hätten. Das Fragezeichen war berechtigt. 2011 fragte auch Professor Aymo Brunetti im Titel seines Buches: «Wirtschaftskrise ohne Ende?». Ist das Fragezeichen 2013 – im sechsten Jahr der Finanzkrise – wirklich immer noch nötig? Ist die jüngste Erholung an den Finanzmärkten nachhaltig, oder ist sie bloss ein Strohfeuer?

Einleitung

Blicken wir kurz holzschnittartig zurück **(Abbildung 1)**. Nach mehreren Jahren kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstums übertrugen sich Anfang August 2007 die Probleme am Markt für verbriefte US-Hypotheken schockartig auf die Geldmärkte der wichtigsten Währungen. Meldungen und Gerüchte über Verluste und Abschreibungen bei international tätigen Finanzinstituten hatten unter Banken einen abrupten Vertrauensverlust zur Folge. Die Verschärfung der Bankenkrise in den folgenden Jahren brachte über verschiedene Kanäle das globale Wirtschaftswachstum zum Erliegen. Die tiefe Rezession, kombiniert mit Unterstützungsmassnahmen für den Finanzsektor und die Konjunktur, schlug sich zudem in hohen Staatsdefiziten nieder. In vielen Industrieländern verschlimmerte dies die ohnehin schon fragile Lage der öffentlichen Haushalte, womit wir bei der Staatsschuldenkrise angelangt sind.

Finanzsektor, Konjunktur und Staatsfinanzen beeinflussen sich gegenseitig – positiv und negativ. Seit 2007 haben wir über weite Strecken eine Negativspirale miterlebt. Die Spirale kann sich aber auch in die andere Richtung drehen. Der Präsident der Europäischen

Zentralbank (EZB), Mario Draghi, betonte Anfang Jahr, dass der Begriff «Contagion» (Ansteckung) oft bei negativen Entwicklungen verwendet werde. Er glaube jedoch auch an eine «positive Ansteckung».[1]

Tatsächlich scheint die erste Drehung für eine Positivspirale auf gutem Wege zu sein: Die Stimmung an den Finanzmärkten hat sich seit Mitte des letzten Jahres deutlich aufgehellt. Weder die Wahlen in Italien noch die aktuelle Krise in Zypern vermochten die Zuversicht der Investoren nachhaltig zu trüben. Zudem lassen vorlaufende Stimmungsindikatoren bei Unternehmen und Haushalten jüngst auch auf eine positive Wende bei der Konjunkturentwicklung hoffen, wobei das Bild in der Eurozone aber sehr heterogen ist. Damit diese Positivspirale weiter in Bewegung bleibt, braucht es in den krisengeschüttelten Ländern Wachstum, und dafür wiederum sind strukturelle Reformen nötig. Bleiben diese aus, droht ein Rückfall in die Negativspirale.

Im Folgenden möchte ich die Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik bei der Stabilisierung des Finanzsektors und der Konjunktur aufzeigen und darlegen, welche Schritte noch unternommen werden müssen, damit wir in Bezug auf die aktuelle Finanzkrise mit Gewissheit verkünden können: Ende in Sicht!

Erfolgreiche Stabilisierung des Finanzsektors

Seit dem Ausbruch der Krise im Sommer 2007 haben die Zentralbanken weitreichende Massnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems und der Konjunktur ergriffen. Das globale Ausmass der Finanzkrise führte im Herbst 2008 sogar zu einer international koordinierten Senkung der Leitzinsen. Das ordentliche Instrumentarium war mit dem Erreichen der Nullzinsgrenze bald ausgereizt. In der Folge mussten die Zentralbanken zu unkonventionellen Massnahmen greifen: von der Liquiditätsversorgung der Interbankenmärkte über Ankäufe von Staatsanleihen und Papieren privater Schuldner bis zu Devisenkäufen. Ziel war stets, das Finanzsystem zu stabilisieren und eine dem Konjunkturzyklus entsprechende expansive Geldpolitik zu verfolgen. Diese Stabilisierungsmassnahmen hatten eine enorme Ausweitung der Notenbankbilanzen zur Folge **(Abbildung 2)**. Auch die Schweizerische Nationalbank (SNB) griff zu

[1] Mario Draghi. Introductory statement to the press conference. Frankfurt am Main, 10. Januar 2013.

ausserordentlichen Massnahmen. Mit Deviseninterventionen, dem Kauf von Frankenobligationen inländischer Schuldner, der Erhöhung der Giroguthaben und schliesslich dem Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro stemmte sie sich den Gefahren für die Schweizer Wirtschaft und die Preisstabilität entgegen.

Heute können wir auch auf internationaler Ebene feststellen, dass die unkonventionellen Massnahmen der Zentralbanken wirksam waren. Im Bankensektor ist die Liquidität wiederhergestellt, und das Vertrauen der Investoren kehrt langsam zurück, was sich in verschiedenen Indikatoren der Risikoneigung widerspiegelt **(Abbildung 3)**. Einzelne Aktienmärkte sind bereits wieder auf Vorkrisenniveau oder haben gar neue Höchststände erreicht. Der zunehmende Risikoappetit äussert sich auch am Markt für Unternehmensanleihen, wo sich die Zinsaufschläge gegenüber Staatsanleihen seit dem letzten Sommer deutlich verringert haben. Gleichzeitig sind Staatsanleihen von Ländern, die als sichere Häfen gelten, etwas weniger nachgefragt als auch schon, und die Risikoprämien der europäischen Peripherieländer haben sich stark eingeengt. Diese Beruhigung ist hauptsächlich auf die Verringerung jener drei Hauptrisiken zurückzuführen, die letztes Jahr im Vordergrund standen: erstens ein Auseinanderbrechen der Eurozone, zweitens ein fiskalpolitisch bedingter Wachstumseinbruch in den USA und drittens eine starke Wachstumsabkühlung in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Ende der Finanzkrise in Sicht? Die Stabilisierung des Finanzsektors ist zwar eine wichtige Voraussetzung für die Überwindung der Krise, aber keine Garantie für eine nachhaltige Erholung der Weltwirtschaft. Zudem besteht in manchen Ländern noch weiterer Rekapitalisierungsbedarf des Bankensektors. Und wir dürfen zwei Dinge nicht vergessen: Erstens beruht diese Stabilisierung auf ausserordentlichen geldpolitischen Massnahmen, die erhebliche Risiken bergen und wiederum die künftige Stabilität des Finanzsystems beeinträchtigen können. Einige dieser Risiken möchte ich gleich erläutern. Zweitens ist die Stabilisierung nicht nachhaltig, wenn wachstums- und beschäftigungsfördernde Reformen ausbleiben. Darauf werde ich später eingehen.

Welche Risiken gehen mit einer unkonventionellen Geldpolitik einher? Ich möchte drei hervorheben: Vermögenspreisblasen, das Aufschieben von Strukturmassnahmen und die Instrumentalisierung der Notenbanken.

Die Suche nach Rendite bei tiefen oder gar negativen realen Zinsen kann zu Fehlallokationen an den Finanzmärkten führen. Relative Preise werden verzerrt, und Risiken werden möglicherweise falsch bewertet. Dies kann übertriebene Preisentwicklungen in gewissen Anlageklassen erzeugen, mit der Gefahr einer abrupten Korrektur. Ein prominentes und für die Schweiz aktuelles Beispiel ist der Immobilien- und Hypothekarmarkt. Die Preise für Wohnliegenschaften und die Hypothekarkreditvolumen wachsen hierzulande seit mehreren Jahren sehr dynamisch. Aufgrund der ausserordentlich tiefen Zinsen und der dadurch günstigen Finanzierungsmöglichkeiten ist es unwahrscheinlich, dass diese Dynamik bald nachlassen wird. Wir haben verschiedentlich auf die mit diesen Entwicklungen verbundenen Risiken für die Finanzstabilität und die Volkswirtschaft aufmerksam gemacht. Vor kurzem hat der Bundesrat auf Antrag der SNB deshalb den antizyklischen Kapitalpuffer aktiviert. Dieser verpflichtet Banken, Hypothekarkredite zur Finanzierung von Wohnliegenschaften mit mehr Kapital zu unterlegen.

Neben Fehlallokationen schaffen lang andauernde Tiefzinsphasen auch Anreize, notwendige Strukturanpassungen hinauszuschieben. Günstige Finanzierungskosten vermindern bei Banken, Unternehmen und bei Staatshaushalten den Handlungsbedarf. Dies erhöht die Gefahr, dass schwierige, aber für künftiges Wirtschaftswachstum essenzielle, Anpassungen nicht angepackt werden. Lassen Sie mich dies ausführen.

Ohne strukturelle Reformen keine nachhaltige Erholung

Die unkonventionellen Massnahmen der Zentralbanken hatten auch einen stabilisierenden Effekt auf die Realwirtschaft. Sie trugen dazu bei, ein Abgleiten der Weltwirtschaft in Deflation oder Depression zu verhindern. Die rasch wirkende expansive Geldpolitik wurde in den meisten Ländern in einer ersten Phase durch eine konjunkturstützende Fiskalpolitik ergänzt. Und natürlich hat nicht zuletzt der Privatsektor – insbesondere auch in der Schweiz – selber flexibel auf die Herausforderungen reagiert und eine Basis für die Erholung geschaffen.

Allerdings zeigt die nur zögerliche Erholung der Weltwirtschaft, dass die Geldpolitik nicht alle Probleme zu lösen vermag **(Abbildung 4)**. In vielen Industrieländern liegt das Bruttoinlandprodukt immer noch unter dem Vorkrisenniveau, und die globalen Wirtschaftsaussichten haben sich, wie wir in unserer geldpolitischen Lagebeurteilung letzte

Woche festgestellt haben, noch einmal etwas eingetrübt. Die von uns erwartete moderate Erholung wird, im Vergleich zu unserer Dezember-Prognose, etwas schwächer ausfallen. Dies gilt insbesondere für die Eurozone, für die wir ein weiteres Rezessionsjahr erwarten. Beunruhigend ist vor allem das schwache Investitions- und Kreditwachstum **(Abbildung 5)**.

Die Schweiz behauptet sich in diesem schwierigen internationalen Umfeld relativ gut. Wir rechnen für 2013 mit einem Wachstum von 1% bis 1,5%, aber die Abwärtsrisiken bleiben erheblich. Ein Wiederaufflammen der Unsicherheit in der Eurozone könnte erneut zu einem starken Aufwertungsdruck auf den Franken führen. Damit bleibt der Mindestkurs von 1.20 gegenüber dem Euro die zentrale Massnahme, um angemessene monetäre Bedingungen sicherzustellen.

Wieso verzögert sich der Wiederaufschwung derart lange? Zum einen zeigen verschiedene Studien – beispielsweise jene von Reinhart und Rogoff (2009)[2] –, dass Rezessionen, die mit einer Bankenkrise einhergehen, meistens tiefer sind und länger dauern. Zudem erholt sich die Wirtschaft nach Bankenkrisen in aller Regel nur schleppend. Dies lässt sich damit erklären, dass Bankenkrisen oft mit Kreditklemmen einhergehen, die sich negativ auf das Wachstum auswirken.

Zum anderen bremsen in verschiedenen Industrieländern strukturelle Probleme den Wiederaufschwung. Arbeits- und Gütermärkte sind zu wenig flexibel. Wegen einer im Vergleich zur Produktivität überhöhten Lohnentwicklung sind Probleme bei der Wettbewerbsfähigkeit entstanden. Mancherorts mangelt es an Reformbewusstsein, was wiederum die volkswirtschaftlichen Anpassungsprozesse behindert. Hinzu kommt, dass überschuldete Staatshaushalte den Regierungen den Handlungsspielraum für konjunkturstützende diskretionäre Massnahmen rauben. Soll sich die Positivspirale weiterdrehen, müssen diese strukturellen Fehlentwicklungen korrigiert werden. Darauf möchte ich im Folgenden eingehen.

Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors

Damit die Weltwirtschaft nachhaltig wachsen kann, muss der Finanzsektor widerstandsfähiger werden. Verbesserungen der Bankenregulierung spielen hierbei eine

[2] Reinhart, Carmen M. und Kenneth. S. Rogoff. 2009. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.

wesentliche Rolle. Auf internationaler Ebene steht insbesondere das Basel-III-Abkommen im Vordergrund. Es verpflichtet die Banken unter anderem, mehr und besseres Eigenkapital zu halten, damit künftige Verluste besser absorbiert werden können. Es ist entscheidend, dass alle Länder das Abkommen möglichst ohne Verzögerungen umsetzen. Denn Stabilität kann in einem international verflochtenen Finanzsystem nicht einseitig erreicht werden.

Die SNB trägt als Teil ihres Mandats zur Stabilität des Finanzsystems bei. Für unser Land hat der Finanzsektor eine besonders grosse Bedeutung. Entsprechend sind die Risiken, die von einem Schock ausgehen können, beträchtlich. Die Entwicklung, die darin gipfelte, dass die Eidgenossenschaft, die Finanzmarktaufsicht FINMA und die SNB im Herbst 2008 ein Massnahmenpaket zur Stützung der UBS verabschieden mussten, führte uns die Verflechtung des internationalen Finanzsystems deutlich vor Augen. Die Forderung nach einer besseren Regulierung liess nicht lange auf sich warten. Die Änderung des Bankengesetzes zur Regelung der «Too big to fail»-Problematik ist im März 2012 in Kraft getreten. Systemrelevante Banken haben künftig strengere Anforderungen an die Eigenmittel, die Liquidität und die Organisation zu erfüllen. Die Umsetzung ist im Gange.

Trotz dieser Fortschritte bleibt aber sowohl in der Schweiz als auch international noch viel zu tun. Die Entspannung an den Finanzmärkten ändert nichts an der Notwendigkeit und Dringlichkeit der beschlossenen Regeln. Der Vollzug darf nicht aufgeschoben werden.

Flexibilisierung der Arbeits- und Gütermärkte

Die Krise hat auch strukturelle Mängel an den Arbeits- und Gütermärkten ans Licht gebracht. Auf internationaler Ebene bereitet insbesondere die hohe Arbeitslosigkeit Sorge. In der Eurozone ist die Arbeitslosenquote im Januar auf rekordhohe 11,9% gestiegen **(Abbildung 6)**. Demgegenüber bildet sich die Arbeitslosenquote in den USA seit Ende 2009 allmählich zurück; sie beträgt aber immer noch hohe 7,7%. Die vergleichsweise günstige Entwicklung in den USA kann zum Teil auf die relativ flexiblen Arbeitsmarktstrukturen zurückgeführt werden. Massnahmen zur Flexibilisierung der Arbeitsmärkte wurden in verschiedenen europäischen Ländern bereits eingeleitet. So hat Spanien unter anderem Änderungen beim Arbeitsschutzgesetz und dem kollektiven Lohnverhandlungssystem vorgenommen. Diese Änderungen haben sich jedoch noch nicht in einer tieferen Arbeitslosenquote niederschlagen können. Reformen sind kurzfristig oft schmerzhaft. Um zu verhindern, dass

sich in der Bevölkerung der krisengeschüttelten Staaten eine Reformmüdigkeit ausbreitet, müssen auf den Arbeitsmärkten bald Fortschritte sichtbar werden.

Die Schweiz steht in diesem Punkt gut da: Flexibilität und ein gutes Bildungssystem zeichnen den Arbeitsmarkt aus. Das soziale Sicherungsnetz ist zwar engmaschig, doch setzt es die richtigen Anreize, indem es grossen Wert auf eine rasche Wiedereingliederung in den Arbeitsprozess legt.

An den Gütermärkten sind – mit Blick auf die Wettbewerbsfähigkeit – ebenfalls erste Fortschritte erkennbar. So haben sich beispielsweise in Spanien und Irland die Leistungsbilanzen stark verbessert, und die Lohnstückkosten sind gesunken. Die Unterschiede innerhalb Europas sind aber weiterhin sehr gross.

Die Schweizer Wirtschaft ist zwar sehr innovativ und kompetitiv. Sie ist aber gleichwohl gefordert, da der Franken hoch bewertet ist, der internationale Konkurrenzdruck zunimmt und die Produktionskosten hoch sind.

Konsolidierung der Staatsfinanzen

Auch der Weg zu gesunden Staatsfinanzen – die dritte strukturelle Herausforderung – ist noch lang und beschwerlich **(Abbildung 7)**. Interessanterweise ist es wiederum die Eurozone, die im Zentrum der Aufmerksamkeit steht, obwohl die USA in Bezug auf Verschuldung und Defizit seit Jahren schlechter abschneiden. Dies kann unter anderem damit begründet werden, dass der Euroraum zwar über eine gemeinsame Geldpolitik, aber keine einheitliche Fiskalpolitik verfügt. Aus Sicht der Investoren stehen daher weiterhin die einzelnen Staaten im Vordergrund. Zudem sind die Wachstumsperspektiven im Euroraum gegenwärtig deutlich schlechter als in den USA.

Seit dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise wurden in der Eurozone Massnahmen für die Konsolidierung der Staatsfinanzen ergriffen. Zudem wurden Schritte für eine stärkere Koordination und Überwachung der nationalen Staatshaushalte eingeleitet. «Two-Pack», «Six-Pack», «Euro-Plus-Paket» und «Fiskalvertrag» sind allesamt Reformpakete, die Regeln zur Fiskalpolitik enthalten. Der Fiskalvertrag sieht beispielsweise griffige Schuldenbremsen vor – wie wir sie in der Schweiz bereits kennen. Diese können massgeblich zur Haushaltsdisziplin und damit zur Konsolidierung der Staatsfinanzen beitragen. Neben diesen präventiven Regeln wurde zudem der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) geschaffen.

Damit werden Länder unterstützt, die in finanzielle Schieflage geraten sind und ein Anpassungsprogramm verfolgen. Auch hier gilt: Die Reformen mögen noch so vielversprechend sein, entscheidend ist die Umsetzung. Diese benötigt Zeit und kann nur erfolgreich sein, wenn sie von der Bevölkerung mitgetragen wird. Das gilt auch für die USA, wo die fiskalischen Probleme bisher nur aufgeschoben worden sind.

In der Schweiz besteht diesbezüglich kurzfristig kein Handlungsbedarf. Die 2003 eingeführte Schuldenbremse sorgt dafür, dass Ausgaben und Einnahmen der öffentlichen Hand – über einen Konjunkturzyklus hinweg – im Einklang stehen. Mittelfristig gilt es jedoch, ein erhebliches strukturelles Problem zu lösen: Die fortschreitende Alterung unserer Gesellschaft wird insbesondere die Finanzen der Sozialversicherungen unter Druck setzen. Deren Finanzierung muss langfristig gesichert werden, damit die Staatsfinanzen auch in Zukunft im Gleichgewicht bleiben.

Im Gegensatz zur Stabilität des Finanzsystems gehören strukturelle Reformen wie die Flexibilisierung der Arbeits- und Gütermärkte und die Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht zu den Aufgaben der Zentralbanken. Um dies zu verdeutlichen, möchte ich im letzten Teil meines Referats auf die drohende Instrumentalisierung der Zentralbanken eingehen.

Instrumentalisierung der Zentralbanken?

Die unkonventionellen Massnahmen bergen auch Risiken für die Notenbanken selbst. Die Konsolidierung von Staatshaushalten und strukturelle Reformen bedingen einen politisch langwierigen und oft unpopulären Prozess. Es besteht stets die Gefahr, dass sie hinausgeschoben oder verwässert werden oder dass die Bevölkerung angesichts der Anpassungslasten früher oder später ihre Unterstützung entzieht.

Derzeit besteht daher das Risiko, dass Zentralbanken instrumentalisiert werden, um die Beschäftigung und das Wachstum zu stimulieren und die Schuldenlast tragbar zu halten. Weshalb ist das so? Zum einen können Zentralbanken rasch handeln und sind nicht auf politische Kompromisse angewiesen. Zum anderen haben viele Staaten derart hohe Schulden angehäuft, dass die Fiskalpolitik als makroökonomisches Instrument nicht mehr zur Verfügung steht.

Beugen sich die Zentralbanken diesem Druck, ist dies äusserst gefährlich. Erstens geht diese Argumentation von einer falschen Prämisse aus: Geldpolitik, auch unkonventionelle, kann die Reformen weder ersetzen, noch kann sie nachhaltiges Wachstum erzeugen. Zentralbanken können bei der Lösung struktureller Probleme nur eine flankierende Rolle spielen, indem sie der Politik und Wirtschaft etwas mehr Zeit verschaffen, um die notwendigen Reformen umzusetzen. Diese Tatsache scheint in letzter Zeit ein wenig in Vergessenheit geraten zu sein.

Zweitens würde der Reformwille der Regierungen untergraben und das Mandat der Zentralbanken überstrapaziert. Damit werden Glaubwürdigkeit und Unabhängigkeit der Geldpolitik gefährdet. Beides jedoch sind wesentliche Eckpfeiler für eine erfolgreiche Gewährleistung der Preisstabilität.

Lassen Sie mich in diesem Zusammenhang in Erinnerung rufen, dass die Unabhängigkeit vielen Zentralbanken als Reaktion auf die grosse Inflation der 1970er- und 1980er-Jahre gewährt wurde. Damals versuchten einige Zentralbanken, Beschäftigungswachstum zu erzeugen und die Arbeitslosenquote zu reduzieren. Dieses Experiment endete damit, dass viele Länder hohe, zum Teil sogar zweistellige Inflationsraten verzeichneten. Die volkswirtschaftlichen Kosten der Inflation waren derart horrend, dass man dies in Zukunft vermeiden wollte. Mit Blick auf die vergangenen drei Jahrzehnte können wir feststellen, dass die unabhängigen Zentralbanken in der Sicherung der Preisstabilität erfolgreich waren **(Abbildung 8)**.

Angesichts der momentan geringen Inflationsgefahr und des schwachen Wirtschaftswachstums gibt es international derzeit einige Stimmen, welche die Zielvorgaben für Zentralbanken anpassen wollen, um die Konjunktur anzukurbeln. Solche Anpassungen bergen eine erhebliche Gefahr, das geldpolitische Ziel der Preisstabilität zu untergraben. Das könnte die über die letzten Jahrzehnte gewonnene Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung in Frage stellen.

Das Mandat der SNB ist diesbezüglich im Nationalbankgesetz eindeutig geregelt: «Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung

Rechnung.»[3] Im geldpolitischen Konzept definiert die SNB, was sie unter Preisstabilität versteht, nämlich eine Jahresteuerung von unter 2%. Dabei hat die Nationalbank stets klargemacht, dass die Gewährleistung der Preisstabilität auch die Verhinderung deflationärer Entwicklungen einschliesst. Der Mindestkurs gegenüber dem Euro ist das beste Beispiel dafür, dass wir dies ernst nehmen. Der Fokus auf die Preisstabilität trägt zur Verankerung der Inflationserwartungen bei. Unser Mandat und unser Konzept sind ausreichend flexibel, um realwirtschaftliche Entwicklungen zu berücksichtigen. Die letzte Woche publizierte bedingte Inflationsprognose zeigt bis Ende 2015 weiterhin eine tiefe Inflationsrate. Damit lassen sich für die Schweiz auf absehbare Zeit keine Inflationsgefahren ausmachen.

Schlussbemerkungen

Die Weltwirtschaft befindet sich im sechsten Jahr der Finanzkrise. Die Massnahmen der Zentralbanken haben wesentlich zur Stabilisierung des Finanzsektors beigetragen. Der Finanzsektor ist aber nur ein Teil des Ganzen und seine Stabilisierung zwar Voraussetzung, nicht aber die Garantie für eine Rückkehr der Weltwirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad. Die positive Stimmung an den Finanzmärkten sowie vorlaufende Konjunkturindikatoren nähren die Hoffnung auf eine fortschreitende Erholung. Damit sich diese Hoffnung erfüllt, müssen geplante oder begonnene strukturelle Reformen weitergeführt werden.

Die drei grössten Herausforderungen für die Weltwirtschaft sind die Erhöhung der Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors, die Flexibilisierung der Arbeits- und Gütermärkte – vor allem in Europa – sowie die Konsolidierung der Staatsfinanzen in vielen Industrieländern. Auf allen drei Ebenen sind Fortschritte zu verzeichnen. Der Weg ist aber noch lang und beschwerlich. Aufgrund der andauernden Wachstumsschwäche ist die Gefahr einer Reformmüdigkeit in den am schwersten betroffenen Ländern gross. Zentral ist daher, dass die Reformen gut konzipiert und glaubwürdig sind und dass sie konsequent, aber zugleich umsichtig umgesetzt werden. Es muss verhindert werden, dass die Bevölkerung nur die kurzfristigen Kosten der Anpassungsprogramme trägt, aber keine Früchte reifen sieht.

[3] Art. 5 Abs. 1, Nationalbankgesetz.

Es besteht zudem das Risiko, dass der Druck auf die Zentralbanken steigt, mangelnden Reformwillen mit geldpolitischen Massnahmen zu kompensieren. Diesem Druck können und müssen die Zentralbanken unbedingt standhalten, damit sie sich weiterhin auf die Gewährleistung der Preisstabilität konzentrieren können. Denn die Geldpolitik kann nur erfolgreich sein, wenn sie die Preisstabilität in den Mittelpunkt stellt. Die Regierungen wiederum sollten diese tiefe Krise als Chance für die Umsetzung von dringend nötigen Strukturreformen nutzen. Nur dann wird die Positivspirale weiterdrehen, und nur dann ist auch ein Ende der Finanzkrise – und zwar ohne Fragezeichen – in Sicht.

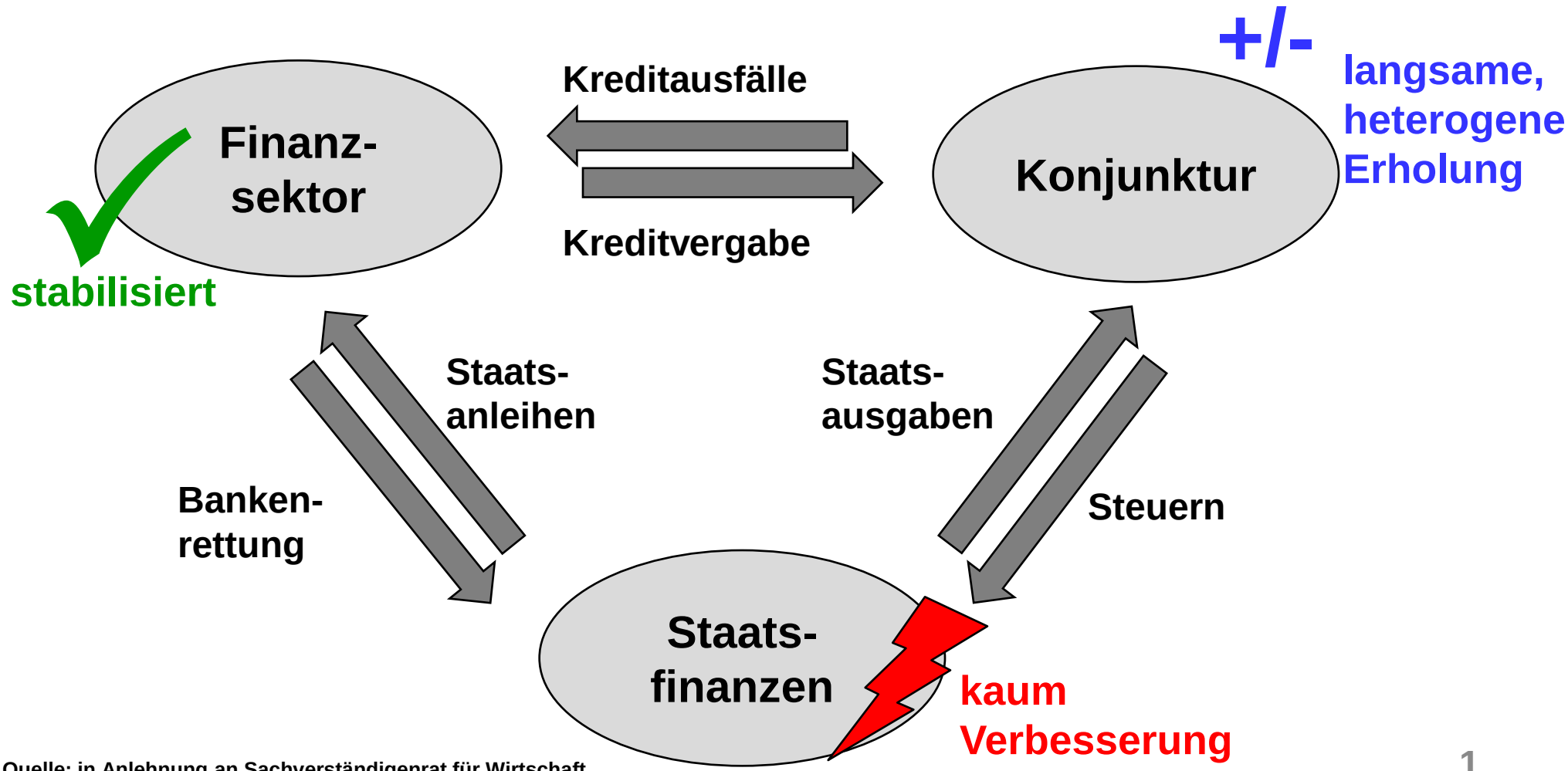
Finanzkrise im sechsten Jahr: Ende in Sicht?

Fritz Zurbrügg

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 21. März 2013

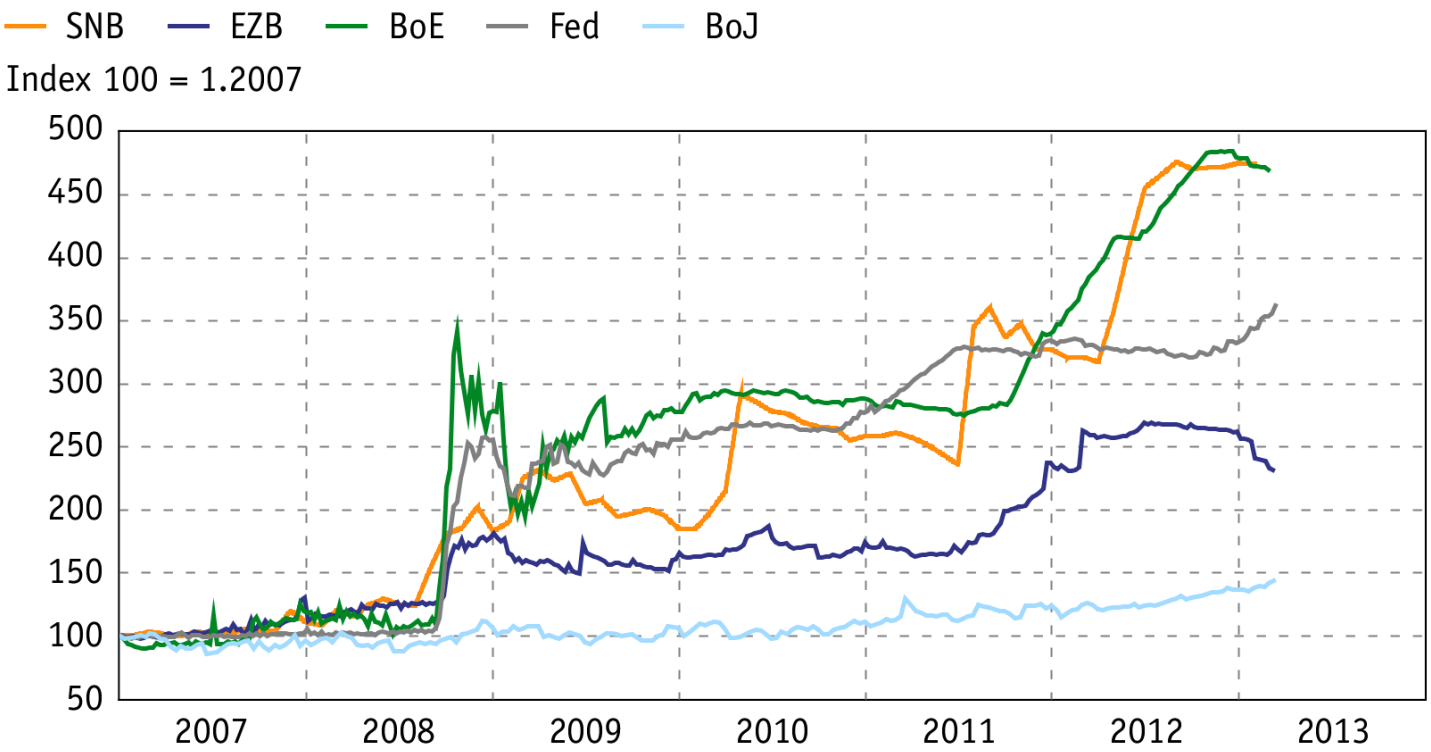
Wo stehen wir heute?



Quelle: in Anlehnung an Sachverständigenrat für Wirtschaft

Zentralbanken: Stabilisierungsmassnahmen

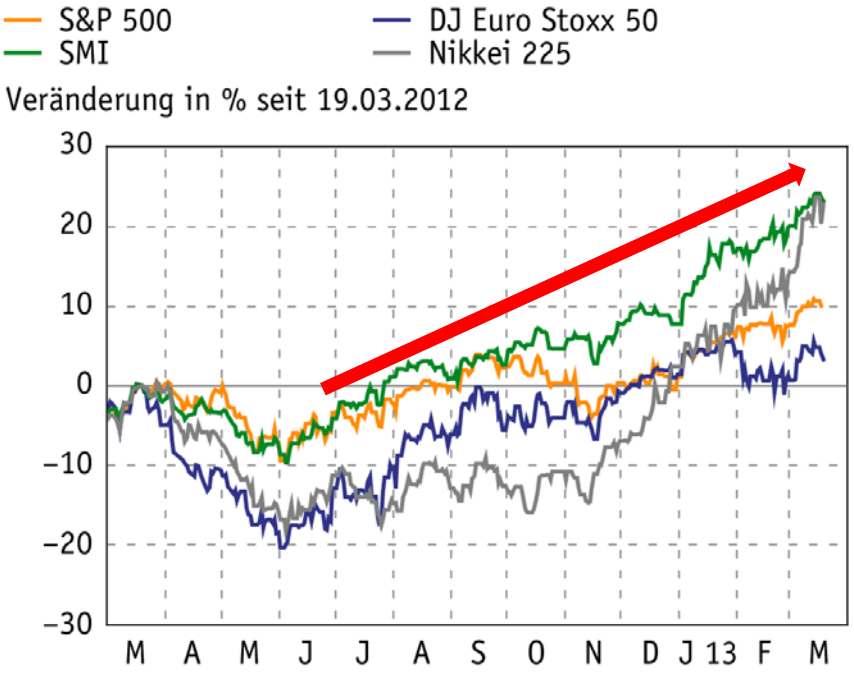
Bilanzen der Zentralbanken



Quelle: SNB Markets Analysis Platform (MAP), SNB, BoE, Fed, Bloomberg

Finanzmärkte: Risikoappetit kehrt zurück

Aktienmärkte



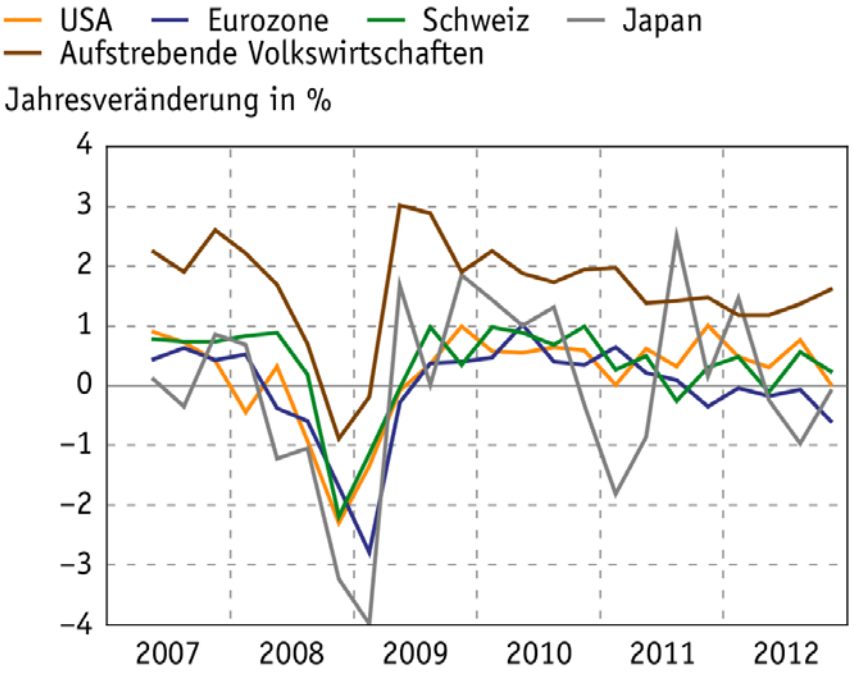
Quelle: SNB MAP, Bloomberg

Spreads von Unternehmensanleihen

Quelle: SNB MAP, Merrill Lynch

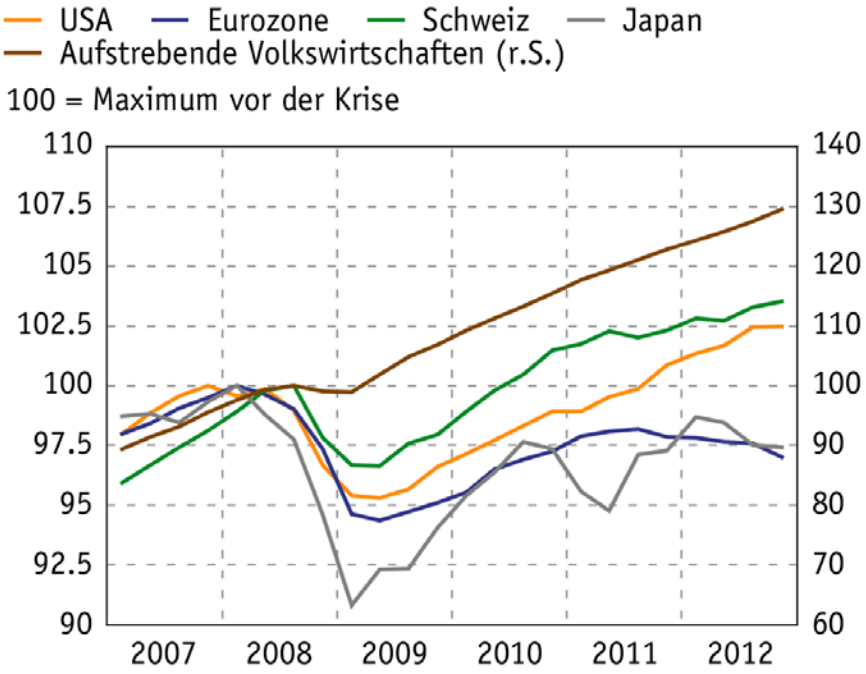
Weltwirtschaft erholt sich uneinheitlich

BIP-Wachstum (real)



Quelle: SNB MAP

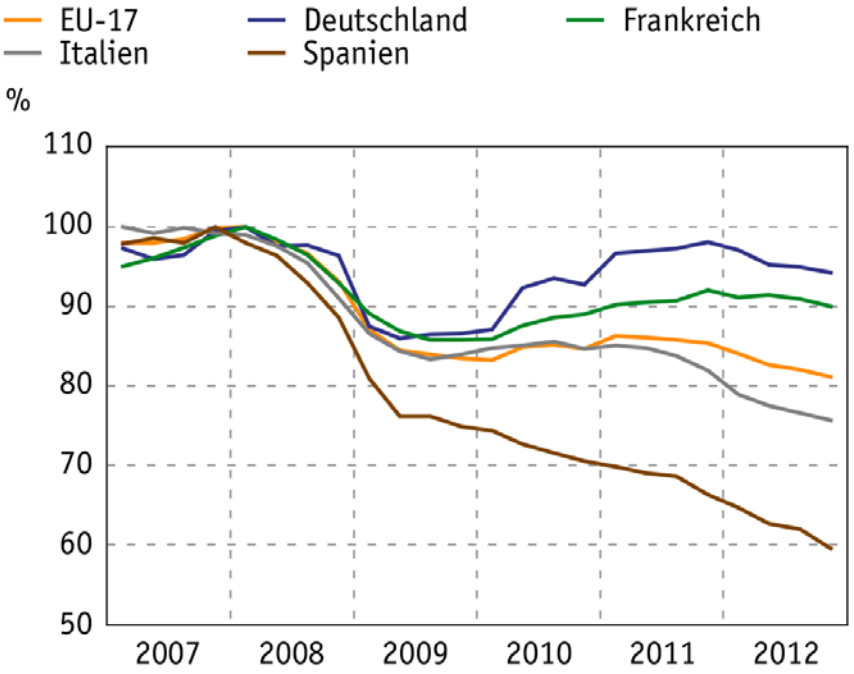
BIP (real)



Quelle: SNB MAP

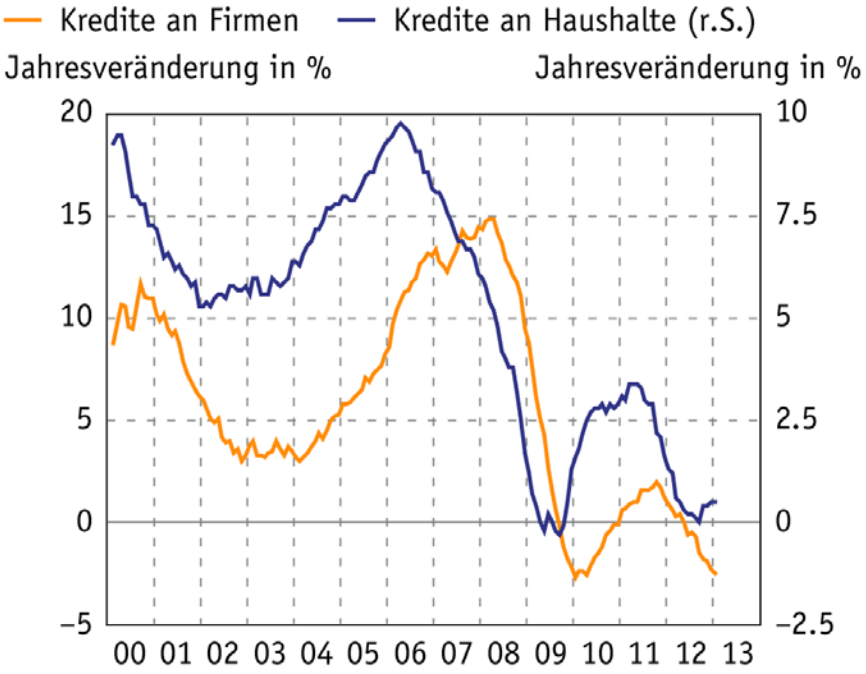
Investitions- und Kreditwachstum noch tief

Anlageinvestitionen (brutto, real)



Quelle: SNB MAP, Datastream

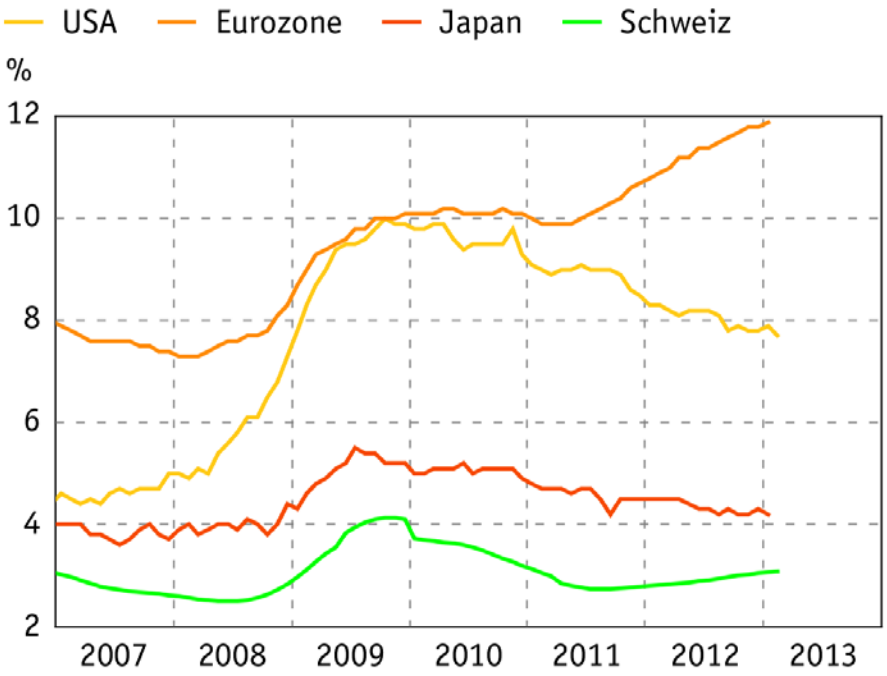
Eurozone: Kreditwachstum



Quelle: SNB MAP, Bloomberg

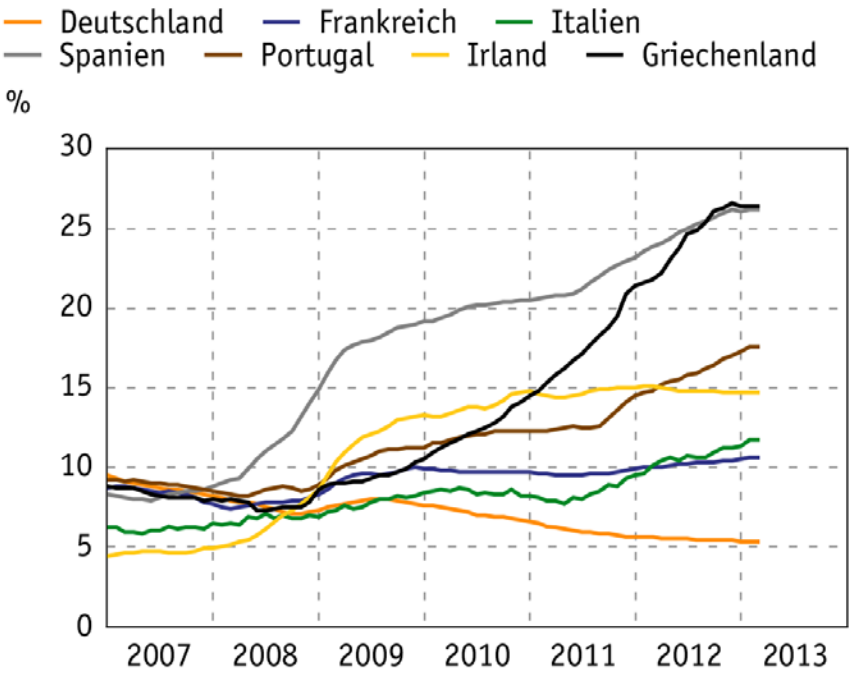
Rekordhohe Arbeitslosenquoten

Arbeitslosenquoten



Quelle: Datastream, Seco

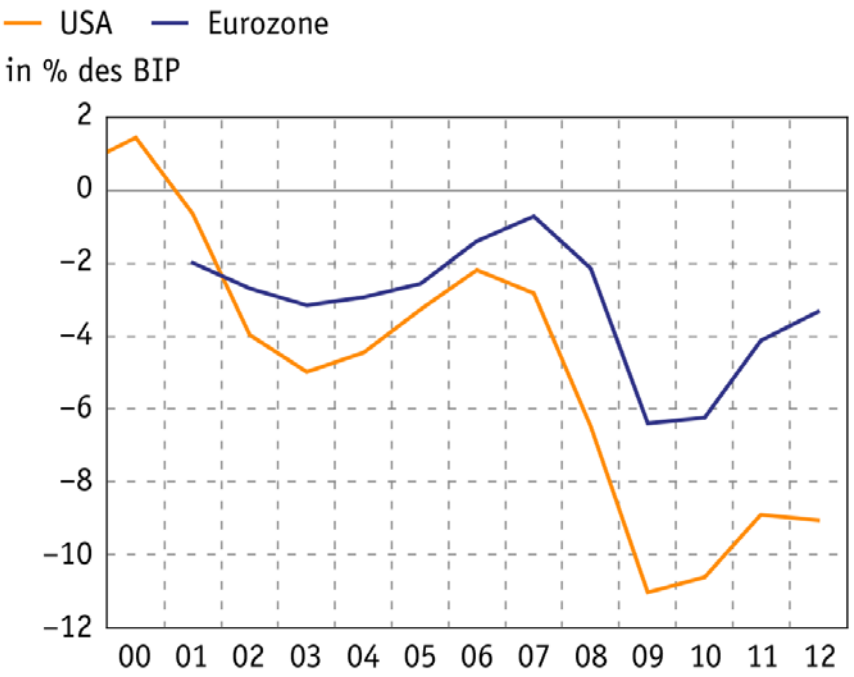
Arbeitslosenquoten in der Eurozone



Quelle: SNB MAP, Eurostat

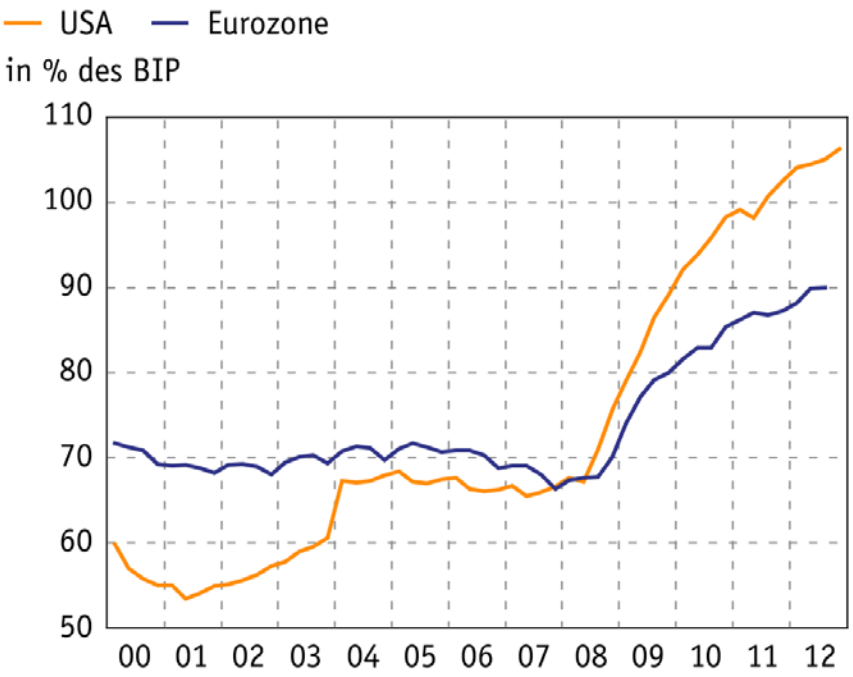
Konsolidierung der Staatsfinanzen

Staatsdefizite



Quelle: SNB MAP, Bloomberg

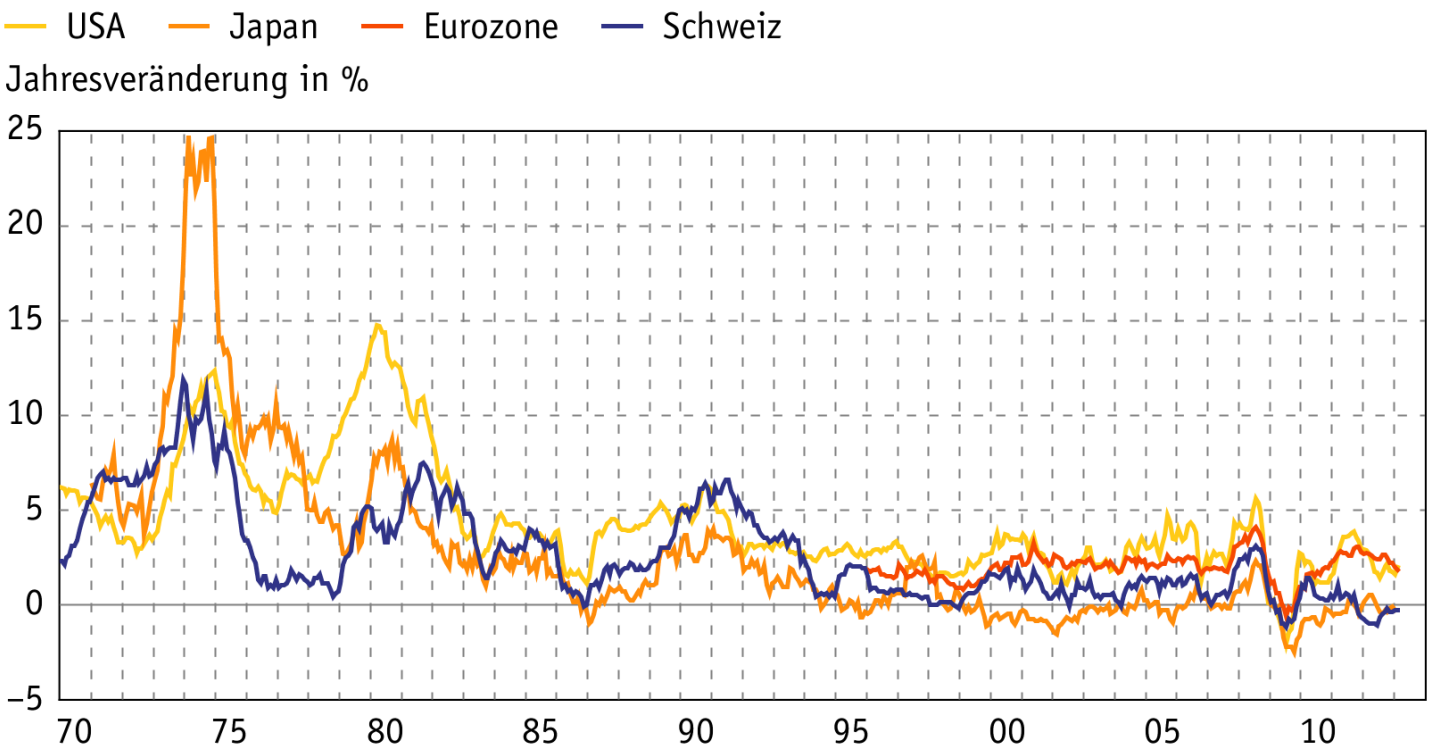
Staatsverschuldung (brutto)



Quelle: SNB MAP, Datastream

Mandat der Zentralbanken: Preisstabilität

Inflationsraten



Quelle: Datastream