

**KAPITALMARKT SCHWEIZ :
AKTUELLE THEMEN**

Prof. Dr. Niklaus Blattner

Mitglied des Direktoriums

der Schweizerischen Nationalbank

71. ordentliche Generalversammlung der Pfandbriefbank

St. Gallen, 15. Mai 2002

1. Kapitalmarkt Schweiz: Tatbestände in einer Momentaufnahme

In einer Momentaufnahme betrachtet, gibt es am Internationalen Finanzzentrum Schweiz und an dessen Kapitalmarkt kaum etwas auszusetzen.

Die Banken, d.h. die für die Intermediation zwischen Sparen und Investieren wichtigsten Dienstleister, präsentieren sich in einem international betrachtet ausgezeichneten Zustand. Ihre Wettbewerbsfähigkeit ist überwiegend intakt, und das Bankensystem als Ganzes verfügt über die nötigen Mittel für die Bewältigung der anstehenden strukturellen Herausforderungen.

Der Kapitalmarkt Schweiz hat zwar über die Jahre etwas an Glanz verloren, ist aber nach wie vor attraktiv. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass in der Schweiz ein überdurchschnittlich grosser Anteil (rund 30 %) des weltweiten, im Ausland gehaltenen Vermögens verwaltet wird. Die Banken in der Schweiz verfügen somit über eine einzigartige Kundenbasis. Die Attraktivität der Schweiz besteht aber keineswegs nur auf der Anlegerseite, sondern auch auf der Seite der Schuldner. Neben der Professionalität des Investment Banking spielen für die Schuldner auch die traditionell niedrigen CHF-Zinsen, d.h. der Zinsbonus eine Rolle.

Das Total der ausstehenden CHF-Obligationen übersteigt das Bruttoinlandprodukt (BIP). Davon beansprucht die öffentliche Hand weniger als einen Fünftel. In den Rest teilen sich einerseits die Banken, die Finanzgesellschaften und die Pfandbriefinstitute (rund 40 %) und andererseits die ausländischen Schuldner, d.h. ausländische Banken und Unternehmen (rund 45 %).

Die Ablösung der Devisenswaps durch Repos als zentrales geldpolitisches Instrument der SNB hat nicht nur die Effektivität der Geldpolitik erhöht, sondern auch massgebend dazu beigetragen, dass sich der früher eher bescheidene schweizerische Geldmarkt wesentlich weiterentwickelt hat.

Die Schweizer Börse SWX liegt auf Platz 10 in der Rangliste der Aktienumsätze. Die Börsenkapitalisierung des Swiss Performance Index (SPI) beläuft sich auf mehr als das Doppelte des BIP. Die SWX ist in hohem Masse internationalisiert. virt-x, ein Gemeinschaftsunternehmen der SWX und Tradepoint, mit Standort London, ist

eines der modernsten und sichersten Effektenhandelssysteme, beruht auf einer von der SWX entwickelten Plattform und wickelt unter anderem den Handel aller schweizerischen Bluechip-Aktien ab. Ebenfalls über eine SWX-Plattform wird ein respektabler Markt für Warrants, d.h. für nicht-standardisierte, verbriefte Optionen, abgewickelt. Zudem werden alle standardisierten Derivate über Eurex gehandelt. Letztere ist aus einer Fusion der schweizerischen SOFFEX mit der Deutschen Terminbörse DTB hervorgegangen.

Schliesslich ist der schweizerische Devisenmarkt zu erwähnen. Die in der Schweiz gehandelten Devisenvolumen nehmen weltweit den Rang 6 ein und liegen praktisch gleich hoch wie jene Deutschlands. Das tägliche Handelsvolumen liegt bei ungefähr 30 % des BIP, wobei nach dem USD der EUR die zweitwichtigste gehandelte Währung ist.

Dass solche Leistungen nicht denkbar sind, ohne hervorragende Finanzmarktinfrastrukturen, liegt auf der Hand. Die Handelssysteme der SWX wurden bereits erwähnt. Für die Sicherheit und Effizienz des Zahlungsverkehrs massgebend ist darüber hinaus das Swiss Interbank Clearing (SIC). Dessen Architektur wurde in der Schweiz unter wesentlicher Beteiligung der SNB entwickelt und genügt nach wie vor höchsten internationalen Standards. Über dieses elektronische sog. Real Time Gross Settlement System (RTGS) werden im Durchschnitt täglich Zahlungen im Umfang von rund 180 Mia. CHF abgewickelt. Etwa die Hälfte davon ist direkt oder indirekt mit der weltweiten Aktivität des Internationalen Finanzzentrums Schweiz verbunden. Das SIC ist eine wesentliche Komponente des sog. Straight-Through-Processing (STP)¹, welches die sog. Swiss Value Chain kennzeichnet und die überdurchschnittliche Sicherheit und Effizienz des Clearing and Settlement des Effektenhandels über die SWX-Plattformen im Verbund mit SIC und SIS SegalInterSettle (SIS) ermöglicht.

¹ Das STP bezeichnet die elektronische Verkettung von Informationen zu gesamtheitlichen Prozessen vom Handel bis zur Abwicklung von Finanztransaktionen ohne manuellen Eingriff. Mit einem einzigen Mausklick können dadurch der Handel (SWX), die titel- (SIS) und die geldmässige (SIC) Abwicklung ohne jegliche manuelle Intervention sichergestellt werden.

2. Kapitalmarkt Schweiz: Blick mit der kritischeren Brille

Der Kapitalmarkt Schweiz lässt sich auch mit einer kritischeren Brille betrachten. Kritischer wird der Blick vor allem, wenn er sich auf die Entwicklungen über grössere Zeiträume hinweg konzentriert.

Naheliegend ist zunächst eine Auseinandersetzung mit den Emissionen von Obligationen und Aktien. Betrachtet man die Entwicklung der letzten zehn Jahre, d.h. vom März 1992 bis zum März 2002, lässt sich wenig Spektakuläres feststellen. Die Emissionen von Obligationen inländischer Schuldner sind im Schnitt von monatlich rund 2 Mia. CHF auf rund 2,5 Mia. CHF angestiegen. Sie folgten damit dem relativ gemächlichen Tempo des Wirtschaftswachstums in der Schweiz. Rascher sind demgegenüber die Emissionen von Obligationen ausländischer Schuldner angestiegen, nämlich von rund 1 Mia. CHF auf rund 3,5 Mia. CHF pro Monat. Die Aktienemissionen haben über die letzten zehn Jahre sogar stark zugenommen, bewegen sich aber nach wie vor auf einem vergleichsweise bescheidenen Niveau, und dies, obwohl dem Beteiligungskapital in der Finanzierung des Wachstums und des Strukturwandels unter den herrschenden Bedingungen der Globalisierung weltweit eine wachsende Bedeutung zufällt. Von praktisch null vor zehn Jahren sind die Aktienemissionen aber immerhin auf knapp unter 1 Mia. CHF pro Monat angewachsen.

Der längerfristige Vergleich erlaubt weitere Feststellungen: Über die Periode von 1991–2001 wuchsen die in CHF denominierten Obligationen-Emissionen um durchschnittlich 6,7 % pro Jahr. Gegenüber der längeren Periode von 1960–1998, während welcher die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate noch 14 % betrug, kommt dies einer erheblichen Verlangsamung gleich. Doch auch bereits über diese lange Frist wuchsen die CHF-Obligationen weniger stark als das Total aller Obligationen-Emissionen weltweit, das mit 20 % per annum zunahm. Die CHF-Obligationen-Emissionen ausländischer Schuldner sind während der letzten Jahre zwar gewachsen und haben damit einen Beitrag zur Stabilisierung der Obligationen-Emissionen in der Schweiz geleistet, aber sie vermochten den internationalen Rückgang des CHF-Anteils an den weltweiten Emissionen von Obligationen keineswegs aufzuhalten. Nach einem Maximalwert von 20 % anno

1980 reduzierte sich der Anteil der CHF-Denomination am Total der Neuemissionen internationaler Anleihen weltweit bis 2001 auf 1 %.

Neben den Emissionen (Primärmarkt) interessieren die Volumen der gehandelten Bestände an Aktien und Obligationen (Sekundärmarkt). Die Monatswerte von Juni 1993–Dezember 2001 zeigen folgendes Bild. Während die monatlichen Handelsvolumen der Aktien Schweiz von mehr als 20 Mia. CHF auf das Vierfache, d.h. auf rund 80 Mia. CHF stiegen, bewegten sich die Volumen der in der Schweiz gehandelten Obligationen schweizerischer Schuldner gesamthaft nur wenig nach oben, nämlich von rund 7 Mia. CHF auf unter 10 Mia. CHF. Interessant ist dabei die Feststellung, dass noch bis 1998 Aktien- und Obligationenvolumen ähnlich stark anstiegen. Dann aber verloren die Obligationen an Attraktivität, was zweifellos mit der besonders guten Konjunktur und dem Boom des Aktienmarkts zusammenhängt, der im März 2001 ein vorläufiges Ende fand. Ähnlich folgten zunächst die Handelsvolumen der Derivate Schweiz jenen der Aktien Schweiz, um sich dann im Spätsommer 1998 von der Entwicklung der Aktien deutlich und dauerhaft abzulösen. Zurückzuführen ist dieser Vorgang unter anderem auf den Zusammenbruch des US Hedge Fund «Long Term Capital Management» (LTCM), welcher nicht nur in der Schweiz den teilweise Aufschwung der Derivate stoppte und bekanntlich auch noch andere Folgen auf der Stufe der Schweizer Banken zeitigte.

Neben den Volumen von Emissionen und Handel interessieren natürlich auch die Kursentwicklung bzw. die Renditen. Dass die nominellen Renditen der CHF-Obligationen im internationalen Vergleich seit 1960 bis 1993 am tiefsten lagen und erst danach durch jene der YEN-Obligationen unterboten wurden, bestätigt nur das «stilisierte Faktum» der tiefen Zinsen in der Schweiz. Dieses Faktum wurde auch durch die Einführung des Euro im Januar 1999 nicht in Frage gestellt. Während der letzten zwölf Monate blieb die Renditendifferenz zwischen den 10-Jahres-Benchmark-Anleihen Schweiz und Deutschland praktisch unverändert bei rund 1,5 %-Punkten. Dieser nominelle Zinsbonus würde real verschwinden, falls die Inflationsrate in Deutschland im Vergleichszeitraum um mehr als 1,5 %-Punkte höher gelegen hätte als in der Schweiz. Dies war nicht der Fall.

Die Kursentwicklung der Aktien, gemessen an Indexreihen, zeigt eine ausgeprägte internationale Korrelation, wobei Japan allerdings aus der Reihe tanzt. Dessen überdurchschnittliches Kurswachstum kam nach 1990 brutal zum Stillstand und drehte gar ins Gegenteil. Gesamthaft nahmen die Kurse an den massgebenden Börsen einschliesslich der Schweiz seit 1953 um 7–9 % pro Jahr zu. Eingeschlossen darin sind Zehn-Jahres-Perioden mit Kurswachstumsraten von 10–15 %. Allerdings: Im August 2000 änderte sich das Bild. Die Börsen verzeichneten weltweit erhebliche Einbussen. Die Ereignisse vom 11. September 2001 unterstrichen zusätzlich das Ende des jüngsten Höhenflugs, ohne dass es aber zu einem eigentlich Crash gekommen wäre. Die Börsen haben sich nach dem 11. September 2001 vielmehr erstaunlich rasch wieder aufgefangen. Doch herrscht noch heute allenthalben Unentschlossenheit vor, was sicher auf die zunehmenden politischen Unsicherheiten zurückzuführen ist, aber auch auf Enttäuschungen im Segment der sog. New Economy, auf die Verzögerungen der konjunkturellen Erholung in den USA und in Europa, auf die hartnäckige Wirtschaftskrise in Japan, und, als Sonderfaktor, auf den Vertrauensverlust der Anleger im Anschluss an die Ereignisse um Enron im Herbst 2001. Die Schweizer Börse ist von all diesen Dingen auch betroffen. Während der letzten zwölf Monate hat sie sich aber bei aller Enttäuschung als vergleichsweise widerstandsfähig erwiesen.

Vor dem Hintergrund des historisch gesehen enormen Tempos des Kursanstiegs an den Aktienbörsen während der letzten Jahrzehnte stellt sich die Frage nach dessen Nachhaltigkeit. Eine interessante Kennzahl stellt die Price-Earnings-Ratio (P-E-Ratio) dar. Sie misst das Verhältnis von Aktienkurs und Gewinnen und so indirekt die Profitrate. Einer P-E-Ratio von 20 entspricht als Kehrwert eine Profitrate von 5 %, einer P-E-Ratio von 40 eine solche von 2,5 %. Angesichts der ausgeprägten Volatilität der Börsenkurse und der keineswegs immer gleichgerichteten Volatilität der ausgewiesenen Unternehmensgewinne überrascht nicht, dass die P-E-Ratio mit der Börse stark schwankt. Der Indikator ist daher vor allem

im langfristigen Durchschnitt interessant.² Wenn für den März 2002 P-E-Ratios von 60 (Standard & Poors 500, Nikkei), 45 (DAX) und 30 (SPI) gemessen werden, stellt sich die Frage, ob diese von Dauer sein können oder nicht.

Im langfristigen Vergleich zeigt sich für Standard & Poors 500, dass zwischen 1997 bis heute die P-E-Ratio bis in die neunziger Jahre hinein nur selten die 20er Schwelle überstiegen hat, sich danach aber darüber hinaus schwang und spielend bis über die 40er Marke stieg. Dies kommt einer Reduktion der nominellen Profitraten gleich, welche mit realen Profitraten einhergeht, die unterhalb der volkswirtschaftlichen Wachstumsrate liegen. Die Wachstumsrate des volkswirtschaftlichen Produktionspotenzials ist jedoch ein interessanter Benchmark für die Beurteilung der realen Renditen aller Arten von Kapitalanlagen. Reale Renditen, die – abgesehen von risikobedingten Abweichungen – dauerhaft wesentlich tiefer als die langfristige volkswirtschaftliche Wachstumsrate liegen, sind ebenso schwer vorstellbar wie solche, die dauerhaft wesentlich darüber liegen. Im Falle von sehr hohen P-E-Ratios muss es daher über kurz oder lang entweder zu einer Reduktion der Börsenbewertungen oder zu einer Erhöhung der Unternehmensgewinne auf ein Niveau kommen, welches die hohen Börsenbewertungen rechtfertigen würde.

In der zweiten Hälfte der 90er Jahre begann auch die P-E-Ratio des SPI die 20er Marke über weite Strecken zu überwinden, zeigte zudem kurzfristige Ausreisser nach oben, d.h. auf über 70, um dann in der zweiten Hälfte 2001 wieder auf unter 20 abzufallen. Die P-E-Ratio des SPI ist deutlich volatiler als jene des Standard & Poors 500 oder des DAX.

Die Börsen vermögen die Anleger zwar mittels steigenden bzw. hohen Kursen bzw. mit hohen P-E-Ratios anzulocken, bieten ihnen aber gleichzeitig wenig Sicherheit gegen Bewertungskorrekturen.

² Oder der Indikator wird aufgrund der abdiskontierten erwarteten Gewinne geschätzt. Nur verliert dann die tatsächliche Börsenentwicklung an Einfluss, und die Gewinnschätzungen bzw. die unterstellte Wachstumsrate der Gewinne und der Diskontierungsfaktor dominieren.

Die geschilderte Problematik wird dadurch akzentuiert, dass die Anleger gegenwärtig ohnehin verunsichert sind. Nach dem Aufplatzen der Enron-Blase in den USA, welche ohne die Mitwirkung der Revisionsgesellschaft nicht hätte entstehen können, stellen sich immer mehr Anleger die Frage, wem sie noch vertrauen können. Natürlich entsteht nach jedem grossen Skandal die Gefahr der unzulässigen Verallgemeinerung. Doch hat die Sensibilität der Anleger hinsichtlich der Qualität der Rechnungslegung, der Corporate Governance und der Finanzanalyse schon seit längerem zugenommen. Der Fall Enron hat die Aufmerksamkeit für diese Fragen verschärft.

3. Prioritäre Themen: Eine Auswahl

Nach diesen beiden Perspektiven, einer ersten aus Distanz, welche ein günstiges Bild des Kapitalmarkts Schweiz zeigte, und einer zweiten, kritischeren, welche sichtbar werden liess, dass der Kapitalmarkt Schweiz auch schon attraktiver war und zudem, wie könnte es auch anders sein, den grossen, zurzeit ungünstigen globalen Trends und Themen in ähnlicher Weise unterworfen ist wie ausländische Kapitalmärkte, werde ich in der Folge eine Reihe von Fragestellungen vertiefter behandeln. Ich erhebe keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Die Stärken-Schwächen-Analyse des Kapitalmarkts Schweiz ist nicht im Rahmen eines Vortrags zu leisten.

Als erstes möchte ich mich dem Problemkreis der Corporate Governance, der Rechnungslegung und der Finanzanalyse zuwenden, wohl wissend, dass diese Themen weder nur noch vor allem den Kapitalmarkt Schweiz betreffen. Die Wahl dieses Themas rechtfertigt sich aufgrund seiner grundsätzlichen Bedeutung für die Funktionstüchtigkeit des Kapitalmarkts. Als nächstes gilt meine Aufmerksamkeit der Swiss Value Chain, auf deren Beitrag zur Leistungsfähigkeit des Kapitalmarkts Schweiz ich bereits hingewiesen habe, deren Durchsetzung am Markt jedoch nicht selbstverständlich ist. Anschliessend wende ich mich der bereits erwähnten Erosion der Stellung des CHF als Verschuldungswährung ausländischer Obligationäre zu. Dann gehe ich auf die in diesem Kreis besonders interessierende Frage der Refinanzierung der Banken ein. Schliesslich gestatte ich mir einen Ausflug in die

Makroökonomie, d.h., wir besuchen gemeinsam die «Zinsinsel Schweiz», bevor ich zum Schluss noch die Motivationen in Erinnerung rufe, welche das Engagement der SNB für das Internationale Finanzzentrum Schweiz erklären.

4. Corporate Governance, Rechnungslegung und Finanzanalyse im Umbruch

Beobachter kritisieren schon seit geraumer Zeit, dass die «checks and balances» der schweizerischen Publikumsgesellschaften nur mangelhaft funktionierten. Vermerkt wird die dominierende Präsenz von Schweizern in den Verwaltungsräten hiesiger global tätiger Unternehmen. Aus dem Hinweis auf die Kleinräumigkeit der schweizerischen Gesellschaft und auf deren Neigung zum freundeidgenössischen Kompromiss wird eine ungenügende Kontrolle des Management abgeleitet. Des weitern würden die Offenlegungspflichten von Schweizer Unternehmen den internationalen Standards nicht entsprechen. Neben der geringen Transparenz würden aber auch Stimmrechtsbeschränkungen und andere Barrieren den Einfluss der Aktionäre begrenzen.

In den letzten Wochen sind von börsenkotierten Unternehmen reihenweise die aggregierten Geschäftsleitungs- und Verwaltungsratshonorare veröffentlicht worden. Selbst die SNB hat sich dazu entschlossen. Der Umstand, dass alle in den Medien diskutiert worden sind, zeigt, wie weit man hier zu Lande noch von angelsächsischen Selbstverständlichkeiten weg ist. Die grossen Firmen und solche mit gewichtigen ausländischen Beteiligungen haben die Corporate Governance-Strukturen stärker modernisiert. Der Einfluss von aktiven ausländischen Investoren sowie der internationale Wettbewerbsdruck über die Kapitalmärkte sind die Kräfte, welche die Modernisierung der Unternehmenskontrolle auch in der Schweiz vordringen.

Die Bemühungen zur Erhöhung der Transparenz haben in der Schweiz in letzter Zeit markant zugenommen. Anleger sind nachweislich bereit, für Aktien von Unternehmen mit einer besseren Corporate Governance höhere Preise zu bezahlen. Weil der Schweizer Finanzmarkt in Sachen Unternehmenskontrolle bisher nicht sonderlich gut dastand, hat die SWX am 17. April 2002 nach Billigung

durch die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) eine Richtlinie zur Transparenz, einer zentralen Voraussetzung für eine funktionsfähige Corporate Governance, erlassen. Insbesondere wird in der Richtlinie der SWX die summarische Offenlegung sämtlicher Bezüge von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat kotierter Gesellschaften nunmehr zwingend vorgeschrieben. Den Bezügen zuzurechnen sind dabei nebst Gehalt und Bonuszahlungen auch Optionen- und Aktienzuteilungen, Pensionskassenansprüche und Organdarlehen.

Nach dem Willen einer nationalträtlichen Motion ist für börsenkotierte Unternehmen sowie spezialgesetzliche Aktiengesellschaften und Anstalten des Bundes sogar von Gesetzes wegen vorzuschreiben, dass die Bezüge der Geschäftsleitung und die Entschädigungen der Verwaltungsräte wie in den angelsächsischen Ländern individuell und nicht bloss summarisch offenzulegen sind. Schliesslich hat auch der Bundesrat einen umfassenden Bericht in Aussicht gestellt, in dem das Aktienrecht unter den Grundsätzen der Corporate Governance durchleuchtet werden soll. Auch hier wird es primär um Stärkung der gesellschaftsinternen Gewaltentrennung, um Trennung operativer von strategischer Führung, um Zusammensetzung und Unabhängigkeit des Verwaltungsrates sowie um Transparenz der Bezüge von Verwaltungsrat und Management gehen.

Die Richtlinie der SWX ergänzt und konkretisiert den anfangs April von economiesuisse verabschiedeten sog. «Swiss Code of Best Practice». Auch economiesuisse setzt auf die Selbstregulierung. Der Kodex definiert Corporate Governance und formuliert 30 Empfehlungen und Leitsätze. Schon in der Definition wird klar, dass die Governance auf das Aktionärsinteresse ausgerichtet ist, dass folglich Entscheidungsfähigkeit und Effizienz nicht beeinträchtigt werden dürfen, und dass sie die Grundsätze der Führung, Kontrolle und Transparenz betrifft. Dass es nicht einfach ist, die rechte Balance zu finden, zeigt sich beispielsweise bei der Unabhängigkeit der Verwaltungsräte. Bezüglich Unabhängigkeit des Verwaltungsrats, dessen «Audit»- und «Compensation Committees» sowie bezüglich Verwaltungsrats-Mitgliedschaften «übers Kreuz» werden nuancierte Regelungen vorgeschlagen, immer mit dem Ziel, das Kind nicht mit dem Bade auszuschütten. Der Kodex liefert zweifellos eine wertvolle Richtschnur. Für die

Implementierung sind die Unternehmen, d.h. die Geschäftsleitungen, die Verwaltungsräte und die Aktionäre, selbst verantwortlich.

Nun zur Thematik der Rechnungslegung: In der Europäischen Union (EU) wird ab 2005 eine Rechnungslegung nach den internationalen IAS-Standards für börsenkotierte Unternehmen Pflicht werden. Schweizer Unternehmen sehen sich herausgefordert. Halten sie an den international schwer vergleichbaren und weniger transparenten nationalen Standards fest, werden sie am Kapitalmarkt weniger attraktiv. Nicht zuletzt im Bankensektor besteht, von einer Handvoll der grössten Institute abgesehen, bezüglich IAS Nachholbedarf. Die Umstellung ist aufwändig. Zum einen fallen IT-, Prozessanpassungs- und Ausbildungskosten an. Die Behandlung von Finanzinstrumenten gemäss IAS ist komplex. Die Bewertungsmethode der Kreditrisiken kann wechseln, und die Gestaltungsfreiheit der Gewinne über die Reserven für allgemeine Bankrisiken wird eingeschränkt. Die ausgewiesenen Ergebnisse werden volatiler. Zwar werden die IAS höhere Transparenz und Wahrheitstreue mit sich bringen. Die Rechnungslegung wird jedoch nicht einfacher, was hauptsächlich in mittelgrossen Banken die Frage aufwirft, wie weit sie gehen wollen. Es ist daran zu erinnern, dass ein Unternehmen, das seine Rechnung nach IAS ablegen will, dies von Anfang an über mindestens drei Jahre tun muss. Das Rechnungswesen muss also bereits 2003 umgestellt werden, wenn die Rechnung 2005 nach IAS vorgelegt werden soll.

Das wohl «süffigste» Thema dieses Abschnitts ist die Qualität der Finanzanalyse und die Unabhängigkeit der Analysten. In den Nachrichten wird seit geraumer Zeit auf die Untersuchungen hingewiesen, welche z.B. Generalstaatsanwalt Spitzer gegen verschiedene der grössten Investment Banken in New York führt um festzustellen, ob deren Analysten die Interessen der Kunden in strafrechtlich relevanter Weise verletzt haben. Auch Sammelklagen, wie könnte es anders sein, sind in den USA anhängig. Hintergrund sind Fehlleistungen von Analysten und Banken, z.B. im Fall Enron, aber auch ganz einfach Enttäuschungen der Anleger als Folge von Börsenverlusten. Der Vorwurf lautet, die Banken hätten die Anleger mit geschönten Analysen hinters Licht geführt. Sonderrückstellungen und Wertberichtigungen der Banken sind absehbar. Die Auswirkungen könnten aber weiter reichen. Wieder einmal werden die Vor- und Nachteile der Zusammenfassung

verschiedener Dienstleistungen unter einem Dach zum Thema. Interessenkonflikte zwischen Financial Engineering-, Emissions- und Kreditabteilungen, Wertschriftenhandel und Finanzanalyse bedeuten zwar keineswegs das Ende horizontal integrierter Banken, aber die Ausgliederungen, z.B. der Finanzanalyse in gesonderte Organisationseinheiten oder gar in unabhängige Unternehmen, könnte die Problematik in Zukunft entschärfen.

Auch die Schweizerische Bankiervereinigung (SBVg) erarbeitet zurzeit Empfehlungen, welche die Unabhängigkeit der Finanzanalyse erhöhen sollen. Die Arbeiten sind noch nicht abgeschlossen. Was zum Inhalt bisher bekannt geworden ist, bewegt sich im Rahmen des Üblichen. Die Arbeiten an diesen Empfehlungen wurden von der SBVg frühzeitig, d.h. vor der aktuellen und verschärften Diskussion aufgenommen. Zweifellos wird diese die Empfehlungen beeinflussen. Ich erwarte mit Interesse das Resultat dieser zusätzlichen Selbstregulierung der Banken.

5. Swiss Value Chain unter Druck

Die schweizerische Finanzmarktinfrastruktur, also die organisatorischen Vorkehren und die schweizerischen, hauptsächlich informationstechnischen Systeme, sind jenen der anderen führenden Finanzzentren mindestens ebenbürtig. Die sog. Swiss Value Chain darf vermutlich sogar einen absoluten Spitzenplatz beanspruchen. Die Swiss Value Chain ist ein Musterbeispiel konstruktiver schweizerischer Zusammenarbeit. Die SNB bzw. das SIC besorgt den Geldverkehr, die Börse bzw. die SWX und die virt-x den Wertschriftenhandel und die SIS die Geschäftsabwicklung und die Wertschriftenverwahrung. Das System umfasst alle Schritte von der Auftragseingabe über den Handel, das Clearing, das Settlement und das Custody bis hin zum Reporting. Die Prozesse sind voll automatisiert und von A bis Z auf das sog. «Straight-Through-Processing» angelegt, womit die Risiken minimiert, die Fehlerrate kleiner als anderswo und die Links zu ausländischen Infrastrukturen bezüglich Schnelligkeit und Zuverlässigkeit unübertroffen sind.

Was SIC, SWX, virt-x, Eurex und SIS für den Finanzplatz tun, verdient hohe Anerkennung. Der Himmel ist aber nicht wolkenlos. Wertschriftenhandel und -

abwicklung sind Volumengeschäfte. Im Fall der virt-x ist der Erfolg noch nicht gesichert. Dafür verantwortlich ist vordergründig wohl am ehesten die noch immer beschränkte Liquidität. Nicht ausgeschlossen ist, dass die Vorteile der virt-x hinsichtlich Effizienz und Sicherheit wegen mangelhafter interner Anreizstrukturen in den Banken nicht voll zum Tragen kommen. Hin und wieder scheinen die Händler nur auf den Spread statt auf die Gesamtkosten der Transaktion (inkl. Kosten der Abwicklung und Behebung der Abwicklungsfehler) zu achten. Liessen sich diese Mängel beseitigen, würde auch die Liquidität anwachsen, und die Spreads würden auf die verlangte Höhe sinken.

Das am Beispiel der virt-x aufgezeigte Problem zeigt sich – in natürlich unterschiedlichem Mass und in modifizierter Form – auch andernorts in der Infrastruktur: Die SIS kennt es, und die Banken selber kennen es im Backofficebereich. Die Volumen sind zu gering, die Stückkosten aufgrund der Investitionen zu hoch. Was tun, wenn «state of the art»-Technologien Kostensenkungen und Qualitätsverbesserungen ermöglichen, das dafür nötige Volumen aber immer grösser wird und die einzelne Bank bzw. gar ein Finanzplatz als Ganzes zu klein werden um mitzuhalten?

Zurzeit steht der Finanzplatz Schweiz mitten in der Auseinandersetzung mit dieser Frage. Die Finanzmarktinfrastrukturen, z.B. die Unternehmen der Telekurs-Gruppe, bieten den Banken nicht mehr überall Unterschlupf unter einem gemeinsamen und entsprechend tiefen Kostendach. Die Grossbanken bieten sich den Banken teilweise als Alternativen zu den Gemeinschaftswerken an. Ein zukunftsweisendes Projekt, die Wertschriften-Transaktionsbank, welche im Schoss der SIS entwickelt worden ist und welches den meisten Banken erhebliche Vorteile hätte bieten können, kam nicht zustande, weil es den Interessen der Grossbanken nicht genügte.

Das Spiel wird aber nicht nur nach dem Muster «David gegen Goliath» gespielt. Innerhalb der verschiedenen Bankengruppen und über mehrere Bankengruppen hinweg stellt sich die Frage nach der Zusammenarbeit gebieterischer denn je. Nach wie vor leisten sich einzelne grössere Institute deutlich unterhalb der Grossbankenschwelle Alleingänge z.B. in der Informatik oder in wichtigen Gruppen

werden verschiedene Informatiklösungen parallel gefahren. Auf die verwandte Problematik der Refinanzierung komme ich noch zurück. Der Wettbewerbsdruck nimmt zu. Der Rekurs auf die Wettbewerbskommission und das Beschwören der «Dritten Kraft» genügen nicht. Es bedarf konkreten Handelns. Es ist offensichtlich, dass die Risiken der Alleingänge bzw. Gruppen- bzw. Subgruppenspiele wachsen. Der Finanzplatz Schweiz hat den Strukturwandel nicht hinter sich, sondern vielmehr, trotz aller Leistungen in der Vergangenheit seit den neunziger Jahren, erst noch vor sich.

Vor diesem Hintergrund ist die jüngste Nachricht vom 7. Mai 2002, wonach es einer Gruppe von Kantonalbanken gemeinsam mit den Schweizerischen Raiffeisenbanken doch noch gelungen ist, ein erfolgsversprechendes Projekt für eine Wertschriften-Transaktionsbank zu konzipieren, selbstverständlich erfreulich. Die «Davide» emanzipieren sich.

6. Internationale CHF-Obligationen: Wohin geht die Reise?

Der CHF spielte vor allem in den achtziger Jahren, aber auch noch in den neunziger Jahren eine sehr prominente Rolle als Denominationswährung internationaler Anleihen. Die hohen Volumina liessen sich nur z.T. auf genuine CHF-Bedarf ausländischer Emittenten zurückführen. Wichtiger waren Portfoliooptimierungen oder Arbitrage. In den letzten Jahren ist es aber um die Emissionswährung CHF ruhiger geworden. Nach einem Maximalwert von 20% um 1980 sank der Anteil am Weltmarkt kontinuierlich. Dieser betrug in der ersten Hälfte des Jahres 2001 noch 1% der Neuemissionen. Stark rückläufig war damit natürlich auch der Weltmarktanteil des CHF an den gesamten ausstehenden Anleihen. In den vergangenen fünf Jahren halbierte sich dieser von 1,6% (1996) auf 0,8% (2001). Dem CHF, der in der Emissionsstatistik internationaler Anleihen seit 1988 vom 3. auf den 5. Rang (heute) abgerutscht ist, erwächst nicht nur Konkurrenz aus den Hauptwährungen, sondern neulich auch aus ostasiatischen Währungen.

Die möglichen Gründe für die abnehmende Bedeutung des CHF als internationale Anlage- und Emissionswährung sind mannigfaltig. Dazu zählen:

- Schwinden der komparativen Vorteile des Emissionsmarkts Schweiz infolge des Aufholens der ausländischen Konkurrenz.
- Reduzierte Marktliquidität bzw. erheblicher Zuwachs an Liquidität im Euro-Segment.
- Verringerter Diversifikationswert des CHF aufgrund der reduzierten Anzahl von Währungen und der Ähnlichkeit von CHF- und Eurowechselkursen.
- Diskussion um das Bankkundengeheimnis und erwartete Einführung einer Zahlstellensteuer auf den Zinserträgen.
- Verankerungsprinzip als Ursache für eine verpasste Entwicklung eines CHF-Eurobondmarktes.

Zum Verankerungsprinzip so viel: Es besagt, dass das federführende Institut einer CHF-Emission seinen Sitz in der Schweiz haben muss. Es stammt aus dem Jahre 1993 und wurde von der SNB aus geldpolitischen Gründen eingeführt, nachdem damals aus wettbewerbspolitischen Gründen die Syndizierungspflicht dahinfiel. Das Ziel bestand in der Sicherung der Information über das Geschehen im Bereich der CHF-Emissionen, und zwar auf der Grundlage der Meldepflicht der Lead-Banken. Ob diese Begründung heute jedoch noch gleichermassen trägt, ist zu überprüfen. Immerhin ist nicht auszuschliessen, dass die Auswirkungen auf den Finanzplatz Schweiz nicht nur positiv waren. Zwar mag damit eine gewisse Förderung der Emissionsaktivitäten der Banken in der Schweiz einhergegangen sein, welche dem Finanzplatz zusätzliche Wertschöpfung brachte. Andererseits wurde damit möglicherweise die Emission von auf CHF lautende sog. Eurobonds in London erschwert, was wohl mit dazu beigetragen haben könnte, dass der CHF als Denomination von Anleihen von Auslandschuldnern so stark an Bedeutung verloren hat.

Auch die Diskussion um das Bankkundengeheimnis à la Suisse, welche nunmehr seit vielen Jahren andauert, und insbesondere die Erwartung, dass die Schweiz über kurz oder lang gegenüber der Europäischen Union eine Konzession in Form einer Zahlstellensteuer auf den Zinserträgen von Eigentümern von Obligationen mit

Steuerdomizil in der Europäischen Union einführen wird, trägt nicht zur Attraktivität der CHF-Obligationen bei.

Insgesamt sollten jedoch weder das Verankerungsprinzip noch die Zahlstellensteuer als Erklärungen für die abnehmende Bedeutung des CHF als Denomination für Anleihen ausländischer Schuldner überbewertet werden. Die Entwicklung der vergangenen Jahre reflektiert vielmehr in erster Linie die Normalisierung der Marktverhältnisse nach dem Zweiten Weltkrieg. Das Emissionsgeschäft in der Schweiz ist im Gegensatz zu früher nicht mehr einzigartig. Andere Emissionszentren, vor allem London, sind regulatorisch und wirtschaftlich attraktiver geworden. Und durch die Einführung eines grossen Euromarktes hat sich die Marktliquidität der CHF-Obligationen verringert.

Trotzdem stellt sich die SNB zurzeit die Frage, ob sie das Verankerungsprinzip aufheben soll. Dessen geld- und währungspolitische Bedeutung hat gegenüber 1993 wahrscheinlich abgenommen. Sollte sich herausstellen, dass das Verankerungsprinzip geld- und währungspolitisch überflüssig geworden ist und dass es wettbewerbspolitisch störend und industriepolitisch sogar kontraproduktiv wirkt, wäre dessen Abschaffung ins Auge zu fassen. Allerdings: Wunder dürfen davon nicht erwartet werden. Der Finanzplatz London ist im Emissionsgeschäft mittlerweile zu einer Art von «Selbstläufer» geworden, und der Euro ist und bleibt attraktiv. Das bedeutet, dass das Emissionsgeschäft kaum in grossem Umfang in die Schweiz zurückzuholen sein wird. Hinzu kommt, dass ein allenfalls trotzdem gesteigertes Gewicht des CHF als internationale Anlage- und Verschuldungswährung währungspolitisch nicht nur Vorteile mit sich bringen muss. Der CHF könnte noch mehr als bisher zum Spielball der internationalen Spekulation werden. Dem wäre aber entgegen zu halten, dass mit der Vergrösserung des Marktes für CHF-Obligationen auch dessen Liquidität und Tiefe zunehmen würde, was die Verwundbarkeit des CHF wiederum vermindern könnte.

Schliesslich ist nicht zu vergessen, dass die internationale Bedeutung des CHF als Anlage- und Verschuldungswährung so oder so nicht gegen null konvergieren wird. Unabhängig von Verankerungsprinzip und Zahlstellensteuer dürfte der CHF nicht ausgespielt haben. Vieles spricht auch in Zukunft für ihn. Dazu zählt die auf

Stabilität ausgerichtete, autonome Geldpolitik der SNB sowie das durch die Einführung des Euro verursachte Verschwinden vieler Währungen. Je mehr Alternativwährungen wegfallen, desto bedeutsamer ist die Funktion des CHF als Diversifikationsinstrument.

7. Refinanzierung der Banken vor neuen Herausforderungen³

Während in der schweizerischen Volkswirtschaft das Volumen an Hypotheken weiterhin wächst, nehmen die traditionellen Spargelder bereits seit Jahren ab. Am Anfang der neunziger Jahre konnten über 100% der Ausleihungen mit traditionellen Passivgeldern gedeckt werden. Nun sehen sich zwar vorläufig noch nicht die Raiffeisen-, wohl aber die Kantonal- und noch mehr die Regionalbanken mit wachsenden Schwierigkeiten der Refinanzierung konfrontiert. Während die Regionalbanken (Kantonalbanken) 1996 noch über 100% (105%) ihrer Hypothekendarlehen mit Kundendepots decken konnten, hat sich dieses Verhältnis Ende 2000 auf rund 85% (90%) zurückgebildet. Diese Finanzierungslücke hat verschiedene Gründe. Die Sparer bzw. Anleger sind besser informiert als früher und können mit geringem Aufwand Angebote vergleichen und die Anlageinstrumente wechseln. Die Haltung der Anleger hat sich speziell in den Jahren der Börsenhausse verändert. Die Wertpapiermärkte und die von den Banken zu Recht forcierten Anlagefonds entzogen den Bankbilanzen die Mittel.

Um sich auf diesen Trend einzustellen, kann die einzelne Bank kurzfristig vermehrt Mittel bei anderen Banken holen. Je nach Zinskurve, Bonitätsverhältnissen und lokalem Wettbewerb kann dies ein Ausweg sein. Eine Dauerlösung für eine ganze Branche ist es aber bestimmt nicht. Auch der Gang zu einer ausländischen Bank, z.B. zu einer deutschen Landesbank, welcher unter Kantonalbanken vorkommt, kann zu Enttäuschungen führen. Man muss sich doch fragen, weshalb eine

³ Obwohl sich selbstverständlich auch die Grossbanken mit der Refinanzierung auseinandersetzen müssen, wird die Refinanzierung der Banken im Folgenden ausschliesslich mit Blick auf die übrigen im Retailgeschäft tätigen Banken in der Schweiz behandelt.

ausländische Bank einer schweizerischen Bank zu schweizerischen Konditionen, d.h. zu international gesehen tiefen Zinsen Geld zu leihen bereit ist. Sicher steht, bei allem Respekt vor der Bonität der Kantonalbanken, auch die Hoffnung, vielleicht sogar die Spekulation des Gläubigers auf eine Aufwertung des CHF dahinter. Aufwertungen, welche den Produktivitätsdifferenzen der Währungsräume folgen, sind selbstverständlich immer zu erwarten und erwünscht. Diese vollziehen sich im Allgemeinen relativ langsam und übersteigen nicht ein gewisses Mass. Aus Sicht der SNB eignet sich der CHF nicht als Spielball von darüber hinausgehenden Bewegungen. Sollte sich diese Auffassung, wie seitens der SNB gewünscht, im Markt durchsetzen, ist nicht auszuschliessen, dass sich die Konditionen der Interbankkredite aus dem Ausland merklich verschlechtern werden.

Den Banken bietet sich selbstverständlich auch der Gang an den Kapitalmarkt an. Im Vordergrund stehen Pfandbrief- und Obligationenanleihen. Der direkte Weg auf den Obligationenmarkt steht allerdings nur den grösseren Instituten mit einem Rating offen. Hinzu kommt, dass wichtige Schuldner, d.h. die Kantonalbanken, überwiegend von der Staatsgarantie profitieren, was für die übrigen Banken einen Wettbewerbsnachteil bedeutet. Dieser fällt auch dann ins Gewicht, wenn die Banken den Weg der Ausgabe von Pfandbriefen oder der Verschuldung über ein eigens für diesen Zweck geschaffenes Emissionsvehikel im Sinne der KMB-Bank beschreiten, wie es durch die RBA-Gruppe zurzeit vorangetrieben wird, oder über die Zentralbank der Raiffeisenbanken an den Kapitalmarkt herantreten.

Pfandbriefdarlehen setzen die Erfüllung strenger Vorschriften voraus, welche den Pfandbriefobligationen eine ausserordentlich hohe Bonität verleihen. Der weite Teilnehmerkreis und die Möglichkeit, selbst mit kleinen Beträgen mitzumachen, begünstigt die Liquidität der Pfandbriefe. Die hohen Anforderungen der Pfandbriefinstitute an die Dokumentierung der Pfänder zwingt die Teilnehmer zu Disziplin und wirkt wie eine zusätzliche Überwachung. Das Instrument ist gerade für die kleineren Institute unverzichtbar. Das Wachstumspotenzial ist allerdings beschränkt. Die tiefe Belehnungsgrenze, die faktische Beschränkung auf erstklassige Pfänder, sprich Wohnbauten, und, dies betrifft speziell die Regionalbanken, deren Untervertretung in den wirtschaftlich dynamischen Agglomera-

tionen und Regionen lassen bestenfalls einen Gleichschritt mit dem BIP-Wachstum zu.

Was schliesslich die Alternativen zu den Pfandbriefen, die sog. Mortgage-Backed-Securities betrifft, so blieben schweizerische Emissionen vorderhand die Ausnahme. Bisher hat neben den Grossbanken einzig die Zürcher Kantonalbank ein solches Instrument emittiert, und auch dies tat sie im Alleingang.

Der Zugang der Hypothekarinstitute zum Kapitalmarkt ist und bleibt beschwerlich. Noch zeigt sich dies vor allem bei den Regionalbanken, doch stehen ihre Konkurrenten vor grundsätzlich ähnlichen Problemen. Wir gehen davon aus, dass der Anteil der Hypothekardarlehen, die durch Pfandbriefe finanziert werden, bei den Regionalbanken weiterhin um 20 % betragen wird, während die entsprechenden Anteile für die Kantonal- und Grossbanken bei 30–35 % liegen. Was kann eine Regionalbank in dieser Situation tun?

Potenzial dürfte die weitere Optimierung des Asset and Liabilities Management (ALM) bergen. Es fällt auf, dass die Regionalbanken der grössten Finanzierungslücke gegenüberstehen, aber gleichzeitig nicht die kleinste Liquiditätsdecke aufweisen. Ist dies allein Ausdruck berechtigter Vorsicht oder spielt allenfalls eine zu hohe operationelle Nachfrage nach Liquidität hinein? Lassen sich die Liquiditätspolster vor dem Hintergrund der Finanzierungsprobleme etwas abbauen? Dem Beobachter des Bankenverhaltens rund um das Repogeschäft fällt auf, dass die Möglichkeiten der Eigenmittelloptimierung generell noch keineswegs ausgeschöpft sind und das Collateral-Management manchenorts diesen Namen kaum verdient. Fast scheint es, als ob Eigenkapital ohne Restriktion zur Verfügung stünde. Jedenfalls ist es nicht ohne weiteres nachvollziehbar, weshalb das Blankogeschäft gegenüber dem Repo noch immer so stark dominiert.

Das ALM wirft aber noch grundsätzlichere Fragen auf. Sind die Zinsrisiken so unter Kontrolle, dass auch schockartige Entwicklungen nicht in Verlegenheit führten? Sind für die vielleicht massierten Vorfälle in der Zukunft die nötigen Vorkehrungen getroffen worden? So wie sich etwa der Bund durch rechtzeitigen Aufbau von Gegenpositionen auf Vorfälle von Jumboanleihen vorbereiten muss, so kann sich auch die kleine Hypothekarbank nicht auf eine automatische Refinanzierung zu

günstigen Konditionen verlassen. Auch wenn die heutige Tiefzinsphase schon lange anhält, darf niemand vergessen, dass auch wieder andere Zeiten kommen werden.

Gestatten Sie mir zum Abschluss dieses Kapitels eine Bemerkung zum KMB-Projekt der RBA-Holding: Angesichts der geschilderten Probleme der Refinanzierung des Hypothekengeschäfts in der Schweiz und der grossen Trends, die gegen die kleinen Institute und Gruppen laufen, erscheint es mir als höchst erwünscht, dass das KMB-Projekt vorankommt. Ich erinnere daran, worum es geht. Zwecks der Verbesserung des Zugangs insbesondere der kleineren Regionalbanken zum Kapitalmarkt sollen diese einem Vertragskonzern mit Bankenstatus beitreten, der dank eines Ratings und seiner Grösse kapitalmarktfähig sein wird. Während die Teilnehmer rechtlich und operativ selbstständig bleiben, bekäme der Konzern – ähnlich der Raiffeisenzentrale – allerdings auch Kontroll- und Weisungsbefugnisse zum Schutz der Solidargemeinschaft. Ohne eine Einschränkung der Autonomie der Teilnehmerbanken ist der Vertragskonzern nicht zu haben. Die Teilnahme würde sich für die Banken aber trotzdem lohnen, insbesondere dann, wenn der KMB-Konzern kapitalkräftig genug würde, um die jeweils akuten Refinanzierungsbedürfnisse der Teilnehmerbanken vorübergehend und gestützt auf eigene Mittel zu decken bzw. die Abfolge seiner Emissionen den Marktkonditionen anzupassen.

Die Qualität der RBA-Gruppe würden durch die Verwirklichung des KMB-Projekts also weiter gestärkt. Die RBA-Mitgliedbanken würden, weil neu gruppiert und damit im Kapitalmarkt besser positioniert, einander ebenbürtiger. Die RBA-Banken würden somit einen weiteren, und meines Erachtens wesentlichen Schritt zur Erhaltung ihrer Überlebensfähigkeit vollziehen.

8. Die Zinsinsel bleibt erhalten

Die SNB betreibt eine autonome Geldpolitik. Das heisst, dass sie ihre Zinsentscheide an den Bedürfnissen der Schweiz ausrichtet. Eine wichtige Folge der geldpolitischen Eigenständigkeit ist das mit Ausnahme Japans weltweit tiefste Zinsniveau. Im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre waren die kurzfristigen

Zinsen 1 bis 1,5 Prozentpunkte tiefer als in Deutschland, dem Land mit den nach der Schweiz historisch tiefsten Zinsen in Europa. Bei längeren Laufzeiten betrug die Differenz sogar 2,2 Prozentpunkte. Die Schweiz weist international betrachtet tiefe Inflationsraten über sehr lange Zeit auf. Das fördert das Vertrauen in den CHF. Je grösser das Vertrauen, desto weniger Zins verlangen die Käufer von Anlagen in CHF. Tiefe Zinsen stellen für eine Volkswirtschaft einen nicht zu unterschätzenden Vorteil dar.

Nebst der erfolgreichen autonomen Geldpolitik gibt es weitere Gründe für die Zinsinsel. Eine Erklärung ist die hohe Sparquote in der Schweiz. Wichtig sind auch die politische Stabilität, die Leistungsfähigkeit des Finanzsektors und insgesamt anlegerfreundliche gesetzliche Rahmenbedingungen. Demnach sind Investoren bereit, beim Kauf von CHF-Anlagen eine Versicherungsprämie im Sinne entgangener Zinseinkünfte zu bezahlen, um ihr Portefeuille gegen Krisenfälle abzusichern.

Der Zinsvorteil in der Schweiz wäre spätestens dann weitgehend eliminiert, wenn die Schweiz auf ihre geldpolitische Autonomie verzichten würde. Dieser Fall würde dann eintreten, wenn wir der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) beitreten würden. Eine Anhebung der Schweizer Nominalzinsen auf das europäische Niveau würde sich aber auch schon dann verwirklichen, wenn die SNB den CHF nicht mehr frei schwanken liesse, sondern an den Euro anbinden würde. Mit einer Euroanbindung verpflichtete sich nämlich die SNB, den Wechselkurs des CHF gegenüber dem Euro auf einem bestimmten Kurs zu halten. Da das Wechselkursrisiko wegfiel und Euro- und CHF-Anlagen kaum mehr voneinander zu unterscheiden wären, würde auch der Zinsbonus verschwinden.

Die Konsequenzen einer permanenten Zinserhöhung wären vielschichtig und überwiegend unerwünscht.

Zunächst würde jeder Zinsanstieg auch eine reale Zinserhöhung bedeuten. Reale Erhöhungen der Zinsen hätten tendenziell eine negative Wirkung auf das schweizerische BIP. Der Grund liegt in der verminderten Investitionsbereitschaft als Folge des erhöhten Zinsniveaus. Ferner käme es zu einer Umverteilung zwischen Schuldern und Gläubigern. Während sich die Gläubiger einer höheren Rendite

erfreuen könnten, sähen sich die Schuldner einer höheren Zinslast gegenüber. Auf Schuldnerseite am stärksten betroffen wären der Staat, die Unternehmungen, die privaten Hypothekarschuldner und indirekt auch die vielen Mieter. Zu den Gewinnern zählten die Nominalwertsparer und die Pensionskassen.

Während der Anpassungsphase von einem niedrigen zu einem höheren Zinsniveau kämen die Löhne infolge des Produktionsrückganges unter Druck. Lohnreduktionen sind erfahrungsgemäss nur schwer durchzusetzen. Der Anpassungsprozess wäre deshalb mit einer Rezession verbunden, bei der die Beschäftigung zurückgehen und die Arbeitslosigkeit steigen würde. Die genaue Dauer dieses Anpassungsvorganges ist nicht prognostizierbar. Sie hängt von der Flexibilität der Wirtschaft ab.

Steigen die Zinsen, dann vermindern sich auch der Ertragswert der bestehenden Kapitalgüter. Der Wert einer Anlage, sei es eine Staatsobligation, Realkapital oder ein Einfamilienhaus, entspricht dem heutigen Wert der erwarteten zukünftigen Erträge, welche diese Anlage abwirft. Steigt der Zinssatz, so sinken die abdiskontierten Werte der Vermögensobjekte. Eine Tieferbewertung von Vermögensaktiven kann die Konsumbereitschaft der Betroffenen eine Zeit lang beeinträchtigen und die Rezession in der Übergangszeit verstärken. Die Pensionskassen, die langfristig eine höhere Rendite auf ihren Investitionen erzielten, müssten in der kurzen Frist ebenfalls Verluste hinnehmen.

Schliesslich könnte auch die Stabilität des Finanzsystems darunter leiden. Eine Neubewertung von Vermögensbestandteilen würde nämlich insbesondere auch jene Unternehmungen treffen, die ihre Immobilien als Sicherheiten für Bankkredite verwenden. Je tiefer die Immobilienwerte sind, desto geringer ist der Grad der Kreditdeckung. Die ausstehenden Kredite werden für die Banken riskanter. Ferner könnte ein Zinsanstieg bestimmte Schuldner in Zahlungsschwierigkeiten bringen und das Volumen an faulen Krediten erhöhen. Die Banken müssten entsprechende Rückstellungen bilden und ihre Kreditpolitik überprüfen.

Langfristig am wichtigsten wären aber wohl die Folgen für die Preisstabilität in der Schweiz. Eine Anbindung des CHF- an den Eurowechselkurs würde die geldpolitische Autonomie der SNB beseitigen. Die Inflationsrate der Schweiz würde

sich jener im Euroraum anpassen. Dadurch würde der in der ersten Zeit nach dem Regimewechsel der Geldpolitik erwartete Anstieg der Realzinsen zwar wieder vermindert, doch die besondere Stabilität des CHF wäre eliminiert und der Auftrag der SNB, welche die Preisstabilität zu sichern hat, wäre wohl anders als bisher zu interpretieren. Eine Anbindung des CHF- an den Eurowechselkurs ist somit auch aus diesem, durchaus fundamentalen Grund nicht zu verantworten.

9. Die SNB engagiert sich für den Kapitalmarkt Schweiz

Die SNB ist nicht nur Teil des Geld- und Kapitalmarkts Schweiz und gestaltet den Zahlungsverkehr massgebend mit, sondern sie engagiert sich auch für das Internationale Finanzzentrum Schweiz und für dessen Kapitalmarkt.

Die SNB führt die Geld- und Währungspolitik des Landes. Sie sorgt für Preisstabilität und reibungslos funktionierenden Zahlungsverkehr. Somit trägt sie Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems, was zusätzlich noch durch ihre Funktion als sog. «Lender of Last Resort» unterstrichen wird. Die SNB hat ein offensichtliches und hohes Interesse an der Solidität, Flexibilität und Leistungsfähigkeit des schweizerischen Finanzsystems einschliesslich effizienter und robuster Wertschriften- und Zahlungssysteme.

Am wichtigsten ist für die SNB die Rolle des Finanzsystems als Plattform zur Führung einer erfolgreichen Geldpolitik. Zur Durchführung ihrer geldpolitischen Geschäfte, nicht nur der Repos, ist die SNB auf Geschäftsbanken mit Domizil in der Schweiz angewiesen. Über den Repozins, d.h. den Zins, den die Banken der SNB für die Zurverfügungstellung von Liquidität zu bezahlen haben, kann die SNB das Geld für die Banken verbilligen oder verteuern. Eine effiziente Geldpolitik bedingt eine flexible Preisbildung auf dem Geld- und Kapitalmarkt sowie Verlässlichkeit und Stabilität der Geschäftspartner der SNB. Nur so kann eine von der SNB ausgelöste Zinsänderung in der gewünschten Weise auf die Finanzmärkte, das Preisniveau und den realen Sektor umgesetzt und übertragen werden.

Weist ein Finanzplatz die gewünschten Eigenschaften auf, so widerspiegeln die finanziellen Indikatoren und speziell die Zinsen die ökonomische Realität genauer und die geldpolitischen Impulse werden rasch und in voraussehbarer Weise in die

Wirtschaft hineingetragen. Und auch der Lender of Last Resort wird weniger beansprucht.

Die SNB hat aus diesen Gründen schon immer an der Gestaltung des Finanzsystems mitgewirkt. Ihr Beitrag zum SIC ist der augenfälligste. Die SNB wird diesen Weg weiter beschreiten. Per 2001 hat sie ein Kompetenzzentrum für Systemstabilität geschaffen. Aufgabe des Kompetenzzentrums ist es dazu beizutragen, Fehlentwicklungen im Finanzsystem zu entdecken und zu verhindern. Mittel dazu sind gute Rahmenbedingungen, also gute Regulierung und Aufsicht, aber auch die Konstruktion vorseilender Indikatoren, um systemrelevante Entwicklungen frühzeitig zu identifizieren. Im Ausland werden diese häufig dazu eingesetzt, sog. «Financial Stability Reports» zu verfassen, die zum Teil regelmässig veröffentlicht werden.

Die Schweiz kann sich ein Scheitern des Internationalen Finanzzentrums Schweiz einschliesslich dessen Kapitalmarkts nicht leisten. Zu viel steht auf dem Spiel. Dabei geht es allerdings nicht um die Erhaltung von alten bzw. bequemen Strukturen, sondern um die Förderung der Wettbewerbsfähigkeit eines wichtigen Teils der schweizerischen Volkswirtschaft. An dieser Aufgabe müssen sich viele beteiligen. Der Beitrag der SNB betrifft primär die Sicherung der Geldwertstabilität. Geldwertstabilität ist ein zentraler Bestandteil der Rahmenbedingungen, welche erfüllt sein müssen, damit eine angemessene Fortentwicklung des Wohlstands in der Schweiz möglich ist. Darüber hinaus trägt die SNB einen Teil der Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems, und sie trägt zu dessen angemessener Fortentwicklung bei.