

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIONALA SVIZRA 

# Quartalsheft



# Schweizerische Nationalbank

## Quartalsheft

Juni

2/2003

21. Jahrgang



## Inhalt

4	Übersicht
5	Sommaire
6	Sommario
7	Overview
8	<b>Geldpolitische Lagebeurteilung zur Jahresmitte</b>
14	<b>Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz</b>
15	1 Internationale Rahmenbedingungen
15	1.1 Konjunktur
17	1.2 Monetäre Entwicklung
18	1.3 Konjunkturaussichten
19	2 Monetäre Lage
19	2.1 Zinsen
22	2.2 Wechselkurse
23	2.3 Geldaggregate
25	2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung
27	3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion
27	3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion
29	3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz
32	3.3 Investitionen
33	3.4 Konsum
34	3.5 Kapazitätsauslastung
34	3.6 Konjunkturaussichten
35	4 Arbeitsmarkt
35	4.1 Beschäftigung
36	4.2 Arbeitslosigkeit
37	4.3 Löhne
37	4.4 Personenfreizügigkeit mit der EU
38	5 Preise
38	5.1 Konsumentenpreise
39	5.2 Kerninflation
40	5.3 Preise des Gesamtangebots
41	6 Teuerungsaussichten
41	6.1 Internationale Preisentwicklung
41	6.2 Preisentwicklung im Inland
42	6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2003–2005
43	7 Konjunkturlage aus Sicht der regionalen Wirtschaftsbeobachtung
43	7.1 Produktion
44	7.2 Arbeitsmarkt
44	7.3 Preise und Margen
46	<b>Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 25. April 2003</b> Hansueli Raggenbass
52	<b>Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank vom 25. April 2003</b> Jean-Pierre Roth
60	<b>Bericht zur Stabilität des Finanzsystems</b>
86	<b>Goldstandard, Deflation und Depression: Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise</b> Mathias Zurlinden
118	<b>Geld- und währungspolitische Chronik</b>

# Übersicht

## **Geldpolitische Lagebeurteilung (S. 8)**

Die Nationalbank beschloss am 13. Juni 2003, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,0%–0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll bis auf weiteres im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% gehalten werden. Die Erholung der Weltwirtschaft dürfte sich erneut verzögern, so dass auch in der Schweiz erst im Laufe von 2004 mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung zu rechnen ist.

## **Wirtschafts- und Währungslage (S. 14)**

Die internationale Konjunktur schwächte sich im ersten Quartal 2003 ab. Lähmend wirkten insbesondere der drohende Irakkrieg, der damit verbundene starke Anstieg der Erdölpreise sowie der erneute Rückgang der Aktienkurse. Nach dem enttäuschenden Jahresbeginn besserten sich im zweiten Quartal die Voraussetzungen für eine Erholung der Weltwirtschaft. Die Konjunktur dürfte jedoch nur langsam an Schwung gewinnen.

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lag 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die erneute Konjunkturabschwächung ist in erster Linie auf den starken Rückgang der Exporte zurückzuführen und widerspiegelt damit die anhaltend schwache internationale Konjunktur. Die Beschäftigung bildete sich weiter zurück und die Zahl der Arbeitslosen nahm zu.

Die expansive Geldpolitik zeigte in den Monaten März bis Juni deutliche Wirkungen. Der Euro, der seit anderthalb Jahren meist zwischen 1,45 und 1,48 Franken gehandelt wurde, stieg bis Anfang Juni gegen 1,55. Die breiteren Geldaggregate nahmen verstärkt zu. Die Stagnation des Notenumlaufs sowie der Inlandkredite widerspiegelt weiterhin die schwache Konjunktur.

## **Generalversammlung der Aktionäre (S. 46)**

Der Präsident des Bankrates der Schweizerischen Nationalbank, Hansueli Raggenbass, erläuterte an der Generalversammlung vom 25. April zunächst den Jahresabschluss 2002, in dem sich einmal mehr die beträchtlichen Goldpreis-, Wechselkurs- und Zinsrisiken der Bank widerspiegelten. Die Nationalbank ist auf ausreichende Währungsreserven angewiesen, die ihre Funktion nur dann einwandfrei erfüllen können, wenn sie am Markt nicht abgesichert werden. Sie schüttet deshalb nicht den gesamten Ertragsüberschuss aus, sondern bildet Rückstellungen. Ein weiteres Thema war die Stärkung der Corporate Governance, die im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes angestrebt wird.

Der Präsident der Nationalbank, Jean-Pierre Roth, äusserte sich zur Konjunkturentwicklung und zur Geldpolitik. Die Hoffnung auf eine Konjunkturbe-

lebung wurde im Jahre 2002 enttäuscht und die Nationalbank lockerte ihre Geldpolitik weiter. Die Perspektiven für 2003 bleiben ungewiss. Erst ein Aufschwung der Weltwirtschaft dürfte auch der Schweizer Wirtschaft Erleichterungen bringen. Um ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen und um ihre Sozialwerke längerfristig zu sichern, muss die Schweiz aber grosse Anstrengungen unternehmen, den Binnenmarkt liberalisieren und die Investitionen, den Innovationsgeist und den Arbeitseinsatz jedes Einzelnen fördern.

## **Stabilitätsbericht (S. 60)**

Der schweizerische Bankensektor erwies sich gegenüber der konjunkturellen Verschlechterung sowie gegenüber dem Einbruch an den Börsen im Jahr 2002 als widerstandsfähig. Zum einen blieb er auch im vergangenen Jahr profitabel: Trotz eines deutlichen Gewinnrückgangs im Vergleich zum Vorjahr liegt die Rentabilität nahe beim Mittelwert des letzten Jahrzehnts. Zum andern hat der Bankensektor seine Kapazität, Schocks zu absorbieren, aufrecht erhalten. Die Eigenmittelausstattung des Bankensektors Ende 2002 ist sowohl im internationalen wie auch im historischen Vergleich als gut zu beurteilen. Schliesslich wurde auch kein grösseres Ungleichgewicht als Quelle einer möglichen Krise identifiziert. Das schweizerische Bankensystem wird demzufolge als stabil beurteilt. Auch bei den Finanzmarktinfrastrukturen, d.h. im Bereich der Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Geschäften mit Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten, präsentiert sich die Lage gut. Insgesamt verfügt der Finanzplatz Schweiz über eine gut funktionierende Infrastruktur, die hinsichtlich Sicherheit und Effizienz auch im internationalen Vergleich sehr gut abschneidet.

## **Goldstandard, Deflation und Depression (S. 86)**

Dieser Aufsatz zeichnet anhand der wichtigsten Indikatoren die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft in der Grossen Depression nach. Den Ausgangspunkt bilden die Auffassungen von Eichengreen und Temin, wonach der internationale Goldstandard eine wichtige Rolle bei der Verbreitung der Deflation und der Vertiefung der Depression spielte, sowie von Bernanke, der die Bedeutung der Schwierigkeiten im Bankensektor betonte. Die Schweiz gehörte in der Grossen Depression zu den Ländern, die am längsten an den alten Goldparitäten festhielten und die internationale Wettbewerbsfähigkeit über eine Senkung des Kosten- und Preisniveaus wiederherzustellen versuchten. Diese Politik schlug fehl, so dass die wirtschaftliche Erholung – trotz Goldzuflüssen und eines Anstiegs der nominellen und realen Geldmengen – spät einsetzte.

## **Appréciation de la situation économique et monétaire au milieu de l'année (p. 8)**

Le 13 juin 2003, la Banque nationale a décidé de laisser inchangée à 0%–0,75% la marge de fluctuation du Libor à trois mois et de maintenir, jusqu'à nouvel avis, le Libor à trois mois dans la zone inférieure de la marge, soit autour de 0,25%. La reprise de l'économie mondiale sera probablement retardée une nouvelle fois, de sorte qu'il faudra attendre l'année 2004 pour observer, en Suisse également, une amélioration sensible de la conjoncture.

## **Situation économique et monétaire (p. 14)**

La conjoncture a faibli sur le plan mondial au premier trimestre de 2003. Plusieurs facteurs, en particulier la menace d'une guerre en Irak, la forte hausse des prix des produits pétroliers qui en a découlé et la nouvelle baisse des cours des actions, ont contribué au ralentissement de l'activité économique. Après un début d'année décevant, les conditions préalables à une reprise de l'économie mondiale se sont améliorées au deuxième trimestre. Mais la conjoncture ne retrouvera sans doute que lentement de la vigueur.

Au premier trimestre, le produit intérieur brut réel de la Suisse a reculé par rapport au trimestre précédent, mais aussi en comparaison annuelle (–0,6%). Cette nouvelle détérioration de la conjoncture est due principalement à un fort repli des exportations et reflète ainsi la persistance de la faiblesse de l'activité sur le plan international. L'emploi a continué à diminuer, et le chômage s'est accru.

La politique monétaire expansionniste a eu de sensibles répercussions dans les mois de mars à juin. Après avoir fluctué généralement entre 1,45 et 1,48 franc pendant un an et demi, l'euro s'est raffermi, passant à près de 1,55 franc début juin. La croissance des agrégats monétaires au sens large s'est accélérée. La stagnation tant des billets en circulation que des crédits en Suisse montre que la conjoncture est restée faible.

## **Assemblée générale des actionnaires (p. 46)**

Lors de l'Assemblée générale des actionnaires du 25 avril, Hansueli Raggenbass, président du Conseil de banque de la Banque nationale suisse, a commenté d'abord les comptes annuels pour 2002, comptes qui reflètent une fois encore les risques considérables de taux d'intérêt, de cours de change et, sur l'or, de prix auxquels est exposé l'institut d'émission. Ce dernier doit détenir des réserves monétaires suffisantes, et ces réserves ne peuvent vraiment remplir leur rôle que si elles ne sont pas couvertes, par des opérations à terme, contre les risques de change. Ses excédents de recettes ne sont par conséquent pas distribués intégralement; ils servent aussi à constituer des provisions. Un des autres thèmes traités a porté sur le renforcement du gouvernement d'entreprise à la faveur de la révision de la loi régissant la Banque nationale.

Le président de la Direction générale de la Banque nationale, Jean-Pierre Roth, a consacré son exposé principalement à l'évolution de la conjoncture et à la politique monétaire. L'année 2002 a été décevante pour l'économie suisse. La conjoncture n'a pas marqué la reprise attendue, et la Banque nationale a assoupli encore sa politique monétaire. Les perspectives pour 2003 restent incertaines. Lorsque la conjoncture mondiale retrouvera de la vigueur, l'économie suisse en bénéficiera aussi. Pour atteindre une croissance durable et garantir la pérennité de ses assurances sociales, la Suisse doit cependant s'astreindre à de gros efforts, libéraliser son marché intérieur, mais aussi soutenir l'effort de travail, l'innovation et l'investissement.

## **Rapport sur la stabilité du système financier (p. 60)**

En 2002, le secteur bancaire suisse a bien résisté à la détérioration de la conjoncture et à la chute des cours des actions. En effet, il est resté rentable; bien que les bénéfices dégagés par les banques aient fléchi sensiblement d'une année à l'autre, sa rentabilité se situe à un niveau proche de la moyenne observée pour la dernière décennie. De plus, le secteur bancaire est parvenu à garder intacte sa capacité à absorber des chocs. A fin 2002, sa dotation en fonds propres était toujours élevée en comparaisons historique et internationale. Enfin, aucun déséquilibre majeur, source possible de crise, n'a été identifié. Aussi le système bancaire suisse peut-il être qualifié de stable. Du côté de l'infrastructure du marché financier, soit des systèmes de compensation et de règlement des paiements et opérations sur titres et autres instruments financiers, la situation paraît bonne. Dans l'ensemble, la place financière suisse est dotée d'une infrastructure qui fonctionne bien et occupe une position de choix, en comparaison internationale, sous l'angle de la sécurité comme sous celui de l'efficacité.

## **Régime de l'étalon-or, déflation et dépression (p. 86)**

L'article montre, à l'aide des principaux indicateurs, quelle a été l'évolution de l'économie suisse pendant la Grande Dépression. Il prend comme points de départ les opinions de Eichengreen et Temin – tous deux estiment que le régime de l'étalon-or, alors mondial, a joué un rôle important dans la propagation de la déflation et dans l'aggravation de la dépression – mais aussi de Bernanke qui met l'accent sur les répercussions des difficultés du secteur bancaire. Lors de la Grande Dépression, la Suisse a fait partie des pays qui ont maintenu le plus longtemps la parité-or de leur monnaie et ont cherché à rétablir leur compétitivité internationale par une baisse du niveau des coûts et des prix. Cette politique a échoué, et la reprise économique – en dépit d'afflux d'or et d'une expansion des agrégats monétaires en termes nominaux et réels – est intervenue plus tardivement.

### **Valutazione della situazione monetaria a metà dell'anno (p. 8)**

Il 13 giugno 2003, la Banca nazionale ha deciso di mantenere il margine di oscillazione del Libor a tre mesi allo 0%–0,75%. Fino a nuovo avviso, l'istituto di emissione intende lasciare il Libor a tre mesi nella zona inferiore di questa fascia, allo 0,25%. Gli indicatori lasciano presumere che la ripresa economica mondiale tarderà ulteriormente a manifestarsi. Di conseguenza, un rilancio sensibile della congiuntura svizzera non è previsto che nel corso del 2004.

### **Situazione economica e monetaria (p. 14)**

Nel primo trimestre del 2003, la congiuntura internazionale si è indebolita. Diversi fattori, in particolare l'imminente guerra in Iraq, il relativo aumento del prezzo del greggio e l'ulteriore contrazione dei corsi azionari, hanno esercitato un effetto paralizzante sull'economia. Dopo un'evoluzione deludente all'inizio dell'anno, le condizioni quadro per una ripresa economica sono migliorate nel corso del secondo trimestre. Bisogna tuttavia presumere che la congiuntura riprenderà slancio soltanto lentamente.

In Svizzera, il prodotto interno lordo reale nel primo trimestre è calato sia rispetto al periodo precedente, sia rispetto al medesimo periodo del 2002 (–0,6%). Questa rinnovata flessione congiunturale è riconducibile in primo luogo al forte calo delle esportazioni e rispecchia dunque la persistente debolezza della congiuntura internazionale. Il calo dell'occupazione è proseguito e il numero dei disoccupati è aumentato.

La politica monetaria espansiva ha mostrato da marzo a giugno i suoi primi effetti. Il corso dell'euro che, da un anno e mezzo, oscillava tra 1,45 e 1,48 franchi, è salito, entro metà giugno, a franchi 1,55 circa. L'espansione degli aggregati monetari più ampi si è intensificata. In seguito alla debolezza congiunturale, le banconote in circolazione e i crediti concessi a debitori svizzeri non hanno invece subito variazioni di nota.

### **Assemblea generale degli azionisti (p. 46)**

All'assemblea generale degli azionisti del 25 aprile, il presidente del consiglio di banca della Banca nazionale svizzera, Hansueli Raggenbass, ha esposto il conto annuale 2002. Il conto riflette i notevoli rischi di cambio, di tasso e di variazione del prezzo dell'oro ai quali l'istituto d'emissione è esposto. La Banca nazionale deve disporre di sufficienti riserve monetarie. Per assolvere pienamente il loro compito queste riserve non devono essere coperte con operazioni a termine. Per questo motivo, la Banca nazionale non distribuisce interamente il ricavo eccedente, bensì costituisce accantonamenti. Un altro tema trattato è stato il rafforzamento della corporate governance al quale mira, tra l'altro, la revisione della legge sulla Banca nazionale.

Il presidente della Banca nazionale, Jean-Pierre Roth, si è espresso in merito all'evoluzione congiunturale e alla politica monetaria. Nel 2002 le aspettative di ripresa congiunturale sono state deluse e la Banca nazionale ha perciò operato un ulteriore allentamento della politica monetaria. Le prospettive per il 2003 rimangono ancora incerte. La ripresa dell'economia internazionale permetterà il rilancio dell'economia svizzera. Per conseguire una crescita sostenibile e garantire a lungo termine le assicurazioni sociali, la Svizzera deve tuttavia compiere sforzi considerevoli, liberalizzare il mercato interno, promuovere gli investimenti, lo spirito d'innovazione e l'impegno del singolo nell'ambito lavorativo.

### **Rapporto sulla stabilità del sistema finanziario (p. 60)**

Nel 2002, il settore bancario svizzero ha mostrato buone capacità di resistenza al deterioramento congiunturale e al crollo dei corsi azionari. Benché, nel giro di un anno, gli utili bancari si siano sensibilmente ridotti, la redditività del settore si è mantenuta nella media degli ultimi dieci anni. D'altro canto, la capacità del settore di assorbire shocks è rimasta intatta. Alla fine del 2002, i mezzi propri in dotazione del settore bancario svizzero risultavano ancora elevati sia rispetto al passato, sia nel confronto internazionale. Infine, non si è individuato nessuno squilibrio maggiore quale fonte potenziale di crisi. Il sistema bancario svizzero può perciò essere considerato stabile. L'infrastruttura del mercato finanziario, ossia i sistemi di compensazione e regolamentazione dei pagamenti e delle operazioni su titoli e altri strumenti finanziari, è adeguata. Complessivamente, la piazza finanziaria svizzera è dotata di un'infrastruttura ben funzionante, che in termini di sicurezza ed efficacia si situa nel confronto internazionale nelle prime posizioni.

### **Gold standard, deflazione e depressione (p. 86)**

Il presente articolo illustra, basandosi sui principali indicatori economici, l'andamento dell'economia svizzera durante la grande depressione. Punto di partenza è costituito dall'ipotesi di Eichengreen e Temin, secondo la quale il regime monetario internazionale del gold standard ha contribuito in misura rilevante alla diffusione della deflazione e all'aggravamento della depressione, nonché di Bernanke, che sottolinea l'importanza delle difficoltà nel settore bancario. Durante la grande depressione, la Svizzera è stata tra i Paesi che più a lungo hanno mantenuto la parità aurea, cercando di ristabilire la propria competitività internazionale riducendo il livello dei costi e di prezzi. Questa politica fallì: la ripresa economica, nonostante l'afflusso di oro e l'aumento, sia nominale che reale, degli aggregati monetari, si verificò con ampio ritardo.

## Overview

### **Monetary policy assessment at mid-year (p. 8)**

On 13 June 2003, the Swiss National Bank decided to leave the target range for the three-month Libor rate at 0%–0.75%. For the time being, the three-month Libor is to be kept at the lower end of the target range at 0.25%. The recovery of the global economy is likely to be delayed still further so that in Switzerland, too, any perceptible economic upswing can only be expected in the course of 2004.

### **Economic and monetary developments (p. 14)**

The world economy weakened in the first quarter 2003. In particular, the threat of war in Iraq, the associated steep rise in oil prices and the renewed decline in share prices had a paralysing effect. After a disappointing start in the new year, the conditions for a recovery of the world economy improved in the second quarter. Economic activity, however, is only likely to pick up gradually.

In Switzerland, real gross domestic product in the first quarter declined from the previous period and fell 0.6% short of the year-earlier level. The renewed slowdown in business activity is primarily due to the strong decline in exports, thus reflecting the persistently weak international economy. Employment continued to fall, and unemployment figures rose.

The expansionary monetary policy proved clearly effective from March to June. The euro, which has been traded mostly between Sfr 1.45 and Sfr 1.48 in the past eighteen months, rose to almost Sfr 1.55 by the beginning of June. The broader monetary aggregates increased more markedly. The stagnation in banknote circulation and domestic loans continues to reflect the weak state of the economy.

### **Annual General Meeting of Shareholders (p. 46)**

At the Annual General Meeting of 25 April, the President of the Bank Council of the Swiss National Bank, Hansueli Raggenbass, first commented the financial statements for 2002, which once again reflected the considerable gold price, exchange rate and interest rate risks faced by the Bank. The National Bank depends on adequate currency reserves, and these can only fulfil their function satisfactorily if they are not hedged on the market. It therefore does not distribute its entire earnings surplus, but sets aside provisions. Another subject was the planned strengthening of corporate governance within the context of the revision of the National Bank Law.

The Chairman of the Governing Board of the National Bank, Jean-Pierre Roth, commented on the economic development and on monetary policy. All

hopes of an economic pickup in 2002 have been disappointed, and the National Bank further eased its monetary policy. The prospects for 2003 remain uncertain. Only an international economic upswing is likely to bring relief also for the Swiss economy. Switzerland must, however, undertake great efforts, liberalise its domestic market and promote investments as well as the innovative spirit and work input of each individual in order to achieve sustained growth and to ensure the long-term survival of its social institutions.

### **Report on the stability of the financial system (p. 60)**

The Swiss banking sector has proved resistant to the deterioration in the economy and to the collapse of the stock markets in 2002. On the one hand, the banking sector again showed positive results in the past year: despite a marked decline in profits compared with the previous year, earning power is close to the average for the last decade. On the other hand, the sector has maintained its capacity to absorb shocks. The capital ratios of the banking sector at the end of 2002 can be regarded as favourable both in an international and an historical comparison. It must be noted that institutions with considerable losses have introduced significant measures to strengthen their capital adequacy. Finally, no major imbalance was identified as the source of a potential crisis. The Swiss banking system is thus considered to be stable. The financial market infrastructure relating to the clearing and settlement of payments and of transactions with securities and other financial instruments presents a favourable picture. Overall, the infrastructure functions well and compares very favourably as regards security and efficiency with that of other countries.

### **Gold standard, deflation and depression (p. 86)**

This article shows, in the light of the main indicators, the development of the Swiss economy during the Great Depression. The point of departure are the views of Eichengreen and Temin, who believe that the international gold standard played an important part in spreading deflation and deepening the depression, and those of Bernanke, who emphasised the significance of the difficulties in the banking sector. During the Great Depression Switzerland was one of the countries who adhered longest to the old gold parities and who tried to re-establish international competitiveness by lowering the cost and price levels. This policy failed with the result that the economic recovery set in late despite inflows of gold and a rise in the nominal and real money supply aggregates.

# Geldpolitische Lagebeurteilung zur Jahresmitte

Ausführungen von Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank, am Mediengespräch des Direktoriums  
vom 13. Juni 2003 in Bern

Die Nationalbank hat beschlossen, das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei 0,0% bis 0,75% zu belassen. Der Dreimonats-Libor soll bis auf weiteres im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% gehalten werden. Wir haben in den vergangenen zwei Jahren deutlich auf den Rückgang des Wirtschaftswachstums und die Aufwertungsstendenzen des Franken reagiert. Dank dem tiefen Teuerungsdruck konnten wir das Zielband für den Dreimonats-Libor seit März 2001 um insgesamt 3,25 Prozentpunkte senken. Die jüngste Zinssenkung nahmen wir am 6. März dieses Jahres vor. Die Erholung der Weltwirtschaft dürfte sich erneut verzögern, so dass auch in der Schweiz mit einem spürbaren Konjunkturaufschwung erst im Verlaufe von 2004 zu rechnen ist. Wir führen deshalb unsere expansive Geldpolitik fort und wollen die Attraktivität von Frankenanlagen weiter tief halten. Die Preisstabilität wird dadurch nicht gefährdet. Die durchschnittliche Jahresteuernummer dürfte bei einem konstanten Dreimonats-Libor von 0,25% in diesem Jahr 0,6%, im nächsten 0,4% und im Jahre 2005 1,2% betragen. Für 2003 gehen wir insgesamt von einer Stagnation der realwirtschaftlichen Aktivität aus.

Lassen Sie mich nun meine weiteren Ausführungen mit einigen Bemerkungen zu den Finanzmärkten beginnen. Danach werde ich auf die schweizerische Konjunktur und unsere neue Inflationsprognose eingehen. Am Schluss stehen Überlegungen zur jüngsten Anpassung des geldpolitischen Konzepts der EZB und zur Gewinnausschüttung der Nationalbank.

### **Finanzmärkte**

Die Finanzmärkte nahmen eine Neueinschätzung der wirtschaftlichen Lage nach dem Krieg im Irak vor. Die von der weltpolitischen Lage herrührenden Risiken verloren an Beachtung und an den Märkten verschob sich das Augenmerk wieder auf die wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Dabei sandten die verschiedenen Märkte uneinheitliche Signale aus.

Einerseits sanken die Renditen langfristiger Anleihen in den Hauptwährungen auf langjährige Tiefstände. Darin widerspiegelt sich, dass die Obligationenmärkte über einen längeren Zeitraum eine tiefe Inflation und eine gedämpfte Wirtschaftsdynamik erwarten. Andererseits haben sich die Aktienmärkte im zweiten Quartal etwas erholt. Auch die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen sind gesunken. Dies signalisiert, dass ein Teil der Marktteilnehmer den Unternehmen durchaus eine Lageverbesserung zutraut.

Auch bei den Wechselkursen fand eine Neubewertung statt. Der deutliche Rückgang des US-Dollars gegenüber dem Euro kann zum Teil als Normalisierung nach den vorangehenden Übertreibungen angesehen und zum Teil auf die sich ausweitenden Ungleichgewichte in der Zahlungsbilanz und im Staatshaushalt der USA zurückgeführt werden. Zudem konnten – angesichts der sehr tiefen Dollarzinsen – Währungsrisiken über Termingeschäfte günstig abgesichert werden, was in Zeiten gesunkener Risikofähigkeit attraktiv ist. Die so zunehmenden Terminverkäufe setzten den Dollar weiter unter Druck. Was den Franken angeht, so stellen wir fest, dass der Euro gegenüber dem Franken erstmals wieder auf dem Niveau vor dem 11.9.2001 liegt.

Die Aktienkursverluste der letzten Jahre – der SPI liegt heute rund 40% unter seinem Höchststand – zeigen deutliche Nachwirkungen in der Schweiz. Sie belasten Unternehmungen und Private, u. a. über die absehbar höheren Beiträge für die Altersvorsorge und die diesbezüglich aufkommende Unsicherheit. Die Börsenkorrektur hat die schweizerische Finanzbranche besonders getroffen, die einen überdurchschnittlich grossen Beitrag zum BIP leistet. Der nun nötige Kapazitätsabbau im Finanzsektor wird die schweizerische Volkswirtschaft noch für längere Zeit belasten.

### **Konjunktur**

In der Schweiz schwächte sich die Konjunktur im ersten Quartal 2003 ab. Gemäss den ersten Schätzungen des seco bildete sich das reale Bruttoinlandsprodukt gegenüber der Vorperiode zurück und lag wieder leicht unter dem Vorjahresstand. Die Verschlechterung der Wirtschaftslage kam nicht unerwartet. Sie war in erster Linie die Folge der erneuten Abflachung der internationalen Konjunktur, welche nicht zuletzt die Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Irakkrieg widerspiegelte. Die schweizerischen Exporte nahmen im ersten Quartal wieder ab und der Beitrag des Aussenhandels wurde deutlich negativ. Leicht stabilisierend wirkte der Konsum, während die Investitionen insgesamt weiterhin rückläufig waren.

Obwohl die geopolitischen Unsicherheiten inzwischen weitgehend gewichen sind, bleibt die wirtschaftliche Situation in der Schweiz schwierig. Die deutliche Verschlechterung am Arbeitsmarkt erhöht die Unsicherheit und drückt auf die Konsumentenstimmung. Obschon erste Signale eine Stabilisierung der Nachfrage nach Ausrüstungsgütern andeuten, bleibt die Investitionsbereitschaft der Unternehmen noch immer gering. Bestellungseingang und Auftragsbestand verharrten bis April trotz der Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro auf einem unbefriedigenden Niveau. Die Auslastung in der Industrie bleibt ungenügend. Somit dürfte das schweizerische Bruttoinlandprodukt auch im zweiten Quartal 2003 kaum wachsen.

Für eine wirtschaftliche Erholung in der Schweiz bedarf es einer nachhaltigen Erhöhung des Wachstums bei den Exporten, welche einen Umschwung bei den zurzeit immer noch schwachen Ausrüstungsinvestitionen herbeiführen sollte. Wir erwarten, dass diese Belebung in der zweiten Hälfte von 2003 allmählich einsetzen und dann im nächsten Jahr verstärkt weitergehen wird. Der private Konsum sollte ebenfalls wieder leicht stärker wachsen. Das BIP-Wachstum dürfte somit in der zweiten Hälfte 2003 etwas anziehen, aber moderat bleiben. Für das laufende Jahr gehen wir insgesamt von einer Stagnation der realwirtschaftlichen Aktivität aus. Für nächstes Jahr rechnen wir mit einer spürbaren Verbesserung. Die Arbeitslosigkeit dürfte bis Ende Jahr weiter ansteigen. Eine Besserung auf dem Arbeitsmarkt erwarten wir erst ab Mitte 2004.

### **Inflationsprognose**

Ich wende mich nun dem Verlauf der Teuerung und unserer neuen Inflationsprognose zu. Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung gegenüber dem Vorjahr betrug sowohl im vierten Quartal 2002 wie auch im ersten Quartal 2003 1,0%. Im April fiel die Teuerung auf 0,7% und belief sich im Mai auf 0,4%. Dieser Rückgang ist vor allem auf einen Basiseffekt zurückzuführen. Während sich die Teuerung der inländischen Güter in der letzten Zeit ziemlich stabil verhielt, war die Inflation bei den ausländischen Gütern recht volatil. Dies ist eine Folge der zuletzt stark schwankenden Ölpreise. Bei den inländischen Gütern fällt auf, dass die Mieten seit einiger Zeit kaum noch ansteigen, während die übrigen Dienstleistungen, insbesondere die öffentlichen, eine überdurchschnittliche Teuerung aufweisen. Die von der Nationalbank berechnete Kerninflationsrate liegt seit einiger Zeit leicht unter 1%.

Seit diesem Jahr publiziert die Nationalbank ihre Inflationsprognose einmal pro Quartal. Unsere Inflationsprognose vom März 2003 (rote strich-punktierte Kurve in der Grafik) zeigt, dass wir damals unter der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libor von 0,25% einen allmählichen Anstieg der Inflation bis auf 2,5% im vierten Quartal 2005 erwarteten. Diese Inflationsprognose basierte auf der Annahme, dass sich die amerikanische Wirtschaft bereits ab dem zweiten Quartal 2003 deutlich erhole, gefolgt von einem Aufschwung in Europa gegen Ende 2003. Diese Annahmen stellten sich als zu optimistisch heraus.

Bei unserer neuen Inflationsprognose (rote gestrichelte Kurve) gehen wir von einer erneuten Verzögerung der weltwirtschaftlichen Erholung von gut einem halben Jahr aus. Das Wachstum in den USA dürfte zwar bereits in diesem Jahr wieder anziehen. Ihr Potenzialwachstum dürfte die amerikanische Wirtschaft jedoch erst gegen Ende 2004 erreichen. Die europäische Wirtschaft wird sich vorerst nur bescheiden entwickeln. Erst gegen Mitte 2004 rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg des Wachstums, bis im Verlaufe von 2005 das Potenzialwachstum erreicht wird. Wir gehen davon aus, dass sich der Dollar gegenüber dem Euro etwa auf dem heutigen Niveau halten und der Ölpreis in der Grössenordnung von \$25 pro Fass liegen wird.

Unter der Annahme eines über die nächsten drei Jahre konstanten Dreimonats-Libors von 0,25% sollte die durchschnittliche Inflation in diesem Jahr 0,6% betragen, 2004 auf 0,4% fallen und im Jahr 2005 auf 1,2% steigen. Die prognostizierte Inflation bleibt bis Mitte 2005 unter 1%. Im Verlaufe des Jahres 2005 ergibt sich indes eine Beschleunigung und die prognostizierte Teuerung erreicht im zweiten Quartal 2006 einen Wert von 2,5%.

Die neue Prognose liegt durchwegs unter derjenigen vom März 2003. Die tiefe Inflation zu Beginn des Jahres 2004 ist auf einen Basiseffekt als Folge der Ölpreisentwicklung zurückzuführen. Die tiefere Inflationsprognose für die Zeit danach ergibt sich aus der Verzögerung des Konjunkturaufschwungs. Gemäss der neuen Prognose liegt die Inflation im Jahre 2006 nicht mehr im Bereich, den die Nationalbank mit Preisstabilität gleichsetzt. Dabei muss beachtet werden, dass die Prognose von der Annahme einer über die nächsten drei Jahre unverändert expansiven Geldpolitik ausgeht. Mit einer Straffung der Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt können wir einen derartigen Anstieg der Inflation verhindern.

## **Lockere Geldpolitik**

Mit der Zinssenkung von 50 Basispunkten im vergangenen März haben wir den letztmöglichen Zinsschritt nach unten vorgenommen. Das Ziel war es, der Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro in der momentan schwierigen wirtschaftlichen Lage entschieden entgegenzutreten. Dieser Schritt war bisher erfolgreich: der Franken hat sich gegenüber dem Euro merklich abgewertet. Die monetären Rahmenbedingungen haben sich nochmals deutlich gelockert. Wir wollen unsere expansive Geldpolitik vorerst weiterführen und die wirtschaftliche Erholung in der Schweiz unterstützen. Frankenanlagen sollen auf absehbare Zeit unattraktiv bleiben.

Die konjunkturelle Erholung ist noch immer nicht gesichert. Verschiedentlich wird sogar von einem Deflationsrisiko für die Schweiz gesprochen. Wir halten dieses Risiko für sehr gering. In einzelnen Monaten kann die Inflation durchaus negativ sein. Eine eigentliche Deflationsspirale, die zu einer starken Abnahme der Güternachfrage und der Produktion führt, ist jedoch höchst unwahrscheinlich, solange es nicht zu einer massiven Aufwertung des Frankens kommt. Wir werden daher eine Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen über eine allfällige starke Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschlossen bekämpfen.

Bestimmt sind Ihnen die hohen Wachstumsraten der Geldmengen in den letzten Quartalen nicht entgangen. Die Geldmengen wachsen zurzeit mit Raten, wie sie zuletzt Ende der Achtzigerjahre zu beobachten waren. Es stellt sich die Frage, inwiefern diese Geldmengenausweitung inflationär wirkt. Zunächst ist festzuhalten, dass wir absichtlich eine expansive Politik verfolgen. Dies erklärt einen Teil des überdurchschnittlichen Geldmengenwachstums. Dann muss aber auch beachtet werden, dass die schmerzhaften Erfahrungen der Anleger an den Börsen und die unsichere Wirtschaftslage die Präferenz für Liquidität stark erhöht haben. Ein Blick in die Kreditstatistik bestätigt, dass die Zunahme der Geldmenge nicht über die Kreditschöpfung erfolgt ist und somit nicht der Finanzierung einer vorhandenen Güternachfrage dient. Zudem bestehen in unserer Volkswirtschaft heute freie Kapazitäten, weshalb eine Belebung der Nachfrage die Preise nicht sogleich nach oben treiben wird. Wir sind daher überzeugt, über genügend Zeit zu verfügen, um mit einer Straffung der Geldpolitik zu einem späteren Zeitpunkt die Teuerung innerhalb des Bereichs der Preisstabilität halten zu können.

Erneut möchte ich unterstreichen, dass es in der gegenwärtigen Situation neben einer expansiven Geldpolitik weitere Anstrengungen braucht, um die Attraktivität des Wirtschaftsstandortes Schweiz zu erhalten oder zu verbessern. Dazu gehören eine weitere Liberalisierung der Binnenwirtschaft, die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit in den strukturschwachen Branchen und gesunde öffentlichen Finanzen.

## **Anpassung des geldpolitischen Konzepts der EZB**

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat vor wenigen Wochen eine geldpolitische Standortbestimmung abgeschlossen und ihr geldpolitisches Konzept leicht angepasst. Die EZB wird fortan den Referenzwert für die Geldmenge  $M_3$  nicht mehr jährlich neu festlegen, sondern ihn über längere Perioden unverändert belassen. In der Kommunikation der geldpolitischen Entscheidungen wird die EZB im Gegensatz zu bisher zuerst die allgemeine Preis- und Wirtschaftsentwicklung und erst danach die Geldmengenentwicklung kommentieren. Im Weiteren hat die EZB ihre Definition der Preisstabilität bestätigt. Sie betrachtet Preisstabilität als erreicht, wenn die Inflationsrate unter 2% liegt. Dabei hat die EZB neu angekündigt, dass sie mittelfristig eine Inflationsrate von nahe 2% anstrebe.

Die Nationalbank definiert Preisstabilität gleich wie die EZB. Es stellt sich daher die Frage, ob auch wir grundsätzlich den oberen Rand des Bereichs der Preisstabilität anstreben sollten. Für uns gibt es keinen Grund, an unserem Konzept etwas zu ändern. Die Schweiz ist eine kleine offene Volkswirtschaft und der Anteil der importierten Güter am Landesindex der Konsumentenpreise beträgt 25%. Die Inflationsraten sind infolge von Wechselkursschwankungen deutlich volatil als im Euroraum. Deshalb macht es keinen Sinn, einen zu engen Teuerungsbereich anzustreben. Solche vorübergehenden Schwankungen der Inflation stellen für die schweizerische Volkswirtschaft kein Problem dar und sollten nicht durch geldpolitische Aktionen bekämpft werden. Im Euroraum besteht zudem das Problem, dass zwischen den Staaten der Peripherie und den Zentrumsländern eine grosse Streuung der Inflation festzustellen ist. Die EZB will durch das mittelfristige Anstreben einer Inflationsrate für den ganzen Euroraum von unter, aber nahe 2% verhindern, dass die Teuerung in den Zentrumsländern über längere Zeit gegen null oder sogar darunter gedrückt würde. In der Schweiz stellt sich dieses Problem nicht, da für unsere Geldpolitik nur die in der Schweiz gemessene Teuerung massgebend ist.

### Zusatzvereinbarung zwischen dem EFD und der SNB über die Ausschüttung von Erträgen auf den freien Aktiven

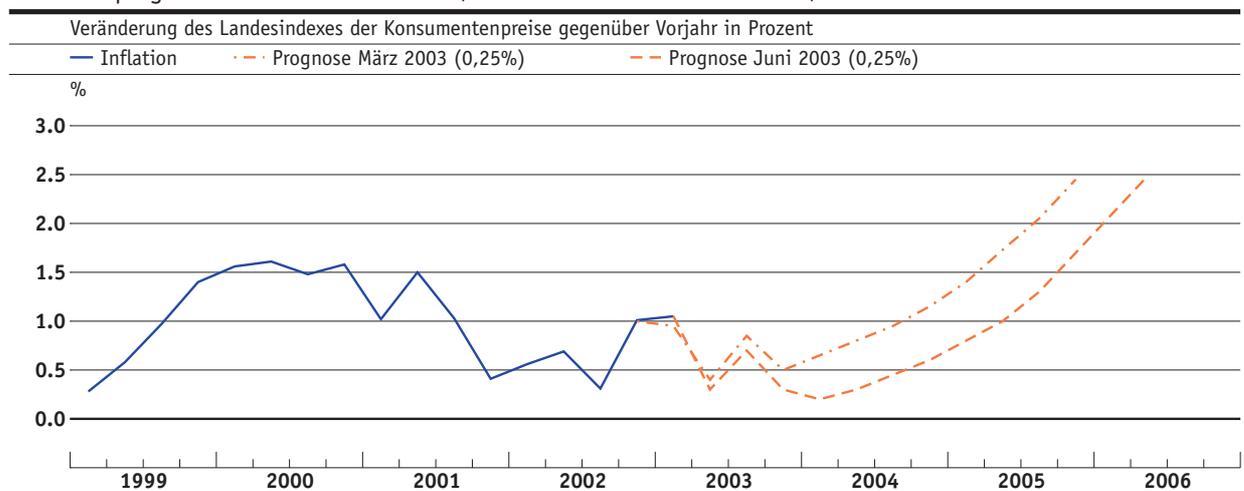
Der Bankrat der Nationalbank hat an seiner gestrigen Sitzung einer Zusatzvereinbarung zwischen dem Eidg. Finanzdepartement und der Schweizerischen Nationalbank über die Ausschüttung von Erträgen auf den freien Aktiven (Erträge auf den reinvestierten Erlösen aus den Goldverkäufen) zugestimmt. Die Gewinnausschüttung der Nationalbank erhöht sich damit im Frühling 2004 (für das Geschäftsjahr 2003) um 300 Mio. Franken und wird insgesamt 2,8 Mrd. Franken erreichen. In den Jahren 2005 und 2006 wird sie schrittweise bis auf 3 Mrd. Franken erhöht. Die Gewinnausschüttung der Nationalbank trug diesen Erträgen auf den reinvestierten Golderlösen bisher noch nicht Rechnung.

Bei der Beratung dieses Geschäftes haben die Bankbehörden der Nationalbank ihre Besorgnis zum Ausdruck gebracht, dass die Gewinnablieferung der Nationalbank damit noch offensichtlicher ein Niveau erreicht, das längerfristig nicht haltbar ist. Das Direktorium teilt die Bedenken der Bankbehörden, dass die spätere Rückkehr zum «Normalniveau», das nur noch rund 1 Mrd. Franken betragen wird, mit erheblichen politischen Schwierigkeiten verbunden sein dürfte.

Aus heutiger Sicht ist zudem nicht auszuschliessen, dass es infolge der Zusatzausschüttung auf den ertragbringenden freien Aktiven zu einem schnelleren Abbau der Rückstellungen der Nationalbank kommen wird, als dies beim Abschluss der Hauptvereinbarung über die Gewinnausschüttung der Nationalbank im April 2002 angenommen wurde. Die Ertragsprognose, die dieser Vereinbarung zugrunde lag, ist mit 2,9% im Jahr in Anbetracht des auf absehbare Zeit tiefen Renditeniveaus der Finanzmärkte zudem eher optimistisch. Es könnte sich daher bereits bei der in der Vereinbarung vorgesehenen Überprüfung der Ausschüttungshöhe im Jahre 2007 eine Anpassung nach unten als notwendig erweisen. Jedenfalls erachtet die Nationalbank eine jährliche Gewinnausschüttung von 3 Mrd. Franken ab dem Jahr 2007 nicht als gesichert.

Es liegt uns daran, bereits heute auf diese Risiken aufmerksam zu machen. Wir haben sie auch dem Vorsteher des Eidg. Finanzdepartements dargelegt und ihn gebeten, die Finanzverantwortlichen der Kantone von unseren Bedenken in Kenntnis zu setzen.

Inflationsprognose März 2003 mit Libor 0,25% und Juni 2003 mit Libor 0,25%



Inflationsprognose Juni 2003, Libor 0,25%

	2003	2004	2005
Durchschnittliche Jahresinflation in %	0,6	0,4	1,2



# Die Wirtschafts- und Währungslage in der Schweiz

Bericht zuhanden des Direktoriums für die vierteljährliche Lagebeurteilung  
und zuhanden des Bankrats

Der Bericht wurde am 11. Juni 2003 verabschiedet.  
Später verfügbare Fakten wurden so weit als möglich ebenfalls berücksichtigt.  
Vorquartalsvergleiche basieren stets auf saisonbereinigten Daten.

# 1 Internationale Rahmenbedingungen

## 1.1 Konjunktur

Die internationale Konjunktur schwächte sich im ersten Quartal 2003 ab und die für das Jahr 2003 erwartete Erholung der Weltwirtschaft wurde zunehmend unsicher. Lähmend wirkten insbesondere der drohende Irakkrieg, der damit verbundene starke Anstieg der Erdölpreise sowie der erneute Rückgang der Aktienkurse. Als Folge sank in den meisten Industrieländern die Investitionstätigkeit weiter und der Aussenhandel geriet ins Stocken. Vergleichsweise robust entwickelte sich dagegen der private Konsum.

Nach dem enttäuschenden Jahresbeginn beserten sich im zweiten Quartal die Voraussetzungen für eine Erholung der Weltwirtschaft. Das rasche Ende des Irakkrieges ging mit einem deutlichen Rückgang der Erdölpreise einher und die Lage auf den Aktienmärkten stabilisierte sich. Verschiedene Zentralbanken, darunter die Europäische Zentralbank (EZB), lockerten erneut ihre Geldpolitik. Die Teuerungsaussichten blieben günstig und trugen damit zum weiteren Rückgang der langfristigen Zinsen bei.

### Schwaches Wachstum in den USA

In den USA erhöhte sich das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal mit annualisiert 1,4% gleich stark wie in der Vorperiode. Das Wachstum blieb aber deutlich unter seinem Potenzial. Während sich der Zuwachs der Binnennachfrage weiter

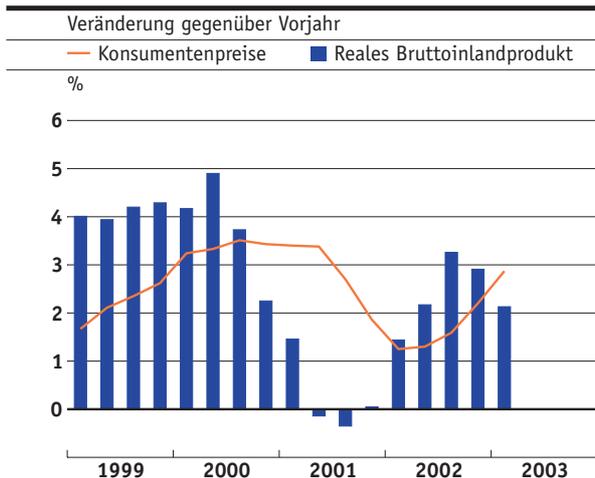
abschwächte, gingen die Exporte weniger stark zurück als in der Vorperiode, wozu insbesondere der deutliche Rückgang des Dollarkurses beigetragen haben dürfte. Real und handelsgewichtet lag der Dollar im ersten Quartal 4,4% unter dem Stand des Vorjahres; gegenüber dem Euro betrug der Rückgang 22,5%.

Zu Beginn des zweiten Quartals blieb die Konjunkturlage fragil. Die Produktion der verarbeitenden Industrie schrumpfte beträchtlich und die Arbeitslosenquote erhöhte sich von durchschnittlich 5,8% im ersten Quartal auf 6% im April. Dagegen besserte sich die Konsumentenstimmung und der Auftragszugang in der Industrie nahm wieder zu. Dies deutet auf eine anziehende Produktion in den nächsten Monaten hin.

### Anhaltende Konjunkturlaute in der EU ...

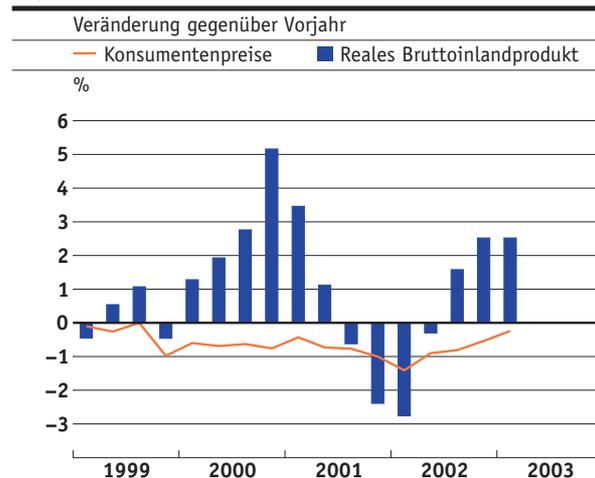
In der Euro-Zone stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal, nachdem es in der Vorperiode annualisiert um 0,3% zugenommen hatte. Während die private Konsumnachfrage leicht stieg, waren die Investitionstätigkeit und die Exporte rückläufig. Besonders stark kühlte sich die Konjunktur in Deutschland und in den Niederlanden ab; in beiden Ländern bildete sich das reale Bruttoinlandprodukt zum zweiten Mal in der Folge zurück. Auch in Italien schrumpfte das Bruttoinlandprodukt leicht, während sich das Wachstum in Frankreich und in Spanien abschwächte. Die Konjunktur der kleinen Länder stagnierte mehrheitlich.

USA Grafik 1.1



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Japan Grafik 1.2



Quelle: BIZ

Für das zweite Quartal gibt es noch keine Anzeichen einer Konjunkturbelebung. Der Bestellungseingang und der Auftragsbestand in der Industrie blieben schwach. Die Konsumentenstimmung, die sich bis März deutlich verschlechtert hatte, verharrte auf einem tiefen Stand. Belastend wirkten insbesondere die düsteren Beschäftigungsaussichten. Die Arbeitslosenquote betrug im Mai 8,8% und lag damit um einen halben Prozentpunkt höher als vor Jahresfrist.

Auch im Vereinigten Königreich schwächte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal erheblich ab. Das reale Bruttoinlandprodukt stieg annualisiert um 0,6%, verglichen mit 1,5% in der Vorperiode. Die neuesten Umfragen in der Industrie deuten auf ein nur bescheidenes Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal hin. Die Arbeitslosenquote erhöhte sich indessen bis anhin kaum und lag mit 5,1% deutlich tiefer als in der Euro-Zone.

### ... und in Japan

In Japan stagnierte das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode, nachdem es im vierten Quartal annualisiert um 1,9% gestiegen war. Konjunkturstützend wirkten die höheren Ausrüstungsinvestitionen sowie der Privatkonsum, während sich die Bauinvestitionen zurückbildeten. Die Exporte verloren infolge der geringeren Nachfrage aus Asien und den USA an Schwung.

Im zweiten Quartal dürfte sich die Konjunktur nur wenig belebt haben. Im April schwächte sich die Produktion der verarbeitenden Industrie erneut ab. In den jüngsten Umfragen zeigten sich die Unternehmen eine Spur optimistischer. Der tiefe Lagerbestand in der Verarbeitungsindustrie könnte sich bei anzie-

hender Nachfrage rasch auf die Produktion auswirken. Konjunkturdämpfend wirkt jedoch der hohe Ausenwert des Yen sowie die für japanische Verhältnisse hohe Arbeitslosigkeit (5,4%), welche den privaten Konsum dämpft.

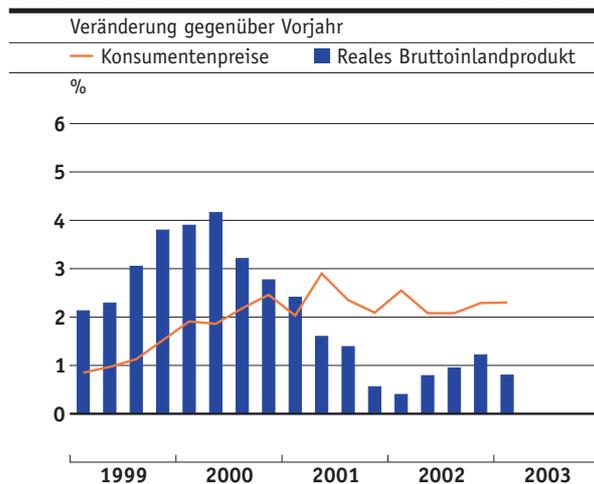
### Anzeichen einer Erholung in Argentinien

Argentinien steckt nach wie vor in einer schwierigen Lage, doch mehrten sich seit Jahresbeginn die Anzeichen einer wirtschaftlichen Erholung. Das reale Bruttoinlandprodukt lag im ersten Quartal 4,5% über dem Stand des Vorjahres. Die argentinische Währung gewann an Wert und die Teuerung ging deutlich stärker zurück als erwartet. Die im Mai eingesetzte neue Regierung versucht, mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) ein neues Programm zur Überwindung der Wirtschaftskrise auszuhandeln. Insbesondere soll ein Abkommen, das im August ausläuft, abgelöst werden. Mit diesem gewährte der IWF dem Land einen kurzfristigen Aufschub für fällig werdende Kreditrückzahlungen.

### Wachsende Zuversicht in Brasilien

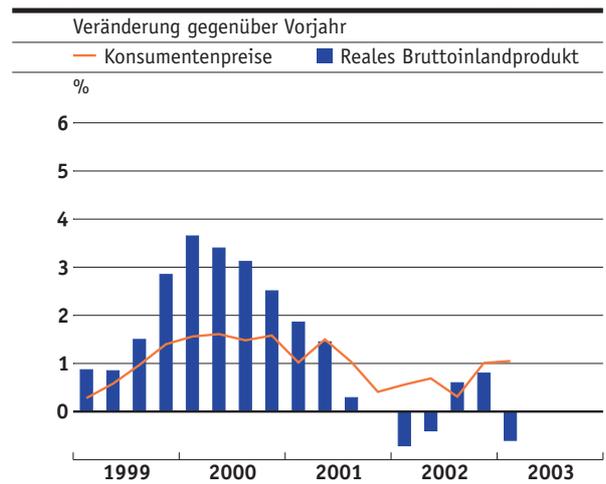
In Brasilien scheint die Konjunktur langsam Tritt zu fassen. Die seit Jahresbeginn amtierende neue Regierung verfolgt eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik, was zur Beruhigung der Lage auf den Finanzmärkten beitrug. Die brasilianische Währung erholte sich von ihrem letztjährigen Tief und die Inflationserwartungen bildeten sich zurück. Die Risikoprämie auf Staatspapieren sank stark, was dem Staat ermöglichte, wieder Anleihen am internationalen Kapitalmarkt zu begeben.

Euro-Gebiet Grafik 1.3



Quelle: BIZ

Schweiz Grafik 1.4



Quellen: Bundesamt für Statistik (BFS), Staatssekretariat für Wirtschaft (seco)

## 1.2 Monetäre Entwicklung

### **Unveränderte Teuerung**

Im OECD-Raum (ohne Hochinflationländer) betrug die an den Konsumentenpreisen gemessene durchschnittliche Teuerung im April 2,0%, verglichen mit 2,1% im Januar. Zum Teuerungsrückgang trugen hauptsächlich die tieferen Erdölpreise bei.

In den USA sank die Teuerung von 3,0% im Februar auf 2,2% im April; die Kernteuerung bildete sich um 0,4 Prozentpunkte auf 1,5% zurück. In der Euro-Zone fiel die Teuerung im April auf 2,1%, verglichen mit 2,3% im ersten Quartal. Deutschland verzeichnete weiterhin die tiefste (1,0%) und Irland die höchste Teuerung (4,5%). Im Vereinigten Königreich lag sie mit 3,0% (ohne Hypothekarkosten) dagegen weiterhin deutlich über dem angestrebten Zielwert von 2,5%. In Japan bildete sich das Preisniveau im Februar und im März infolge kräftiger Preiserhöhungen bei Lebensmitteln weniger stark zurück als in den Monaten zuvor. Gemessen an der Kernteuerung setzte sich der deflationäre Trend jedoch fort.

### **Weitere Lockerung der Geldpolitik**

Als Folge der anhaltenden Konjunkturflaute senkte die EZB am 5. Juni die Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte auf 2,0% (Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte). Letztmals waren die Zinsen Anfang März um 0,25 Prozentpunkte herabgesetzt worden. Die schwedische und die dänische Zentralbank reduzierten ihre Leitzinsen Anfang Juni ebenfalls um 0,5 Prozentpunkte. Die norwegische Notenbank hatte bereits Anfang Mai eine Zinssenkung vorgenommen. Dagegen liessen die amerikanische und die britische Zentralbank ihren Leitzins im zweiten Quartal unverändert auf dem Stand von 1,25% bzw. 3,75%. Die Bank of Canada straffte Mitte April ihre Geldpolitik leicht; der Tagesgeldsatz beläuft sich seither auf 3,25%.

In Japan verharrte der Tagesgeldsatz bei Null Prozent. Die japanische Zentralbank weitete jedoch im zweiten Quartal ihre angestrebte Bankenliquidität deutlich aus, um die Konjunktur zu stützen. Anfang Juni beschloss sie zudem, verbriefte Forderungen von Unternehmen zu übernehmen (Asset Backed Securities), um damit deren Finanzierung zu erleichtern.

Anfang Mai nahm die EZB eine leichte Anpassung ihres geldpolitischen Konzeptes vor. Sie legt fortan den Referenzwert für die Geldmenge  $M_3$  nicht mehr jährlich neu fest, sondern lässt ihn über längere Perioden unverändert. Bei der Veröffentlichung der geldpolitischen Entscheide wird sie neu zuerst die allgemeine Preis- und Wirtschaftsentwicklung und danach die Veränderung der Geldmenge  $M_3$  kommentieren. Die EZB bestätigte ihre Definition der Preisstabilität; künftig strebt sie mittelfristig eine Teuerungsrate von nahe 2% an.

### **Tiefe langfristige Zinsen – Belebung an den Aktienmärkten**

Die günstigen Teuerungsaussichten trugen in den Industrieländern zum weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze bei. Nach einem leichten Anstieg im März bildeten sie sich bis Ende Mai auf historische Tiefstände zurück. Auf den Aktienmärkten besserte sich die Lage. Zwischen März und Juni stieg der weltweite Aktienindex MSCI um 15,1%, nachdem er sich von Januar bis März um 6,4% zurückgebildet hatte.

## 1.3 Konjunkturaussichten

Obschon sich die Voraussetzungen für eine Erholung der Weltwirtschaft nach dem Ende des Irakkrieges verbesserten, dürfte die Konjunktur in den Industrieländern nur langsam an Kraft gewinnen. Für die USA und das Vereinigte Königreich sind die Aussichten für eine Trendwende günstiger als für die Euro-Zone und Japan. Während die amerikanische Wirtschaft – gestützt durch die expansive Finanzpolitik und das gestärkte Konsumentenvertrauen – bereits im zweiten Halbjahr 2003 wieder stärker wachsen dürfte, gibt es für die Euro-Zone und Japan kaum Lichtblicke. Eine Belastung stellt insbesondere die schwierige Lage der Staatshaushalte vieler Länder dar, die ein schwaches Wachstum der Staatsausgaben sowie steigende Steuern erwarten lässt. In Asien dürfte auch die Lungenkrankheit SARS die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen.

Die OECD prognostiziert in ihrer Frühjahresprognose für die EU einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,2% in diesem Jahr und nahm damit ihre Prognose gegenüber der Herbstprognose 2002 deutlich zurück (1,9%). Die Konjunkturforschungsstellen rechnen in der Mitte Mai veröffentlichten Konsensusprognose<sup>1</sup> mit einem Wirtschaftswachstum von 1,2% für die EU und revidierten damit ihre Prognose gegenüber März ebenfalls nach unten. Für die USA erwarteten die OECD sowie die Konjunkturforschungsstellen weiterhin ein reales Wirtschaftswachstum in der Größenordnung von 2,5%. Auch die Prognosen für Japan blieben mit 1% (OECD) bzw. 0,8% (Konsensus) annähernd unverändert. Für das Jahr 2004 rechnet die OECD für die USA und die EU mit einer deutlichen Belebung der Konjunktur, während in Japan das Wachstum tief bleiben dürfte.

### Prognosen

Tabelle 1

	Wirtschaftswachstum <sup>2</sup>				Teuerung <sup>3</sup>			
	OECD		Konsensus		OECD <sup>4</sup>		Konsensus	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Europäische Union	1,2	2,4	1,2	2,1	2,0	1,6	2,1	1,8
Deutschland	0,3	1,7	0,6	1,8	0,8	0,4	1,2	1,2
Frankreich	1,2	2,6	1,0	2,0	1,6	1,4	1,9	1,5
Vereinigtes Königreich	2,1	2,6	2,0	2,4	3,1	2,8	2,8	2,3
Italien	1,0	2,4	1,1	2,0	2,3	1,9	2,4	2,0
USA	2,5	4,0	2,3	3,6	2,4	1,7	2,4	2,0
Japan	1,0	1,1	0,8	0,8	-0,9	-1,0	-0,6	-0,6
Schweiz	0,6	1,9	0,6	1,7	0,7	0,3	0,7	0,9

1 Bei den Konsensus-Prognosen (Consensus Forecasts) handelt es sich um eine monatliche Umfrage bei rund 200 bedeutenden Unternehmen und Konjunkturforschungsinstituten in rund 20 Ländern über die erwartete Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes, der Preise, der Zinssätze

und anderer wichtiger volkswirtschaftlicher Grössen. Publiziert werden die Resultate von Consensus Economics Inc., London.

2 Reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

3 Konsumentenpreise, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

4 Teuerung EU: Euro-Währungsgebiet, harmonisierte Teuerung; Teuerung Vereinigtes Königreich: ohne Hypothekarkosten

Quellen: OECD: Economic Outlook June 2003; Konsensus: May Survey

## 2 Monetäre Lage

Die expansive Geldpolitik der Nationalbank zeigte in den Monaten März bis Mai deutliche Wirkungen. Der Euro, der seit eineinhalb Jahren mehrheitlich zwischen 1,45 und 1,48 Franken gehandelt wurde, stieg Anfang Juni gegen 1,55 Franken. Die Geldaggregate  $M_1$  bis  $M_3$  nahmen verstärkt zu und wuchsen im April mit neuen Rekordraten. Die Stagnation des Notenumlaufs und der Inlandkredite widerspiegelt weiterhin die Konjunkturschwäche.

### 2.1 Zinsen

#### **Sinkende Geldmarktsätze**

Am 6. März 2003 senkte die Nationalbank das Zielband für den Dreimonats-Libor um 50 Basispunkte auf 0,0%–0,75%; der angestrebte Wert liegt bei 0,25%. Aufgrund dieser Zinssenkung bildeten sich die schweizerischen Geldmarktsätze in den Monaten Februar bis Mai zurück. Der Dreimonats-Libor sank von durchschnittlich 0,59% im Februar auf 0,29% im Mai. Während Ende Februar die Geldmarktsätze für alle Laufzeiten bis zu einem Jahr praktisch auf gleicher Höhe lagen, lag der Zwölfmonatszins Ende Mai rund 10 Basispunkte über dem Dreimonats-Libor. Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai lag die Emissionsrendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen 17 Basispunkte unter dem Dreimonats-Libor.

Die europäischen Geldmarktsätze sanken von Februar bis Mai ebenfalls; im Gegensatz zum Franken war die Zinskurve jedoch invers, was auf Zinssenkungserwartungen hindeutete. Obwohl die amerikanische Zentralbank ihren Leitzins unverändert liess, gingen auch die amerikanischen Geldmarktsätze leicht zurück, wobei die Zinskurve im Mai ebenfalls leicht invers wurde.

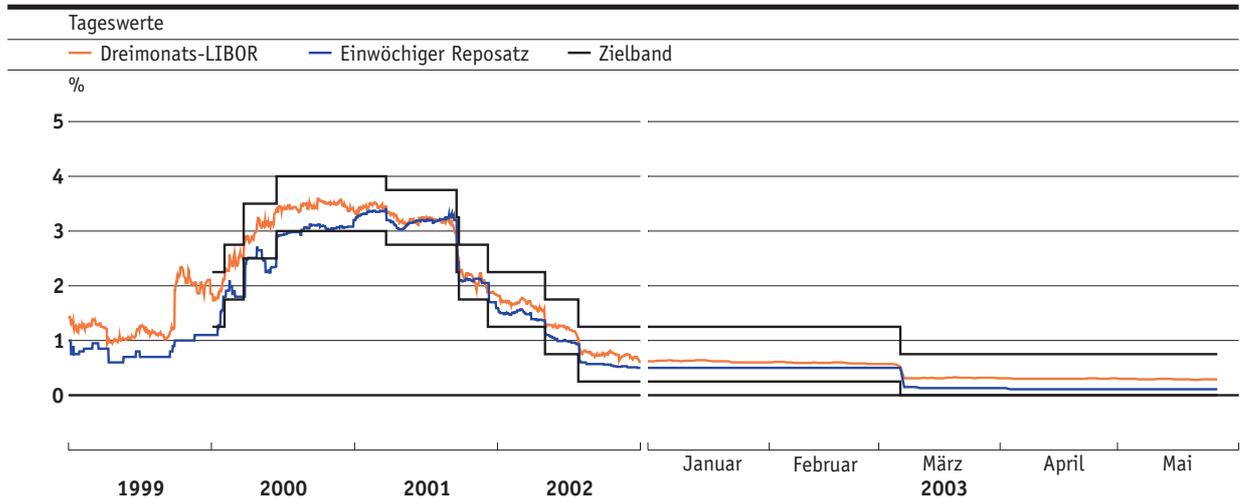
Von Ende Februar bis Ende Mai erhöhte sich die Zinsdifferenz zum Dollar (gemessen am Dreimonats-Libor) von 75 auf 100 Basispunkte, während sie gegenüber dem Euro unverändert bei rund 200 Basispunkten blieb.

#### **Neue Tiefstände bei den Anleiherenditen**

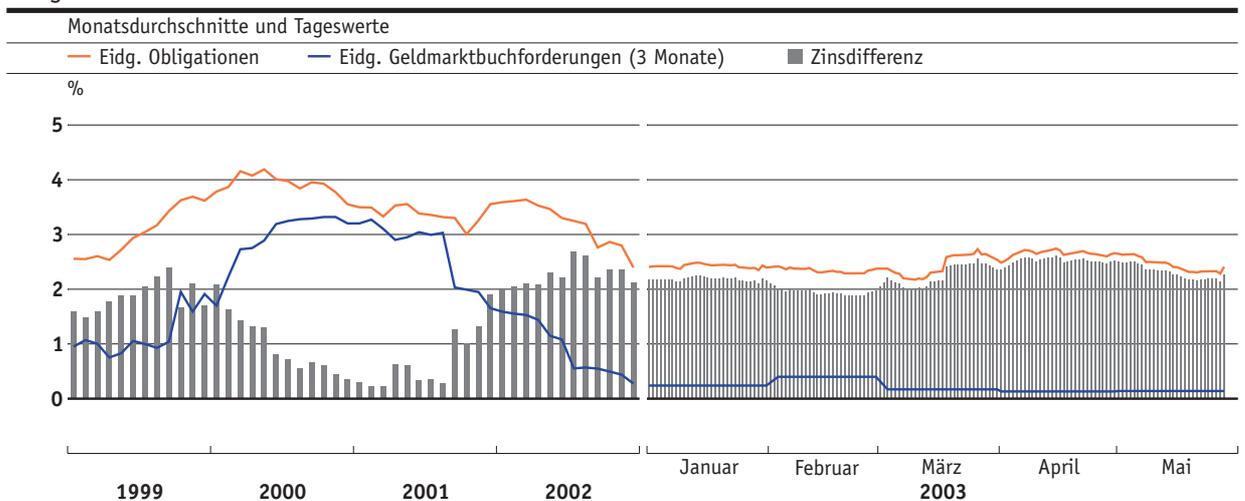
Mit dem Beginn des Irakkrieges zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im März an. Seit Ende April waren die langfristigen Renditen jedoch ebenso deutlich wieder rückläufig. Ende Mai erreichten die Renditen europäischer, amerikanischer und japanischer Staatsanleihen neue Mehrjahrestiefstwerte.

Die Rendite einer Bundesobligation mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren lag Ende Mai noch leicht über ihrem Anfang März erreichten Tiefstwert. Sie betrug im Durchschnitt des Monats Mai 2,43%, während sie im Februar bei 2,34% gelegen hatte. Die Fristigkeitsprämie, d. h. die Differenz zur Rendite eidgenössischer Geldmarktbuchforderungen mit einer dreimonatigen Laufzeit, stieg von 1,94 Prozentpunkten im Februar auf 2,29 Prozentpunkte im Mai.

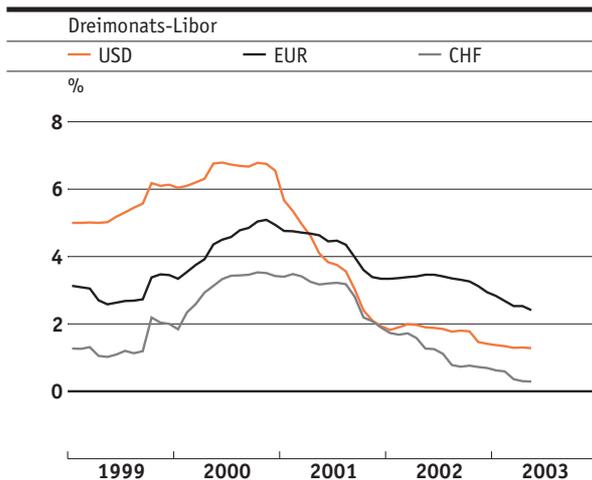
Die Differenz zu Renditen ausländischer Staatsanleihen entwickelte sich zwischen Februar und Mai uneinheitlich. Gegenüber amerikanischen und europäischen Anleihen ging sie deutlich zurück, gegenüber japanischen Anleihen erhöhte sie sich hingegen nochmals. Im Durchschnitt der Monate Februar bis Mai betrug die Renditedifferenz bei einer Laufzeit von zehn Jahren gegenüber amerikanischen Anleihen 1,35 Prozentpunkte, gegenüber EU-Anleihen 1,62 Prozentpunkte und gegenüber japanischen Anleihen –1,77 Prozentpunkte.



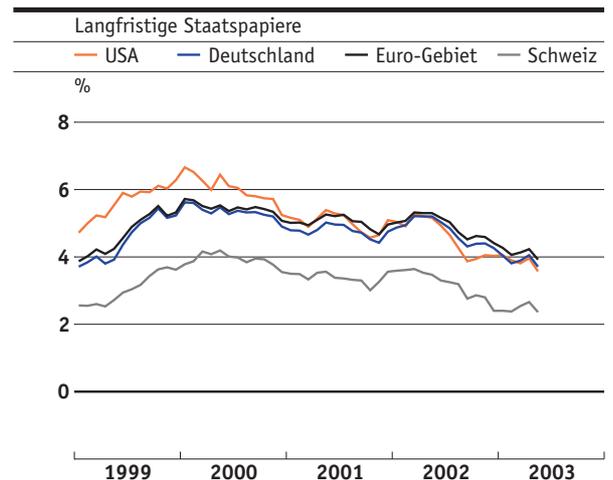
Obligationenrendite und Zinsstruktur



Zinssätze im Ausland



Zinssätze im Ausland



Grafiken 2.1 und 2.3: Quelle: SNB

Grafik 2.2: Eidg. Obligationen: Bis Ende 2000: Durchschnittsrendite berechnet nach Fälligkeit; ab 2001: Kassazinssatz von Diskontanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren. Geldmarktbuchforderungen: Rendite bei Auktion. Bei mehreren Auktionen pro Monat: letzte des Monats. Quelle: SNB

Grafik 2.4: USA: Rendite der Papiere des amerikanischen Schatzamtes, Laufzeit 10 Jahre, Sekundärmarkt. Deutschland: Umlaufrendite börsennotierter Bundeswertpapiere, Laufzeit 10 Jahre. Schweiz: Eidg. Obligationen; siehe Grafik 2.2. Quelle: BIZ

### **Zinsrückgang bei Kassenobligationen, Sparguthaben und Hypotheken**

Die Rendite von Kassenobligationen, der Zinssatz von Spareinlagen sowie der Zinssatz von Hypotheken waren in den Monaten Februar bis Mai weiter rückläufig. Die Rendite von Kassenobligationen von Grossbanken sank zunächst von 1,74% im Februar auf 1,43% im April und stieg danach auf 1,59% im Mai. Der Zinssatz auf Althypotheken betrug im Mai 3,49%, der Zinssatz auf Neuhypotheken 3,27%. Im Februar hatten die Sätze noch bei 3,76% bzw. 3,51% gelegen. Auch der Zinssatz von Spareinlagen bei Kantonalbanken setzte seinen seit Anfang 1993 anhaltenden Abwärtstrend fort. Er sank von 0,82% im Februar auf 0,61% im Mai.

### **Leichte Erholung an den Aktienmärkten**

Der Ausbruch des Irakkrieges Mitte März führte zu einem deutlichen Kursanstieg an den Börsen, wodurch die seit Anfang Jahr aufgelaufenen Verluste mehrheitlich kompensiert wurden. Die meisten Börsenindizes lagen Ende Mai ungefähr auf ihrem Stand vom Jahresende 2002. Überdurchschnittlich entwickelten sich die amerikanischen Börsen: Der S&P500-Index lag Ende Mai 8% und der Nasdaq sogar 18% über ihrem Niveau von Ende 2002.

## 2.2 Wechselkurse

### Markante Abschwächung des Dollars

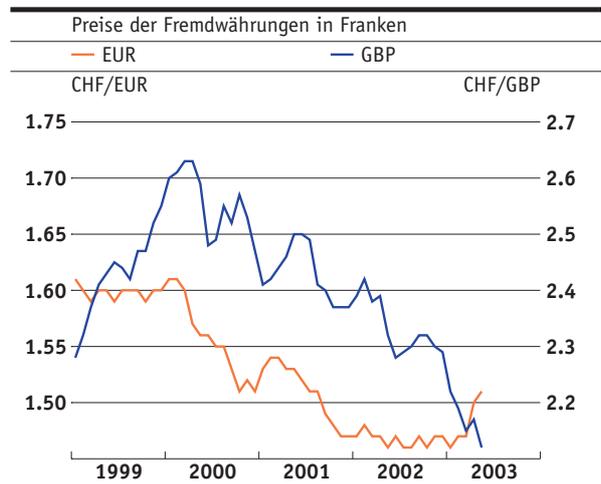
Der Dollar verlor von März bis Mai deutlich an Wert. Besonders stark fiel er gegenüber dem Euro. Ende Mai notierte der Dollar bei 1,18 USD/EUR. Der Wertverlust seit Februar betrug gegenüber dem Euro 6,8%, gegenüber dem Yen 1,8% und gegenüber dem britischen Pfund 0,8%. Auch der Yen schwächte sich gegenüber dem Euro weiter ab (-4,3%); gemessen an seinem exportgewichteten Aussenwert verlor er zwischen Februar und Mai allerdings nur wenig an Wert.

### Leicht schwächerer Franken

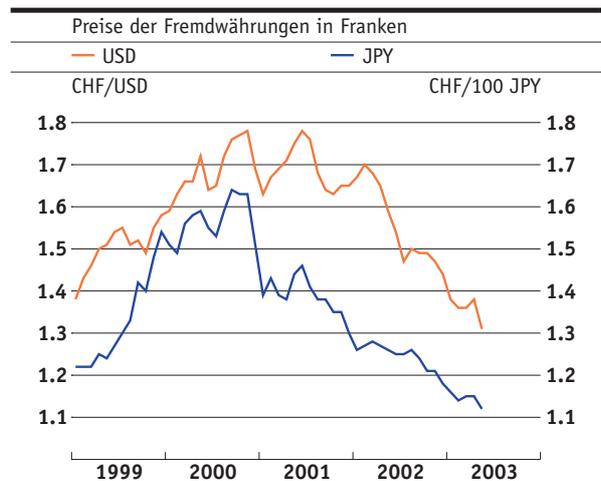
Gemessen am exportgewichteten Aussenwert büsste der Franken zwischen Februar und Mai leicht an Wert ein. Ausschlaggebend war der Kursverlust gegenüber dem Euro, während der Franken gegenüber dem Dollar und dem Yen an Wert gewann. Nachdem der Euro während mehr als einem Jahr zwischen 1,45 und 1,48 Franken notiert hatte, festigte er sich im April und lag Ende Mai bei 1,53 Franken. Der Dollar erholte sich zwischen Februar und April zunächst von 1,35 auf 1,40 Franken, setzte dann aber seine seit letztem Jahr anhaltende Abwertungstendenz fort und fiel Ende Mai unter 1,30 Franken. Der Yen blieb zunächst stabil, fiel aber zwischen April und Mai auf 1,10 Franken/100 Yen. Damit setzte auch die japanische Währung ihre 2001 begonnene Abschwächung fort. Ähnlich verhielt es sich mit dem britischen Pfund, welches gegenüber dem Franken seit drei Jahren tendenziell an Wert einbüsst und zwischen Februar und Mai von 2,19 auf 2,13 Franken fiel.

Der exportgewichtete reale Frankenwert bildete sich zwischen Februar und Mai um 1,0% zurück. Die Abschwächung erfolgte insbesondere gegenüber den europäischen Handelspartnern (-2,4%), während der Franken gegenüber den nordamerikanischen und asiatischen Handelspartnern real um je 3,3% anstieg.

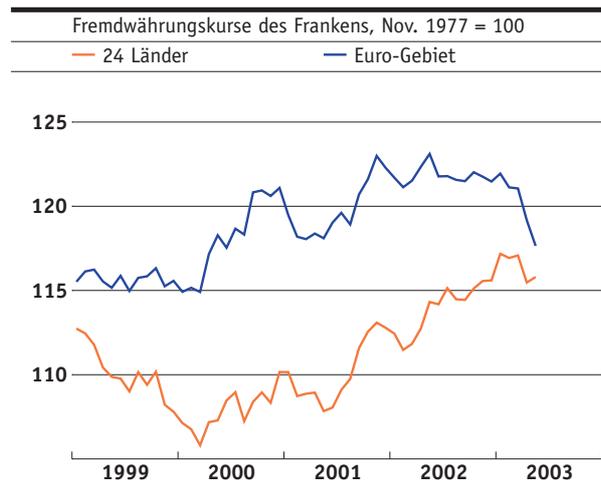
Devisenkurse Grafik 2.5



Devisenkurse Grafik 2.6



Reale Wechselkursindizes Grafik 2.7



Grafiken 2.5, 2.6 und 2.7:  
Quelle: SNB

## 2.3 Geldaggregate

### Zunahme der Giro Guthaben

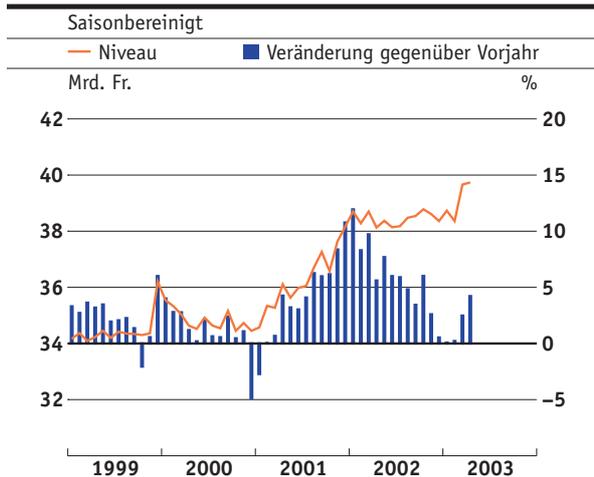
Nach einem starken Anstieg im Vorfeld der Einführung des Euro-Bargeldes stagniert der saisonbereinigte Notenumlauf seit Januar 2002. Die Giro Guthaben nahmen dagegen im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 9,1% zu, was in einem annualisierten Wachstum der saisonbereinigten Notenbankgeldmenge von 3,5% im ersten Quartal resultierte. Im April wurde der leichte Rückgang der Giro Guthaben von einem Anstieg des Notenumlaufs mehr als kompensiert, so dass die Notenbankgeldmenge weiter stieg.

Die Stagnation des Notenumlaufs ist auf den Rückgang der kleinen Noten (Zehner bis Fünziger) und mittleren Noten (Hunderter und Zweihunderter) zurückzuführen. Der Umlauf der kleinen Noten schrumpfte im ersten Quartal gegenüber dem Vorquartal mit einer annualisierten Rate von 1,4%, der Umlauf der mittleren Noten nahm um 1,9% ab. Nur die grossen Noten wiesen noch ein leicht positives Wachstum auf (0,8%).

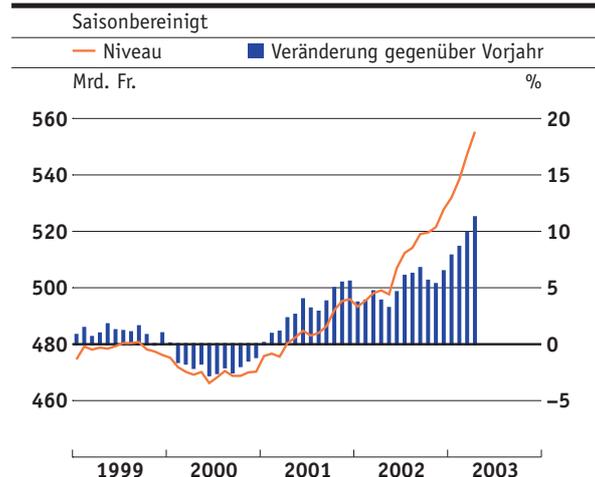
### Stark wachsende Geldaggregate

Die Geldaggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  wuchsen in den ersten vier Monaten des Jahres stark beschleunigt. Diese Entwicklung ist vor allem auf den starken Anstieg der Sichteinlagen zurückzuführen. Diese stiegen im März um 22 Mrd. Franken und im April um weitere 7 Mrd. Franken und lagen im April 47,4% über ihrem Vorjahresstand. Der Anstieg der Sichteinlagen dürfte zu einem grossen Teil auf Umschichtungen aus Termineinlagen zurückzuführen sein. Die Geldmenge  $M_1$  stieg im April im Vorjahresvergleich um 27,5%,  $M_2$  nahm um 22,2% zu. Trotz stark rückläufiger Termineinlagen (-30,5% im Jahresvergleich) erhöhte sich im April auch das Wachstum von  $M_3$  weiter auf 11,2%. Wachstumsraten in diesen Grössenordnungen wurden letztmals in den Jahren 1978–1980 gemessen. Damals wiesen jedoch auch die Termineinlagen positive Wachstumsraten auf.

Notenbankgeldmenge Grafik 2.8



Geldmenge  $M_3$  Grafik 2.9



Grafiken 2.8 und 2.9:  
Quelle: SNB

## Notenbankgeldmenge und ihre Komponenten

Tabelle 2

	2001	2002	2002				2003			
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	März	April	Mai
Notenumlauf <sup>1</sup>	33,0	35,1	35,9	34,9	34,4	35,4	35,7	35,3	35,6	35,5
Veränderung <sup>2</sup>	4,7	6,3	10,8	7,3	5,2	2,4	-0,4	-0,3	1,6	1,4
Giroguthaben <sup>1</sup>	3,3	3,3	3,1	3,3	3,3	3,4	3,6	4,5	4,0	4,3
Veränderung <sup>2</sup>	0,2	0,4	0,1	-0,3	-1,6	3,6	18,4	32,7	28,0	32,0
NBGM <sup>1,3</sup>	36,3	38,4	39,0	38,1	37,8	38,8	39,4	39,9	39,7	39,7
<b>SBNBGM<sup>1,4</sup></b>	<b>36,3</b>	<b>38,4</b>	<b>38,6</b>	<b>38,2</b>	<b>38,4</b>	<b>38,6</b>	<b>38,9</b>	<b>39,7</b>	<b>39,7</b>	<b>39,9</b>
Veränderung <sup>2</sup>	4,1	6,0	10,0	6,4	4,7	3,0	0,9	2,5	4,2	4,1

## Breit definierte Geldaggregate und ihre Komponenten<sup>5</sup>

Tabelle 3

	2001	2002 <sup>p</sup>	2002				2003			
			1. Q. <sup>p</sup>	2. Q. <sup>p</sup>	3. Q. <sup>p</sup>	4. Q. <sup>p</sup>	1. Q. <sup>p</sup>	März <sup>p</sup>	April <sup>p</sup>	Mai <sup>p</sup>
Bargeldumlauf	5,1	5,1	10,5	6,8	3,6	0,1	-0,7	0,0	1,3	2,7
Sichteinlagen	-0,7	11,7	4,7	6,5	17,5	18,1	27,5	41,1	47,4	46,1
Transaktionskonti	1,6	8,5	8,1	8,3	9,7	8,0	9,5	10,2	12,3	13,5
<b>M<sub>1</sub></b>	<b>1,0</b>	<b>9,6</b>	<b>6,8</b>	<b>7,2</b>	<b>12,5</b>	<b>11,6</b>	<b>16,6</b>	<b>23,5</b>	<b>27,5</b>	<b>27,6</b>
Spareinlagen	-6,1	9,9	3,8	8,7	12,8	14,6	15,3	15,1	15,7	15,4
<b>M<sub>2</sub></b>	<b>-2,3</b>	<b>9,7</b>	<b>5,4</b>	<b>7,9</b>	<b>12,7</b>	<b>12,9</b>	<b>16,0</b>	<b>19,7</b>	<b>22,2</b>	<b>22,0</b>
Termineinlagen	26,9	-11,0	-0,6	-9,3	-14,4	-19,0	-18,5	-28,4	-30,5	-33,7
<b>M<sub>3</sub></b>	<b>3,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>8,8</b>	<b>9,9</b>	<b>11,2</b>	<b>10,6</b>

1 In Mrd. Franken; Durchschnitt aus Monatswerten; Monatswerte sind Durchschnitte aus Tageswerten

2 gegenüber Vorjahr in Prozent

3 NBGM = Notenbankgeldmenge = Notenumlauf + Giroguthaben

4 SBNBGM = Saisonbereinigte Notenbankgeldmenge = NBGM dividiert durch die entsprechenden Saisonfaktoren

5 Definition 1995, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent  
p provisorisch

## 2.4 Kredite und Kapitalmarktbeanspruchung

### Stagnation der Inlandkredite

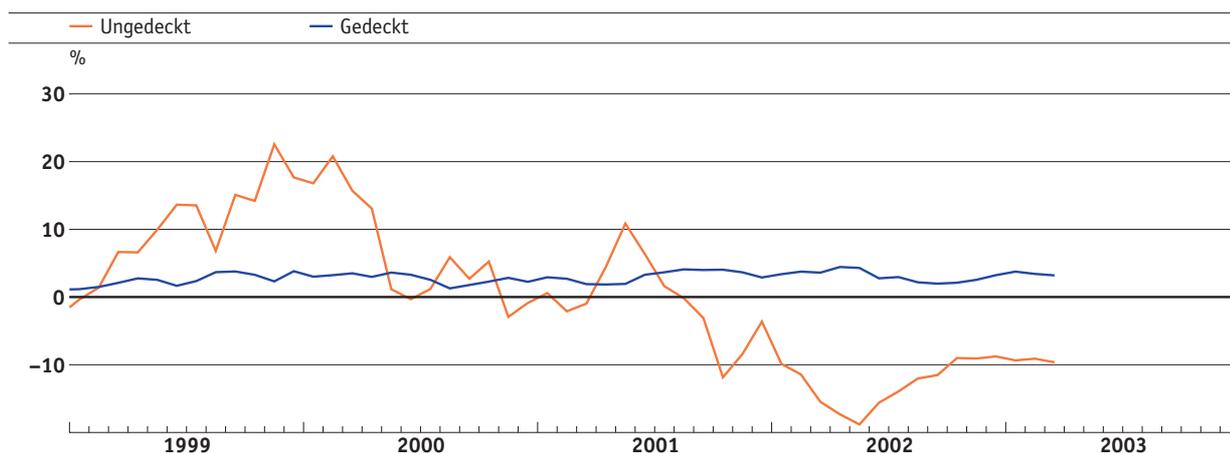
Die Inlandkredite umfassen die Kredite der Banken an Schuldner mit Domizil in der Schweiz oder Liechtenstein und setzen sich aus den gedeckten und ungedeckten Kundenforderungen und den Hypothekarforderungen zusammen.<sup>1</sup> Mit einem Anteil von 86% machten die gedeckten Inlandkredite (bestehend aus den gedeckten Kundenforderungen und den Hypothekarforderungen) den grössten Teil der Gesamtkredite aus; davon entfielen wiederum 91% auf die Hypothekarforderungen.

Das Total der Inlandkredite verharrte im ersten Quartal auf dem Stand der Vorperiode. Nach einer leichten Erholung im Januar (+0,6%) nahm der Bestand der Inlandkredite sowohl im Februar als auch im März gegenüber dem Vormonat leicht ab (-0,1% bzw. -0,3%). Die gedeckten Kundenforderungen nahmen erstmals seit dem ersten Quartal 2002 im Quartalsvergleich leicht zu (+2,4%), was auf einen starken Anstieg im Januar zurückzuführen ist (+7,7% im Vergleich zum Vormonat). Wie schon während des gesamten Jahres 2002 waren im ersten Quartal 2003 die ungedeckten Kundenforderungen gegenüber dem Vorquartal rückläufig (-6,0%). Der Anstieg der gedeckten Kundenforderungen konnte den Rückgang der ungedeckten Kundenforderungen nicht kompensieren, so dass das Total der Kundenforderungen im ersten Quartal erneut um 2,9% im Vergleich zum Vorquartal zurückging. Nach wie vor leicht ansteigend sind die Hypothekarforderungen; sie nahmen im Quartalsvergleich um rund 1% zu.

Betrachtet man die Kreditvergabe nach Bankengruppen, so fällt der erneute Rückgang der Inlandkredite bei den Grossbanken auf, der jedoch mit 0,3% im Quartalsvergleich weniger stark ausfiel als in den vier Quartalen des Jahres 2002. Bei den Kantonalbanken und den Regionalbanken stiegen die Inlandkredite wie schon im vierten Quartal 2002 leicht an. Den grössten Anstieg verzeichneten die Raiffeisenbanken mit einer Zunahme von 2,7% gegenüber dem Vorquartal.

Jahresveränderungsraten: gedeckte und ungedeckte Kredite

Grafik 2.10



<sup>1</sup> Aufgrund einer Änderung des Erhebungskreises bei den Raiffeisenbanken im Dezember 2002 wurden diese aus Gründen der Vergleichbarkeit aus der Betrachtung ausgeschlossen.

### Lebhafte Emissionstätigkeit auf dem schweizerischen Obligationenmarkt

Ausländische Emittenten waren mit einem Emissionsvolumen von 11,5 Mrd. Franken auch im ersten Quartal die bedeutendste Schuldnerkategorie auf dem schweizerischen Obligationenmarkt. Die Emissionen schweizerischer Schuldner erreichten mit 10,5 Mrd. Franken ebenfalls einen hohen Wert. Verantwortlich dafür war die starke Präsenz öffentlicher Schuldner am Kapitalmarkt: Bund, Kantone und Gemeinden emittierten zusammen Obligationen im Wert von beinahe 7 Mrd. Franken. Die Kapitalrückzahlungen erreichten sowohl bei den inländischen als auch bei den ausländischen Emittenten hohe Werte. Die daraus resultierende Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts durch Obligationenanleihen lag bei 3,5 Mrd. Franken.

Im ersten Quartal wurden Aktien im Wert von 1,3 Mrd. Franken emittiert. Dieser Betrag ist fast ausschliesslich auf die Aufstockung des Kapitals der Banque Cantonale Vaudoise zurückzuführen. Zusammen mit Rückzahlungen von Aktienkapital in der Höhe von 0,8 Mrd. Franken ergab sich eine Nettobeanspruchung des Kapitalmarkts durch Aktien von 0,5 Mrd. Franken.

Kapitalmarktbeanspruchung in Mrd. Franken

Tabelle 4

	2001	2002	2003				2003
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
<b>Anleihen und Aktien, total</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	73,4	77,3	24,0	20,5	13,6	19,3	23,2
Konversion/Rückzahlung	60,4	60,5	13,7	9,4	19,7	17,7	19,2
Nettobeanspruchung	13,0	16,8	10,3	11,1	-6,1	1,5	4,0
<b>Schweizerische Obligationenanleihen</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	27,0	26,2	8,0	9,2	5,5	3,4	10,5
Konversion/Rückzahlung	21,1	22,5	6,9	4,0	5,5	6,0	8,9
Nettobeanspruchung	5,9	3,7	1,1	5,3	0,0	-2,6	1,5
<b>Schweizer Aktien</b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	12,3	7,4	1,5	0,2	0,7	5,1	1,3
Rückzahlung	7,3	9,1	0,8	0,9	6,6	0,8	0,8
Nettobeanspruchung	5,0	-1,7	0,7	-0,8	-5,9	4,3	0,5
<b>Ausländische Obligationenanleihen<sup>2</sup></b>							
Emissionswert <sup>1</sup>	34,0	43,7	14,4	11,1	7,4	10,8	11,5
Rückzahlung	32,0	28,9	5,9	4,4	7,6	11,0	9,5
Nettobeanspruchung <sup>3</sup>	2,1	14,8	8,5	6,7	-0,2	-0,2	2,0

1 nach Liberierungsdatum

2 ohne Fremdwährungsanleihen

3 ohne Konversion

### 3 Gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Produktion

#### 3.1 Bruttoinlandprodukt und Industrieproduktion

##### Rückgang des realen BIP im ersten Quartal

In der Schweiz nahm das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal 2003 gegenüber der Vorperiode ab und lag 0,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Die erneute Konjunkturabschwächung ist in erster Linie auf den starken Rückgang der Exporte von Waren und Dienstleistungen zurückzuführen und widerspiegelt damit die anhaltend schwache internationale Konjunkturlage. Erfreulicher entwickelte sich die Binnennachfrage. Der private und der öffentliche Konsum nahmen weiter leicht zu und der Rückgang der Investitionen verlangsamte sich. Auch die Lager trugen positiv zum Wachstum bei, so dass sich die Gesamtnachfrage trotz rückläufiger Exporte gegenüber der Vorperiode leicht erhöhte. Da jedoch die Importe erheblich stärker stiegen, nahm das reale Bruttoinlandprodukt sowohl im Vergleich zur Vorperiode als auch zum Vorjahr ab.

Die BIP-Schätzung für das erste Quartal brachte eine erhebliche Revision der Verlaufswachstumsraten für das zweite Halbjahr 2002 mit sich. Gemäss dem neuen Verlauf wuchs das reale Bruttoinlandprodukt bereits im dritten Quartal deutlich verlangsamt. Im vierten Quartal bildete es sich gegenüber der Vorperiode leicht zurück, nachdem zunächst ein Zuwachs von 1,4% ausgewiesen worden war. Ins Gewicht fielen die stark nach unten korrigierten Exporte, die den stark positiven Nettobeitrag des Aussenhandels negativ werden liessen.

##### Bruttoinlandprodukt und seine Komponenten

Preise von 1990; Beiträge in Prozentpunkten zur Veränderung des BIP gegenüber Vorjahr

Tabelle 5

	2001	2002	2002				2003
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.
Privater Konsum	1,1	0,5	0,9	0,4	0,5	0,2	0,4
Konsum Staat und Sozialversicherungen	0,4	0,3	0,0	0,4	0,5	0,4	0,3
Anlageinvestitionen	-1,4	-1,6	-2,1	-1,6	-0,9	-1,9	-0,7
Bau	-0,6	-0,2	0,0	0,2	-0,4	-0,4	-0,3
Ausrüstungen	-0,8	-1,5	-2,0	-1,8	-0,5	-1,5	-0,5
<b>Inländische Endnachfrage</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,0</b>
Lager	0,7	-0,5	-0,8	1,0	-1,8	-0,3	1,6
Exporte total	0,0	0,2	-1,5	-1,2	1,5	1,8	-1,5
<b>Gesamtnachfrage</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>
Importe total	0,1	1,2	-2,7	-0,6	-0,8	-0,7	0,6
<b>BIP</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,6</b>

Quellen: BFS, seco

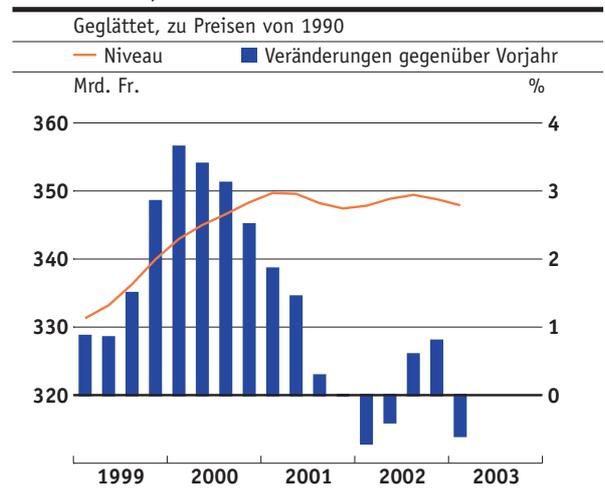
## Weitere Abschwächung der Industriekonjunktur

Die Lage im Industriesektor blieb im ersten Quartal des laufenden Jahres gedrückt. Sowohl der von der KOF/ETH monatlich erhobene Geschäftsgang in der Industrie als auch der Index der Einkäufervereinigung (PMI) verharrten auf einem unbefriedigenden Stand. Dabei dürften die mit dem Irakkonflikt verbundenen Unsicherheiten die Lage zusätzlich verschärft haben. Nach dem Ende des Irakkrieges blieb indessen die erwartete Besserung aus. Der Bestellungseingang zeigte bis Mai keine Zeichen der Besserung und der Auftragsbestand bildete sich weiter zurück. Obschon die Produktion weiter gedrosselt wurde, beurteilten die Unternehmen die Lager an Fertig- und Halbfabrikaten weiterhin als zu hoch. Falls die Nachfrageschwäche anhält, muss mit einem weiteren Lagerabbau gerechnet werden.

Die Unternehmen schätzten die kurzfristigen Aussichten bis Mai zusehends pessimistischer ein. Sowohl die Exportunternehmen als auch die binnenorientierten Unternehmen erwarteten für die kommenden drei Monate weiter sinkende Bestellungen.

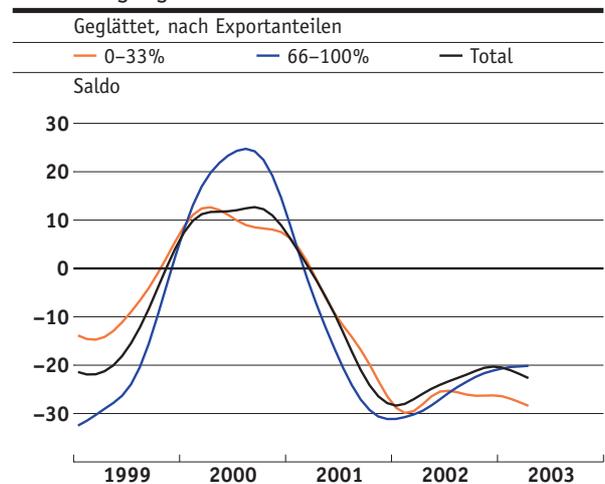
Bruttoinlandprodukt

Grafik 3.1



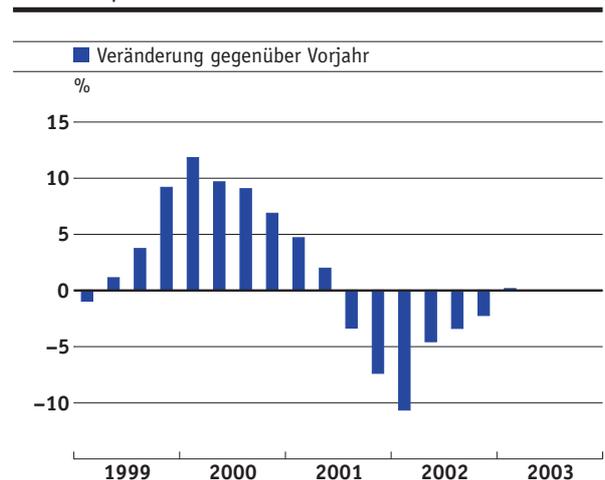
Geschäftsgang in der Industrie

Grafik 3.2



Industrieproduktion

Grafik 3.3



Grafik 3.1: Quartalsschätzung annualisiert  
Quelle: seco

Grafik 3.3: Quelle BFS

Grafik 3.2: Der Sammelindikator «Geschäftsgang in der Industrie» setzt sich aus den Ergebnissen folgender vier Fragen zusammen: Bestellungseingang und Produktion gegenüber dem Vorjahresmonat sowie den Beurteilungen des Auftragsbestandes und der Fertigfabrikatelage.  
Quelle: Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF/ETH)

## 3.2 Aussenhandel und Ertragsbilanz

Die Exporte von Waren und Dienstleistungen sanken im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode deutlich und lagen 3,2% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark sanken die Ausfuhren von Dienstleistungen, die rund 20% der gesamten Ausfuhren ausmachen. Im ersten Quartal lagen sie 11,8% unter dem entsprechenden Vorjahresstand, nachdem sie diesen im vierten Quartal noch um knapp 5% übertroffen hatten. Der deutliche Rückgang ist vor allem auf massiv gesunkene Bankenkommisionen sowie geringere Einnahmen aus dem Tourismus zurückzuführen.

Während die Exporte schrumpften, übertrafen die Importe von Waren und Dienstleistungen erstmals seit dem dritten Quartal wieder den Vorjahresstand (1,3%). Steigende Importe deuten tendenziell auf eine konjunkturelle Erholung hin. Sie sind daher positiv zu beurteilen, auch wenn sie – wie dies im ersten Quartal der Fall war – kurzfristig das Bruttoinlandprodukt schmälern können.

### Sinkende Warenexporte

Gemäss Angaben der Oberzolldirektion nahmen die Warenexporte im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode ab und lagen 0,3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.<sup>1</sup> Am stärksten sanken die Exporte von Konsumgütern, was in erster Linie auf die stark rückläufigen Lieferungen von Pharmaprodukten zurückzuführen war. Als Folge der anhaltenden Investitionsflaute bildeten sich auch die Ausfuhren von Investitionsgütern sowie von Rohstoffen und Halbfabrikaten zurück. Im Unterschied zu den Konsum- und Investitionsgütern lagen die Exporte von Rohstoffen und Halbfabrikaten jedoch leicht über dem Vorjahresstand.

### Reale Ausfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>

Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 6

	2001	2002	2002				2003
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
<b>Total</b>	<b>2,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-3,5</b>	<b>0,5</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>-0,3</b>
Rohstoffe und Halbfabrikate	-1,5	-0,4	-8,6	1,6	1,0	5,8	2,8
Investitionsgüter	-0,4	-4,4	-12,4	-5,7	-2,0	2,8	-0,7
Konsumgüter	9,4	8,5	8,2	4,9	14,6	7,3	-2,0
Ausfuhrpreise	1,2	-2,7	-2,5	-0,5	-3,9	-4,3	0,4

### Reale Einfuhren nach Verwendungszweck<sup>2</sup>

Veränderungen gegenüber Vorjahr in Prozent

Tabelle 7

	2001	2002	2002				2003
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
<b>Total</b>	<b>1,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-6,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-1,7</b>	<b>2,0</b>
Rohstoffe und Halbfabrikate	0,1	-2,5	-9,7	-2,6	0,5	2,8	4,0
Energieträger	7,9	-2,1	6,0	-0,8	-1,7	-11,1	-11,4
Investitionsgüter	-5,0	-6,2	-12,1	-7,9	-2,0	-2,3	0,6
Konsumgüter	5,8	0,0	-0,6	6,2	-2,0	-2,9	3,2
Einfuhrpreise	0,1	-2,9	-3,1	-2,9	-3,5	-2,2	-1,2

1 Die realen Warenexporte gemäss Oberzolldirektion (Total 1) entsprechen den vom seco ausgewiesenen realen Warenexporten unter Ausschluss der Ausfuhren von elektrischer Energie sowie der Subgruppe «übriger Warenverkehr».

2 Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1)  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

### Schwache Nachfrage aus der EU

Die nominellen Ausfuhren schweizerischer Waren in die EU nahmen gegenüber der Vorperiode weiter ab. Sie lagen aber leicht über dem entsprechenden Vorjahresstand (1,1%). Während die Exporte nach Deutschland geringfügig gesteigert werden konnten, sanken diejenigen nach Frankreich und dem Vereinigten Königreich. Demgegenüber setzten die Ausfuhren in die zentraleuropäischen Länder ihren Aufwärtstrend fort und übertrafen den Vorjahresstand um 6,3%.

### Deutliche Spuren der Dollarschwäche

Der Rückgang des Dollarkurses hinterliess deutliche Spuren; insgesamt wird rund ein Viertel des schweizerischen Aussenhandels in Dollar fakturiert. Die nominellen Exporte in die USA nahmen im ersten Quartal verstärkt ab, lagen aber leicht über dem Vorjahresstand (2,5%). Auch die Lieferungen nach Asien verloren spürbar an Schwung, wobei sowohl die Ausfuhren nach China als auch jene nach Japan immer noch über dem entsprechenden Vorjahresstand lagen (37,1% bzw. 4,9%). Einen markanten Einbruch erlitten die Ausfuhren in die OPEC-Staaten, die gegenüber dem Vorjahr um rund 17% schrumpften.

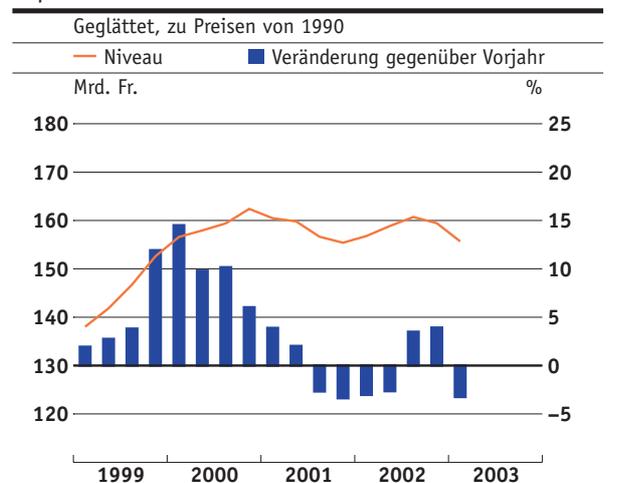
### Schwache Exporte im April und Mai

In Durchschnitt der Monate April und Mai lagen die realen Exporte um 0,7% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Angesichts des bis Mai rückläufigen Bestellungseingangs in der Exportindustrie muss weiterhin mit einer schwachen Exportentwicklung gerechnet werden.

### Leichte Erholung der Warenimporte

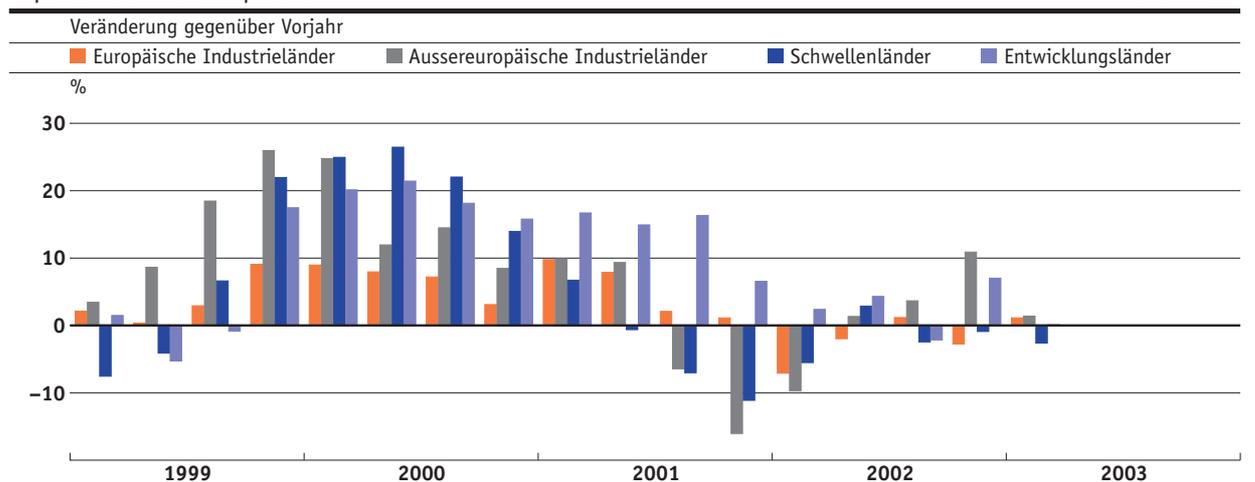
Infolge eines kräftigen Anstiegs in den ersten beiden Monaten des Jahres nahmen die realen Importe von Waren im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht zu.<sup>3</sup> Sie lagen 2,0% über dem Vorjahresstand, nachdem sie im vierten Quartal 2002 noch um 1,7% geschrumpft waren. Die Einfuhren von Rohstoffen und Halbfabrikaten sowie von Konsumgütern stiegen gegenüber der Vorperiode verstärkt, während sich der Rückgang der Importe von Investitionsgütern und von Energieträgern verlangsamte. Erstmals nach knapp zwei Jahren übertrafen die Einfuhren von Investitionsgütern wieder den Vorjahresstand. Im April und Mai setzte sich die Erholung der Importe nicht weiter fort. Im Durchschnitt der beiden Monate lagen sie real um 7,4% unter dem entsprechenden Vorjahresstand.

Exporte Grafik 3.4



Exporte nach Handelspartnern

Grafik 3.5



Grafik 3.4: Quartalsschätzung annualisiert, ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: seco

Grafik 3.5: Ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenstände und Antiquitäten (Total 1).  
Quelle: Eidg. Oberzolldirektion

3 Die realen Warenimporte gemäss Oberzolldirektion (Total 1) entsprechen den vom seco ausgewiesenen realen Warenimporten unter Ausschluss der Einfuhren von elektrischer Energie sowie der Subgruppe «übriger Warenverkehr».

### Steigende Exportpreise – sinkende Importpreise

Die Exportpreise, gemessen an den Preismittelwerten der Oberzolldirektion, lagen im ersten Quartal erstmals seit einem Jahr wieder leicht über dem entsprechenden Vorjahresstand (0,4%). Auch der vom BFS berechnete Produzentenpreisindex der für den Export bestimmten Güter stabilisierte sich, nachdem er sich in den vorangegangenen vier Quartalen zurückgebildet hatte. Der Preisanstieg widerspiegelt teilweise die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro und dürfte erstmals seit längerer Zeit wieder zu einer Verbesserung der Margen geführt haben. Demgegenüber setzte sich der seit knapp zwei Jahren anhaltende Rückgang der Einfuhrpreise im Vorjahresvergleich fort (-1,2%). Ins Gewicht fiel bei den Importen die Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar. Die Terms of Trade, d. h. das Verhältnis zwischen Export- und Importpreisen, verbesserten sich gegenüber dem ersten Quartal 2002 um 1,6%.

### Geringerer Ertragsbilanzüberschuss

Die nominellen Exporte und Importe von Waren stiegen im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr nur geringfügig. Die Einfuhren nahmen um 1,2% zu, während die Ausfuhren stagnierten (+0,2%; Spezialhandel, nicht arbeitstagbereinigt). Dadurch schloss die Handelsbilanz mit einem Überschuss von 0,6 Mrd. Franken, gegenüber 0,9 Mrd. Franken vor Jahresfrist. Im gesamten Warenverkehr, der auch den Handel mit elektrischer Energie sowie die Ein- und Ausfuhr von Edelmetallen, Edel- und Schmucksteinen usw. umfasst, resultierte jedoch ein Defizit von 0,3 Mrd. Franken.

Der Aktivsaldo der Dienstleistungsbilanz verringerte sich gegenüber der Vorjahresperiode um 0,3 Mrd. auf 7,4 Mrd. Franken. Der Rückgang ist vor allem auf tiefere Fremdenverkehrseinnahmen sowie massiv gesunkene Kommissionserträge der Banken zurückzuführen. Der Überschuss der Arbeits- und Kapitaleinkommen sank infolge geringerer Nettoerträge aus Portfolio- und Direktinvestitionen von 6 Mrd. im Vorjahresquartal auf 4,9 Mrd. Franken. Damit ergab sich im ersten Quartal ein Ertragsbilanzüberschuss von 10,4 Mrd. Franken, gegenüber 11,6 Mrd. Franken vor Jahresfrist. Der Anteil am nominellen Bruttoinlandsprodukt betrug 10,3%, nach 11,6% im entsprechenden Vorjahresquartal.

Ertragsbilanz Salden in Mrd. Franken

Tabelle 8

	2001 <sup>1</sup>	2002 <sup>2</sup>	2002 <sup>2</sup>				2003 <sup>2</sup>
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Waren	-4,6	4,5	0,1	0,6	1,9	1,9	-0,3
Spezialhandel	1,7	7,3	0,9	1,4	1,9	3,1	0,6
Dienste	24,2	24,9	7,7	5,1	6,2	5,9	7,4
Fremdenverkehr	2,0	1,1	1,3	-0,3	0,1	0,1	1,1
Arbeits- und Kapitaleinkommen	25,2	26,7	6,0	6,7	7,8	6,2	4,9
Kapitaleinkommen	33,8	35,9	8,2	9,0	10,1	8,6	7,3
Laufende Übertragungen	-6,9	-6,6	-2,2	-1,5	-1,5	-1,4	-1,6
<b>Total Ertragsbilanz</b>	<b>37,9</b>	<b>49,6</b>	<b>11,6</b>	<b>11,0</b>	<b>14,4</b>	<b>12,6</b>	<b>10,4</b>

1 provisorisch

2 Schätzung

### 3.3 Investitionen

Nach zwei Jahren stark rückläufiger Anlageinvestitionen verlangsamte sich der Abwärtstrend. Die Bauinvestitionen nahmen gegenüber der Vorperiode leicht zu, und die Ausrüstungsinvestitionen bildeten sich weniger stark zurück als in den vorangegangenen Quartalen. Im Vorjahresvergleich sanken die realen Anlageinvestitionen um 3,5%, nach einer Abnahme von 7,6% im vierten Quartal 2002.

#### Leicht höhere Bauinvestitionen

Trotz der leichten Zunahme gegenüber der Vorperiode lagen die Bauinvestitionen immer noch knapp 3% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Positiv entwickelte sich insbesondere die Wohnbautätigkeit, die – gemessen an der Anzahl im Bau befindlicher Wohnungen – stark zunahm. Gemäss der Umfrage des Schweizerischen Baumeisterverbandes dürfte dagegen der Tiefbau leicht und der kommerzielle Bau im Vorjahresvergleich stark geschrumpft sein.

#### Verbesserte Aussichten beim Wohnungsbau

In den kommenden Quartalen ist insgesamt weiterhin mit einer schwachen Baukonjunktur zu rechnen, da sich negative und positive Tendenzen ungefähr die Waage halten dürften. Der Wohnungsbau, auf den rund 40% der gesamten Bauinvestitionen entfallen, scheint die Talsohle durchschritten zu haben. Die Anzahl baubewilligter Wohnungen stieg im ersten Quartal erneut stark, und die von Wüest & Partner publizierten Marktpreise deuten auf eine anhaltend starke Nachfrage nach Wohnraum hin. Die sinkenden Baukosten und historisch tiefen Hypothekenzinsen dürften die Erholung der Wohnbautätigkeit stützen. Dagegen hinterlassen die Sparmassnahmen

der Gemeinden und Kantone Spuren im Tiefbau. Infolge der rückläufigen Beschäftigung und der hohen Leerstandsquote ist dagegen im kommerziellen Bau bis Ende Jahr mit deutlich schrumpfenden Investitionen zu rechnen.

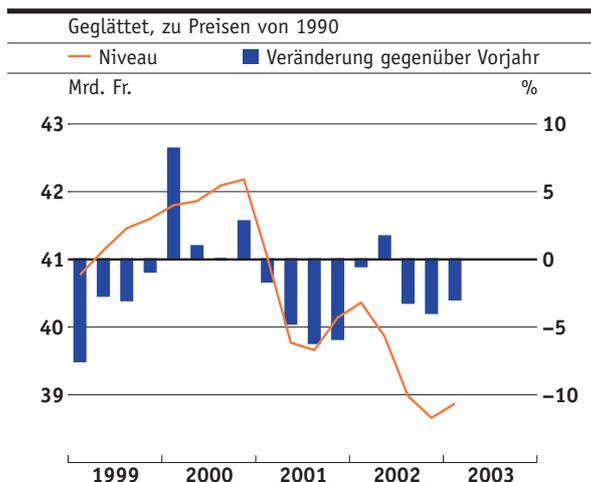
#### Abgeschwächter Abwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen

Im ersten Quartal schwächte sich der seit zwei Jahren anhaltende starke Abwärtstrend bei den Ausrüstungsinvestitionen deutlich ab. Im Vorjahresvergleich sanken sie um 4%, nach einem Rückgang von 10,5% im vierten Quartal 2002. Die Einfuhren von Investitionsgütern lagen leicht über dem Vorjahresstand. Gemäss der Umfrage der schweizerischen Investitionsgüterindustrie (Swissmem) vom ersten Quartal nahm der inländische Umsatz von schweizerischen Investitionsgütern zwar nochmals weiter ab; im Vorquartalsvergleich stabilisierte er sich jedoch.

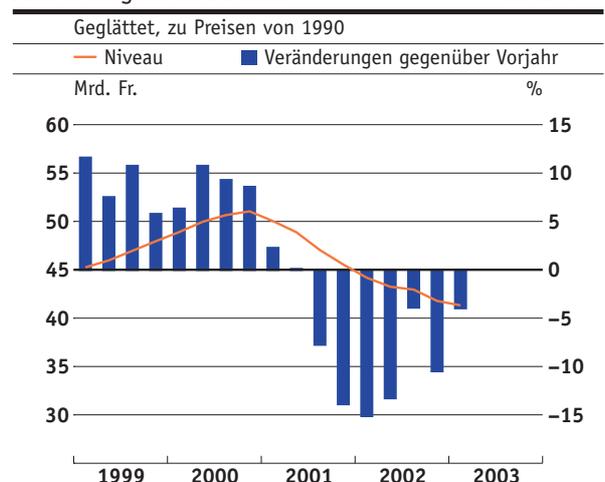
#### Erholung frühestens im zweiten Halbjahr

Angesichts der anhaltenden Nachfrageschwäche im In- und Ausland kann im zweiten Quartal noch nicht mit einer Trendwende bei den Ausrüstungsinvestitionen gerechnet werden. Die Anzeichen für eine Erholung mehrten sich jedoch. Gemäss der Umfrage der Swissmem meldete die schweizerische Investitionsgüterindustrie im ersten Quartal erstmals seit Sommer 2000 eine leichte Zunahme des inländischen Auftragsengangs. Falls die internationale Konjunktur im zweiten Halbjahr anzieht, dürfte sich die Geschäftslage in der Industrie aufhellen und die Kapazitätsauslastung wieder steigen. In einem solchen Umfeld zieht die Investitionstätigkeit erfahrungsgemäss rasch an. Das tiefe Zinsniveau und der steigende Ersatzbedarf bei den Kapitalgütern dürften diese Entwicklung zusätzlich unterstützen.

Bauinvestitionen Grafik 3.6



Ausrüstungsinvestitionen Grafik 3.7



Grafiken 3.6 und 3.7:  
 Quartalschätzung annualisiert  
 Quelle: seco

## 3.4 Konsum

### Schwach wachsender privater Konsum

Der private Konsum erhöhte sich im ersten Quartal gegenüber der Vorperiode leicht und lag 0,7% über dem entsprechenden Vorjahresstand. Stützend wirkte weiterhin die Zunahme der real verfügbaren Haushaltseinkommen, die für das Jahr 2003 auf rund 1,5% geschätzt wird.

Während die Ausgaben für Nahrungsmittel, Gesundheitspflege und Wohnen weiter zunahmen, hielten die Haushalte mit Käufen von Luxusgütern sowie von dauerhaften Konsumgütern zurück. Die realen Detailhandelsumsätze sanken im ersten Quartal um 3,5% gegenüber dem Vorjahr, nachdem sie im vierten Quartal um 1,6% nachgegeben hatten. Besonders stark sank der Absatz von Motorfahrzeugen. Dies widerspiegelte sich auch in der Anzahl neu zugelassener Personenwagen, die im ersten Quartal 13,6% unter dem entsprechenden Vorjahresstand lag. Vergleichsweise robust entwickelte sich dagegen der Binnentourismus. Die Zahl der Logiernächte inländischer Gäste lag im ersten Quartal nur leicht tiefer als vor Jahresfrist; im Durchschnitt der Monate März und April stieg sie um 1,3% gegenüber dem Vorjahr.

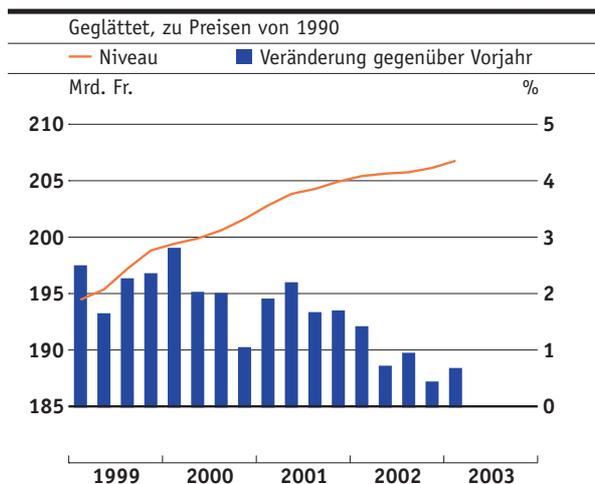
### Weiterhin nur schwaches Konsumwachstum

Der Anstieg der real verfügbaren Haushaltseinkommen dürfte den privaten Konsum auch in den kommenden Monaten stützen. Angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche dürfte der private Konsum jedoch weiterhin weniger stark zunehmen als die Einkommen.

Die Zurückhaltung der Konsumenten widerspiegelte sich im Index der Konsumentenstimmung, der im April wieder annähernd den Tiefstand von Oktober 2002 erreichte. Die Haushalte beurteilten die wirtschaftlichen und finanziellen Aussichten in den nächsten zwölf Monaten sowie den Zeitpunkt für grössere Anschaffungen ungünstiger als drei Monate zuvor. Auch die Sicherheit der Arbeitsplätze wurde pessimistischer eingeschätzt als zu Beginn des Jahres.

Die verhaltenen Aussichten für den privaten Konsum widerspiegelten sich auch in den Umfragen der KOF/ETH. Der Detailhandel beurteilte den Geschäftsgang bis April als unbefriedigend und rechnete für die nahe Zukunft mehrheitlich mit stagnierenden oder sinkenden Umsätzen. Auch die Hotellerie blieb pessimistisch. Der Anteil der Betriebe, welcher mit einer schrumpfenden Nachfrage seitens der Inländer rechnete, vergrössert sich leicht.

Privater Konsum Grafik 3.8



Quartalsschätzung annualisiert  
Quelle: seco

### 3.5 Kapazitätsauslastung

Wichtige Informationen über die Konjunkturlage und die Preisrisiken gibt die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage im Vergleich zu den verfügbaren Produktionskapazitäten. Zwei Indikatoren stehen dabei im Vordergrund: der Auslastungsgrad der technischen Kapazitäten in der Industrie sowie die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke, die zusammen in Grafik 3.9 abgebildet sind. Beide zeigen, dass im Produktionssektor Anfang 2003 weiterhin erhebliche Überkapazitäten bestanden.

#### Unterdurchschnittliche Kapazitätsauslastung in der Industrie

Die Kapazitätsauslastung in der Industrie wird von der KOF/ETH im Rahmen einer vierteljährlichen Umfrage ermittelt. Im ersten Quartal blieb die Auslastung gegenüber der Vorperiode unverändert und lag mit 81% weiterhin deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt von 84%. Die Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die technischen Kapazitäten im ersten Quartal unverändert blieben. Mehr als die Hälfte der Unternehmen bezeichnete die fehlende Nachfrage als wichtigstes Produktionshemmnis.

#### Ausweitung der Produktionslücke

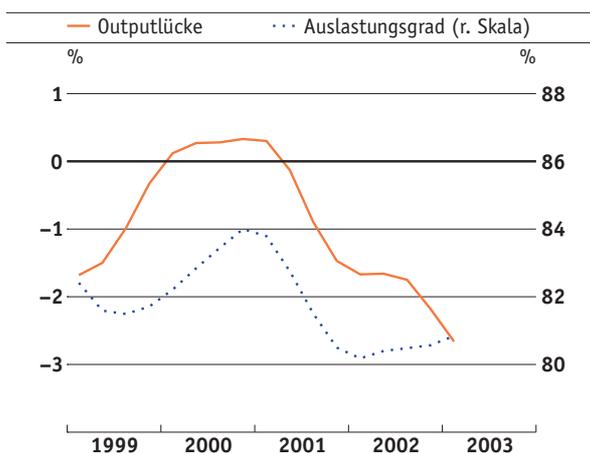
Die potenzielle Produktion gibt das Niveau der Produktion an, das bei Normalauslastung der vorhandenen Produktionsfaktoren erreicht werden kann, ohne dass mittelfristig preistreibende Effekte ausgelöst werden. Die Produktionslücke misst die Abweichung der tatsächlichen Produktion (gemessen am realen Bruttoinlandprodukt) von der potenziellen Produktion. Als Folge der rückläufigen Nachfrage weitete sich die Produktionslücke im ersten Quartal weiter auf -2,7% aus. Eine negative Produktionslücke signalisiert eine Unterauslastung, eine positive Produktionslücke eine Überauslastung der Produktionsfaktoren.

### 3.6 Konjunkturaussichten

Aufgrund der verfügbaren Indikatoren dürfte die Konjunkturflaute bis zur Jahresmitte anhalten, so dass für das zweite Quartal nochmals mit einer unbefriedigenden Entwicklung des realen Bruttoinlandprodukts gerechnet werden muss. Die Nationalbank geht jedoch davon aus, dass die schweizerische Wirtschaft im Zuge der langsam einsetzenden internationalen Konjunkturerholung zu einem moderaten Wirtschaftswachstum zurückfinden wird. Infolge des sehr schwachen ersten Halbjahres revidierte die Nationalbank ihre Prognose für das Jahr 2003 nach unten und rechnet im Jahresdurchschnitt mit einer Stagnation.

Angesichts der enttäuschenden Wirtschaftsentwicklung im ersten Quartal nahmen auch der Bund sowie die meisten Konjunkturforschungsstellen und Banken im Frühjahr ihre Prognosen für 2003 zurück. Sowohl das seco als auch die KOF/ETH rechnen in diesem Jahr mit einem Null-Wachstum.

Kapazitätsauslastung Grafik 3.9



Quellen: KOF, SNB

## 4 Arbeitsmarkt

### 4.1 Beschäftigung

#### Weiter sinkende Beschäftigung

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verschlechterte sich in den ersten Monaten des Jahres 2003 weiter. Die Zahl der Beschäftigten sank im ersten Quartal um 0,6% gegenüber der Vorperiode und lag damit 1,1% unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Während die Vollzeitbeschäftigung sowie die Zahl der Beschäftigten mit einem Arbeitspensum von weniger als 50% gegenüber dem Vorjahr um 0,8% bzw. 1,6% abnahm, stieg die Zahl der Teilzeitbeschäftigten mit einem Arbeitspensum zwischen 50% und 89% weiter (1,4%).

Die Beschäftigung nahm in allen drei Sektoren ab. Überdurchschnittlich stark sank sie in der Industrie und im Baugewerbe (-1,0% bzw. -1,5%). Im Dienstleistungssektor bildete sich die Beschäftigung gegenüber der Vorperiode um 0,4% zurück. Seit zwei Quartalen liegt sie auch leicht unter dem entsprechenden Vorjahresstand. Besonders stark bauten die Banken und Versicherungen sowie der Detailhandel ihren Personalbestand ab.

#### Keine rasche Besserung der Beschäftigungslage

Die vom BFS veröffentlichten Beschäftigungsaussichten sowie die Entwicklung der offenen Stellen deuten in den nächsten Monaten auf eine weiter rückläufige Beschäftigung hin. Der Manpower-Index, der die Fläche der Stelleninsetrate misst, bildete sich im März zurück. Dies gilt auch für den Jobpilot-Index, der die im Internet ausgeschriebenen Stellen erfasst. Die Zahl der bei den regionalen Arbeitsvermittlungszentren gemeldeten offenen Stellen sank im April ebenfalls, nachdem sie sich im ersten Quartal stabilisiert hatte.

Arbeitsmarkt nicht saisonbereinigte Zahlen

Tabelle 9

	2001	2002	2002				2003		
			1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	1. Q.	April	Mai
Voll- und Teilzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	1,1	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,8	-1,1	-	-
Vollzeitbeschäftigte <sup>1</sup>	0,7	-1,3	-1,0	-1,3	-1,3	-1,6	-1,9	-	-
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	1,9	2,8	2,6	2,5	2,6	3,3	3,9	3,9	3,6
Arbeitslose <sup>3</sup>	67,2	100,5	93,5	91,2	97,1	120,2	140,9	141,6	140,6
Stellensuchende <sup>3</sup>	109,4	149,6	139,8	139,7	146,3	172,6	196,6	200,6	201,1
Kurzarbeitende <sup>3</sup>	2,4	9,1	13,6	11,6	4,4	6,8	10,6	10,4	-
Index der offenen Stellen <sup>1</sup>	-18,1	-40,4	-38,0	-46,3	-39,5	-35,9	-39,5	-	-

1 Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

2 Bis April 2003 registrierte Arbeitslose in Prozent der erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 1990 (3 621 716 Erwerbspersonen); ab Mai 2003: in Prozent der

erwerbsfähigen Wohnbevölkerung gemäss Volkszählung 2000

(3 946 988 Erwerbspersonen)  
3 in Tausend; Jahres- und Quartalswerte sind Durchschnittswerte aus Monatswerten.

Quellen: BFS, seco

## 4.2 Arbeitslosigkeit

### Weiter steigende Arbeitslosigkeit

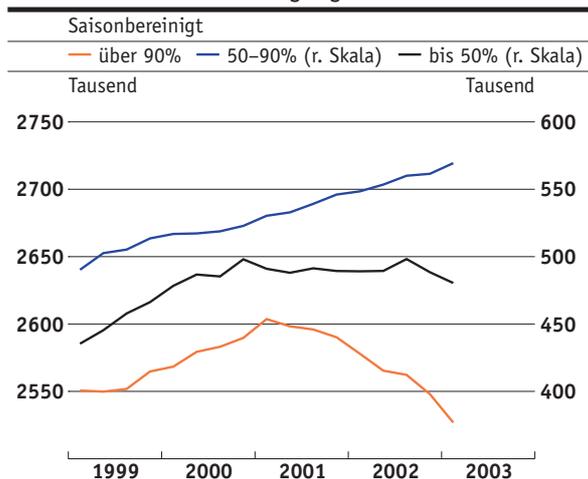
Die Arbeitslosigkeit nahm in den ersten vier Monaten des Jahres weiter zu. Im April betrug die Zahl der Arbeitslosen und der Stellensuchenden 140 400 bzw. 183 700 Personen und die Arbeitslosenquote bzw. die Quote der Stellensuchenden erhöhte sich auf 3,9% bzw. 5,5% (saisonbereinigt).

Sowohl der Anteil der Arbeitslosen, die seit mehr als einem Jahr ohne Stelle sind, als auch die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit nahmen zu. Seit einem Jahr weisen auch die Aussteuerungen aus der Arbeitslosenversicherung eine steigende Tendenz auf. Per 1. Juli tritt das revidierte Arbeitslosengesetz in Kraft, das unter anderem eine Kürzung der Bezugsdauer für Arbeitslosenentschädigung von 520 auf 400 Tage umfasst. Die Zahl der Aussteuerungen dürfte damit ab Juli verstärkt zunehmen.

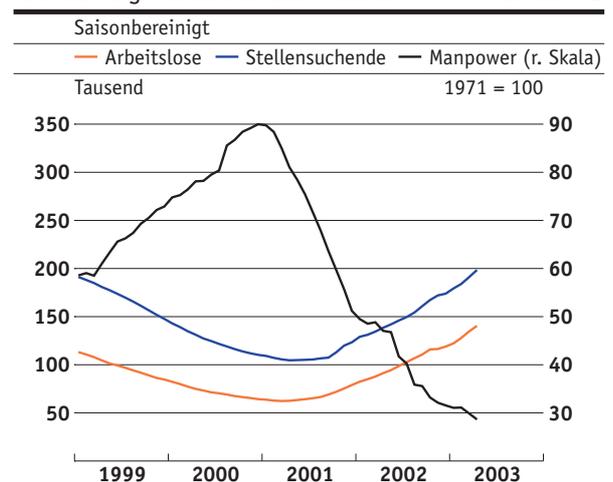
Im Zuge der steigenden Arbeitslosigkeit verringerten sich die regionalen Unterschiede weiter. Im April lag die Arbeitslosenquote in der deutschen Schweiz zwar weiterhin unter dem landesweiten Durchschnitt, doch nahm sie in dieser Region am stärksten zu. Etwas weniger erhöhte sie sich im Tessin (4,4%) und in der Westschweiz (4,8%).

Im Mai sank die Arbeitslosenquote und die Quote der Stellensuchenden um 0,2 bzw. 0,3 Prozentpunkte auf 3,7% bzw. 5,2%. Dieser Rückgang der Arbeitslosenquote ist auf eine Änderung der Berechnungsgrundlage zurückzuführen. Ab Mai wird die Zahl der Arbeitslosen in Relation zur Erwerbspersonenzahl gemäss der Volkszählung 2000 gesetzt, die um 9% grösser ist als die bisherige Basis der Volkszählung 1990.

Voll- und Teilzeitbeschäftigung Grafik 4.1



Arbeitslosigkeit und offene Stellen Grafik 4.2



Grafiken 4.1, 4.2:  
Quelle: BFS

## 4.3 Löhne 2003

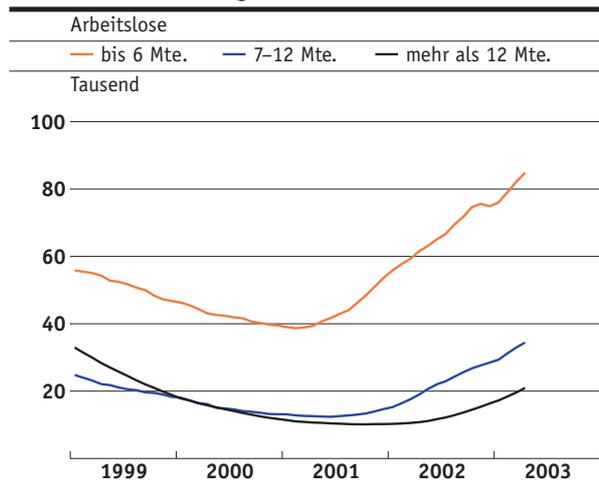
### Geringer Reallohnanstieg – sinkende Lohnstückkosten

Gemäss dem vom BFS veröffentlichten vierteljährlichen Lohnindex nahmen die Nominallöhne im Jahre 2002 um durchschnittlich 1,8% zu. Dies entsprach einer Realloohnerhöhung von 1,1%. Obschon sich der Lohnzuwachs gegenüber 2001 abschwächte, fiel er höher aus als im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre. In diesem Jahr dürfte sich der Lohnanstieg infolge der Verschlechterung der Arbeitsmarktlage abschwächen. Gemäss der Lohnumfrage der UBS ist mit einem durchschnittlichen Anstieg der Nominallöhne von 1,3% bzw. einem Reallohnzuwachs von 0,6% zu rechnen. Der Lohnzuwachs dürfte damit unter dem Produktivitätszuwachs liegen, so dass mit einem Rückgang der Lohnstückkosten gerechnet werden kann. Diese Entwicklung dürfte die finanzielle Lage der Unternehmen und damit auch die Voraussetzungen für eine Konjunkturerholung verbessern.

## 4.4 Personenfreizügigkeit mit der EU

Am 1. Juni 2002 traten die sieben bilateralen Abkommen zwischen der Schweiz und der EU in Kraft, darunter das Abkommen über den freien Personenverkehr. Dieses ermöglicht Staatsangehörigen der EU und der Schweiz, sich in der Schweiz bzw. der EU niederzulassen und eine Erwerbstätigkeit aufzunehmen. Das Abkommen sieht für die Schweiz eine Übergangsphase von fünf Jahren vor, während der der Zugang zum schweizerischen Arbeitsmarkt über Kontingente gesteuert wird. Bis anhin nahm die Nachfrage nach Langzeitaufenthaltsbewilligungen deutlich stärker zu als diejenige für Kurzaufenthaltsbewilligungen. Insgesamt nahm die Zahl ausländischer Arbeitskräfte im ersten Quartal gegenüber dem Vorjahr ab, nachdem sie bis Ende 2002 noch gestiegen war.

Dauer der Arbeitslosigkeit Grafik 4.3



Quelle: BFS

## 5 Preise

### 5.1 Konsumentenpreise

Das schwache konjunkturelle Umfeld widerspiegelte sich auch in der Entwicklung der Konsumentenpreise. Die am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK) gemessene Jahreststeuerung nahm von Februar bis Mai von 0,9% auf 0,4% ab. Der Preisauftrieb liess bei den Binnengütern nochmals leicht nach, und auch seitens der importierten Konsumgüter verringerten sich die Teuerungsimpulse deutlich.

#### Weiterer Rückgang der Binnenteuerung

Die Jahreststeuerung der inländischen Waren und Dienstleistungen erreichte im Mai mit 0,8% den tiefsten Stand seit Oktober 2000. Bei den Dienstleistungen, die rund drei Viertel des inländischen Güterkorbes ausmachen, liess der Preisauftrieb von 1,2% auf 0,9% nach. Dabei schwächte sich die Jahreststeuerung der privaten Dienstleistungen ohne Mieten von 1,5% auf 1,0% ab. Die Wohnungsmieten blieben im Mai stabil, so dass die jährliche Mietteuerung auf 0,1% sank. Dies entspricht dem tiefsten Wert seit Dezember 1998. Bei den öffentlichen Dienstleistungen bildete sich der Preisanstieg innert Jahresfrist um 0,3 Prozentpunkte auf 2,1% zurück. Hingegen erhöhte sich die Jahreststeuerung der inländischen Waren von 0,1% auf 0,6%. Davon betroffen waren vor allem einzelne Nahrungsmittel wie Fleisch und Gemüse.

#### Erneut negative Teuerungsraten bei den Auslandsgütern

Nachdem sich die Güter ausländischer Herkunft zwischen November und März im Vergleich zum Vorjahr verteuert hatten, fiel ihre Jahreststeuerung im April erneut in den negativen Bereich. Im Mai verbilligten sich die Auslandsgüter um 0,7%. Dabei wurde die Teuerung der importierten Güter massgeblich von der Entwicklung der Erdölprodukte (Treibstoffe und Heizöl) geprägt. Auf den Preisschub im März folgte im April und Mai ein Preisrückgang, so dass die Indexziffer der Erdölprodukte im Mai 3,0% unter dem Stand vor Jahresfrist zu liegen kam. Von den übrigen Importgütern gingen zwischen Februar und Mai negative Teuerungsimpulse aus. Im Mai verbilligten sie sich gegenüber dem Vorjahr um 0,4%.

#### Sondergliederung des KPI Veränderung in Prozent

Tabelle 10

	2002		2003		2003			
		3. Q.	4. Q.	1. Q.	Februar	März	April	Mai
<b>LIK total</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Inländische Waren und Dienstleistungen	1,4	1,3	1,2	1,0	1,0	1,1	0,9	0,8
Waren	1,1	0,7	0,6	0,1	0,1	0,5	0,5	0,6
Dienstleistungen	1,5	1,4	1,3	1,3	1,2	1,2	1,0	0,9
private Dienstleistungen ohne Mieten	1,9	1,8	1,9	1,6	1,5	1,6	1,2	1,0
Mieten	1,0	0,9	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,1
öffentliche Dienstleistungen	1,5	1,6	1,3	2,4	2,4	2,4	2,2	2,1
Ausländische Waren und Dienstleistungen	-1,7	-2,6	0,5	1,2	1,0	2,2	-0,1	-0,7
ohne Erdölprodukte	-0,8	-1,7	0,5	-0,4	-0,5	-0,1	-0,4	-0,4
Erdölprodukte	-6,8	-7,6	0,2	11,7	10,0	16,7	1,9	-3,0

Quellen: BFS, SNB

## 5.2 Kerninflation

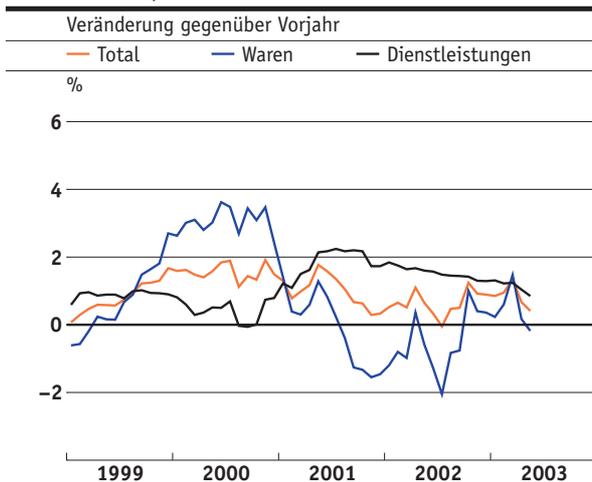
### Leicht tiefere Kernteuerung der SNB

Die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung unterliegt kurzfristig zahlreichen Einflüssen, welche die Sicht auf den allgemeinen Preistrend verzerren können. Die Nationalbank berechnet deshalb eine Kerninflationsrate. Diese klammert in jeder Periode die Güter mit der höchsten und der tiefsten Jahresteuering (je 15%) aus dem Warenkorb des Konsumentenpreisindex aus. Die Kerninflationsrate schwächte sich von Februar bis Mai um 0,2 Prozentpunkte auf 0,6% ab und fiel damit auf den tiefsten Stand seit Februar 1999. Da sich die teuerungsdämpfenden und -treibenden Effekte in etwa die Waage hielten, unterschied sich die Kerninflationsrate nur wenig von der am gesamten Konsumentenpreisindex gemessenen Teuerung.

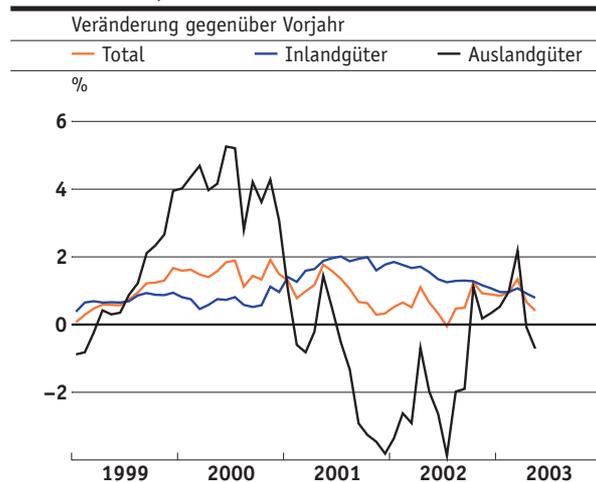
### Rückgang der Kerninflationsraten des BFS

Im Unterschied zur Kerninflationsrate der Nationalbank schliessen die beiden Kerninflationsraten des BFS in jeder Periode die gleichen Güter aus dem Warenkorb aus. Bei der Kerninflation 1 sind dies Nahrungsmittel, Getränke, Tabak, Saisonprodukte, Energie und Treibstoffe. Die Kerninflation 2 ist zusätzlich um die Produkte mit administrierten Preisen bereinigt. Zwischen Februar und Mai schwächte sich die Kerninflationsrate 1 von 0,7% auf 0,5% ab und die Kerninflationsrate 2 von 0,4% auf 0,3%.

Konsumentenpreise Grafik 5.1



Konsumentenpreise Grafik 5.2



Grafiken 5.1 und 5.2:  
Quelle: BFS

## 5.3 Preise des Gesamtangebots

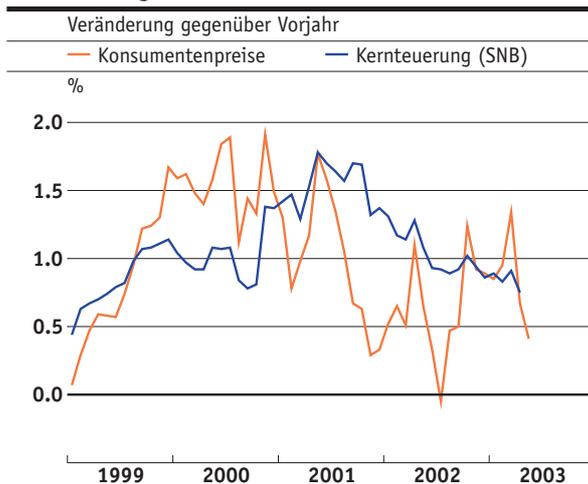
### Weiterhin stabile Preise des Gesamtangebots

Von den Produzenten- und Importpreisen gingen weiterhin keine Teuerungsimpulse auf die nachgelagerte Konsumstufe aus.

Die Produzentenpreise lagen im Mai 0,2% unter dem Vorjahresstand, nachdem sie im Durchschnitt der Monate Februar bis April stagniert hatten. Dabei verzeichneten die Rohstoffe einen Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 4,9%. Bei den Konsum- und den Investitionsgütern blieb die Teuerung indessen gering (0,1% bzw. 0,3%). Demgegenüber verbilligten sich die Halbfabrikate, die rund 56% des Produzentenpreisindex ausmachen, weiter (-0,8%).

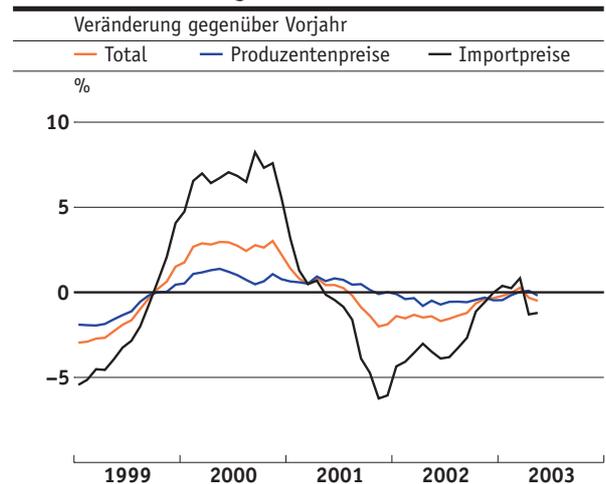
Nachdem sich die Importgüter zwischen Dezember und März im Vorjahresvergleich verteuert hatten, lag ihre Indexziffer im April und Mai 1,3% bzw. 1,2% unter dem Vorjahresstand. Dieser Rückgang war vor allem auf die Investitions- und Konsumgüter zurückzuführen, die sich im Vergleich zum Vorjahr um 2,3% bzw. 1,4% verbilligten. Bei den Halbfabrikaten und Rohstoffen waren die Preisnachteile indessen moderat (-0,4% bzw. -0,8%).

Kernteuerung Grafik 5.3



Quellen: BFS, SNB

Preise des Gesamtangebots Grafik 5.4



### 6.1 Internationale Preisentwicklung

#### **Kein Teuerungsdruck aus dem Ausland**

Mit Beginn des Irakkrieges am 20. März fiel der Preis pro Fass Erdöl (Qualität Brent) von rund 33 Dollar in den Bereich um 25 Dollar. Damit entspannte sich die Lage am Rohölmarkt wesentlich rascher, als die Nationalbank Ende Februar erwartet hatte. Ausgedrückt in Franken lag der Ölpreis im Mai durchschnittlich 16% unter dem Stand vor Jahresfrist. Dieser Rückgang war allerdings in erster Linie auf den im Vorjahresvergleich tieferen Kurs des Dollars gegenüber dem Franken zurückzuführen (-18%). Angesichts der flauen internationalen Konjunktur und des stagnierenden internationalen Luftverkehrs rechnet die Nationalbank für die kommenden Monate mit stabilen Erdölpreisen um rund 25 Dollar, was ungefähr dem Niveau des Vorjahres entspricht. Zusammen mit der im Vergleich zum Vorjahr deutlich tieferen Bewertung des Dollars ergibt sich ein teuerungsdämpfender Effekt der Erdölkomponente auf die Konsumteuerung. Von den übrigen Importgütern dürften aufgrund des schwachen weltwirtschaftlichen Umfelds und der Wechselkurssituation in der nahen Zukunft keine nennenswerten Teuerungsimpulse ausgehen.

#### **Konjunkturbedingt geringer Kostendruck**

Auch vom Inland her ist in nächster Zeit nicht mit einem steigenden Teuerungsdruck zu rechnen. Dämpfend wirken vor allem die in der Wirtschaft vorhandenen Überkapazitäten, die angesichts der nur langsam anziehenden Konjunktur noch geraume Zeit bestehen bleiben dürften. Angesichts der schlechten Arbeitsmarktlage ist insbesondere von der Lohnseite kein Kostendruck zu erwarten. Die Preiserwartungen der von der KOF/ETH befragten binnenorientierten Industrieunternehmen blieben auch im ersten Quartal deutlich nach unten gerichtet. Zudem hält der anhaltend starke Wettbewerb den Preissetzungsspielraum weiterhin in engen Grenzen.

#### **Stabile Wohnungsmieten**

Mit knapp 20% haben die Wohnungsmieten innerhalb des Warenkorb des Konsumentenpreisindex das grösste Gewicht, weshalb ihnen bei der Einschätzung der Teuerungsaussichten eine besondere Bedeutung zukommt. Mit der vierteljährlichen Erhebung im Mai verminderte sich die jährliche Mietteuerung weiter auf 0,1%. Die Mieten dürften in der kurzen Frist weiterhin stabil bleiben. Dabei dürften sich zwei entgegengesetzte Kräfte ungefähr die Waage halten. Einerseits werden die Senkungen der Hypothekarzinsen, die seit Mitte 2002 erfolgten, eine tendenziell dämpfende Wirkung auf die Mietpreise ausüben. Andererseits herrscht namentlich in den Ballungszentren Zürich und Genf eine angespannte Lage am Wohnungsmarkt, welche die Mieten bei Neuvermietungen nach oben treibt. Allerdings zeigten sich gemäss Wüest & Partner im ersten Quartal Anzeichen einer Entspannung am Mietwohnungsmarkt. Darauf deuteten sowohl die höhere angebotene Menge als auch die im Vergleich zum Vorquartal leicht gestiegene Leerstandsquote bei den Mietwohnungen hin.

## 6.3 Inflationsprognose für die Jahre 2003–2005

Die Nationalbank überprüfte an ihrer vierteljährlichen Lagebeurteilung vom 11. Juni 2003 ihre mittelfristige Inflationsprognose. Unter der Annahme eines über die nächsten drei Jahre konstanten Dreimonats-Libors von 0,25% sollte die durchschnittliche Inflationsrate in diesem Jahr 0,6% betragen, im Jahre 2004 auf 0,4% fallen und im Jahre 2005 auf 1,2% steigen. Die prognostizierte Inflation liegt bis Mitte 2005 unter 1%, beschleunigt sich danach und erreicht im zweiten Quartal 2006 einen Wert von 2,5%.

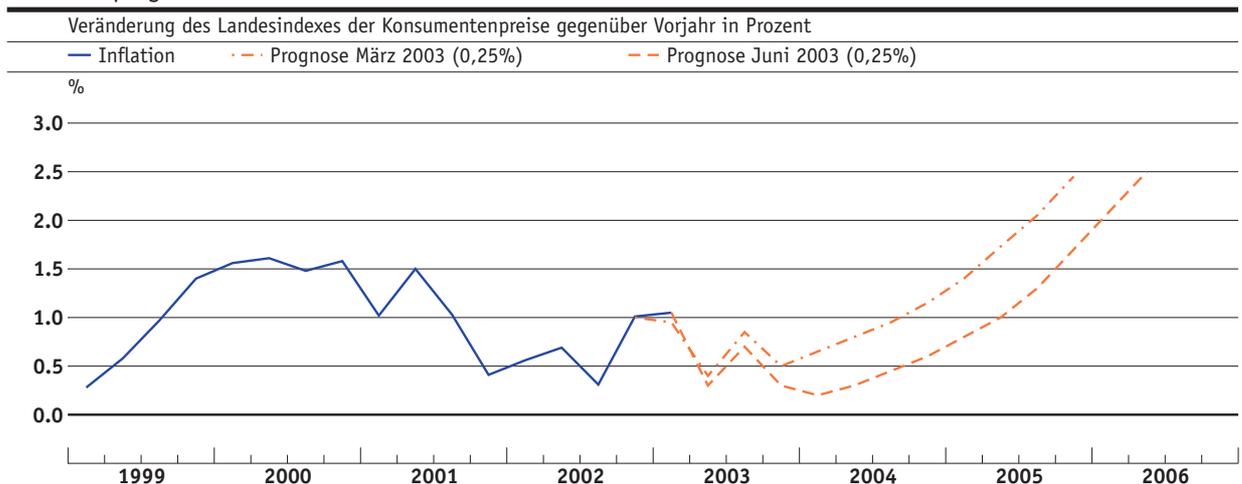
Wie Grafik 6.1 zeigt, liegt die neue Prognose während des ganzen Prognosehorizonts unter derjenigen vom März 2003, die ebenfalls unter der Annahme eines konstanten Dreimonats-Libors von 0,25% erstellt wurde. Der Rückgang der Inflationsrate auf 0,2% im ersten Quartal 2004 ist auf einen Basiseffekt als Folge der Ölpreisentwicklung zurückzuführen. Die tiefere Inflationsprognose in den folgenden Quartalen widerspiegelt die Verzögerung des internationalen Konjunkturaufschwungs um rund ein halbes Jahr gegenüber der Prognose vom März.

Die amerikanische Wirtschaft dürfte zwar bereits im zweiten Halbjahr 2003 etwas stärker wachsen, doch dürfte sie ihr Potenzialwachstum erst gegen Ende 2004 erreichen. Für Europa rechnet die Nationalbank erst gegen Mitte 2004 mit einem deutlichen Anstieg des Wachstums. Ausserdem geht sie davon aus, dass sich der Dollar gegenüber dem Euro ungefähr auf dem Niveau von Mitte Juni halten und der Erdölpreis bei etwa 25 Dollar pro Fass liegen wird.

Die konjunkturelle Erholung ist noch nicht gesichert. Gleichzeitig wird die Inflation in den nächsten Quartalen sehr tief ausfallen und in einzelnen Monaten möglicherweise sogar negativ sein. Die Nationalbank hält das Deflationsrisiko, d.h. das Auftreten einer Deflationsspirale, verbunden mit einer starken Abnahme der Güternachfrage und der Produktion, dennoch für sehr gering, solange es nicht zu einer massiven Aufwertung des Frankens kommt. Um dieser Gefahr entgegenzutreten, wird sie eine Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen über eine allfällige starke Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschlossen bekämpfen.

Inflationsprognose März 2003 mit Libor 0,25% und Juni 2003 mit Libor 0,25%

Grafik 6.1



## 7 Konjunkturlage aus Sicht der regionalen Wirtschaftsbeobachtung

Die Bankstellen der Nationalbank stehen in ständigem Kontakt mit einer Vielzahl von Unternehmen aus den verschiedenen Branchen und Sektoren der Wirtschaft. Ihre Berichte, welche die subjektive Einschätzung der Unternehmen wiedergeben, sind eine wichtige zusätzliche Informationsquelle für die Beurteilung der Wirtschaftslage. Im Folgenden werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst, die sich aus den von Februar bis Mai geführten Gesprächen zur aktuellen und künftigen Wirtschaftslage ergaben.

### 7.1 Produktion

Die Konjunktur verlief in den ersten Monaten des Jahres für die Unternehmen mehrheitlich ungünstig. Viele Unternehmen reduzierten angesichts der ungewissen Entwicklung ihre Investitionen erneut. Trotz eines steigenden Nachholbedarfs nehmen sie vorerhand nur die notwendigsten Ersatzinvestitionen vor.

Einige Unternehmen glaubten, die Talsohle inzwischen erreicht zu haben, nachdem der Bestellungseingang aus dem Ausland etwas anziehen hatte. Auch die Bemühungen vieler Unternehmen, die Produktionskosten zu senken oder neue Produkte auf den Markt zu bringen, dürften langsam Früchte tragen. Die Massnahmen zur Effizienzsteigerung hatten zwar einen Abbau der Belegschaft und der technischen Kapazitäten zur Folge, doch gelang es den Unternehmen damit, die Ertragslage trotz stagnierender Umsätze zu verbessern. Einzelne Branchen, wie zum Beispiel der Tourismus und der Bau, kämpften allerdings weiterhin mit hohen Überkapazitäten. In diesen Branchen dürfte der Restrukturierungsprozess bei weitem noch nicht abgeschlossen sein.

#### Industrie

In der Industrie fiel insbesondere die flauere Konjunktur in Deutschland ins Gewicht; aber auch seitens Frankreichs, des Vereinigten Königreichs und der USA blieben positive Impulse aus. Weiterhin dynamisch entwickelten sich dagegen die Ausfuhren nach China, Osteuropa und Russland. Nach der Beendigung des Irakkrieges besserte sich zwar da und dort die Stimmung; von einem allgemeinen Umschwung war aber nichts zu spüren.

Besonders düster war die Geschäftslage in der Computer-, Halbleiter- und Telekommunikationsbranche. Insgesamt wird in diesem Bereich nicht mit einer raschen Erholung gerechnet. Viele Zulieferer litten insbesondere unter der Flaute in der Automobil- und Flugzeugindustrie. Die Bauzulieferer verzeichneten weiterhin rückläufige Absatzmengen und stark sinkende Preise. Dagegen zeichnete sich in der Metall- und Kunststoffindustrie eine gewisse Erholung ab. Im stark nach Asien ausgerichteten Textilmaschinenbau sowie in der Medizinaltechnik wickelte sich der Geschäftsgang weiterhin gut.

Bei den Produzenten von konsumnahen Produkten war die Lage uneinheitlich. Die Hersteller von Pharmazeutika und Nahrungsmitteln profitierten von einer unverändert regen Nachfrage und wiesen eine gute Ertragslage auf. Die Textil-, Papier- und Uhrenfabrikanten klagten dagegen über sinkende Bestellungen und Überkapazitäten.

#### Dienstleistungen

Die Zurückhaltung der Konsumenten hinterliess im Detailhandel deutliche Spuren. Die meisten Grossverteiler konnten zwar ihre Absatzmengen halten, doch mussten sie teilweise kräftige Preisabschläge gewähren, was wiederum schwindende Margen zur Folge hatte. Anbieter von Luxusgütern verzeichneten weiterhin empfindliche Einbussen, nicht zuletzt, weil die ausländischen Gäste ausblieben. In den kommenden Monaten wird nicht mit einer Verbesserung des Geschäftsgangs gerechnet. Unter der Konsumflaute litt auch das Gastgewerbe, wobei die teureren Betriebe die grösseren Rückschläge hinnehmen mussten.

Im Finanzsektor litt das Vermögensverwaltungsgeschäft und das Investment Banking weiterhin unter den geringen Handelsvolumen und Kommissioneneinnahmen. Auch bei den Informatik-Dienstleistungen verlief der Geschäftsgang unbefriedigend. Das grafische Gewerbe und das Zeitungswesen kämpften weiterhin mit einem Umsatzrückgang.

Der Tourismus entwickelte sich uneinheitlich. Dank günstiger Schnee- und Wetterverhältnisse meldeten die Wintersportgebiete eine gute Saison. Dagegen verzeichneten die Hotelbetriebe in den Städten infolge des flauen Geschäftstourismus und des rückläufigen Gruppentourismus aus den USA und Asien empfindliche Umsatzeinbussen. Dazu kamen die infolge der Lungenkrankheit SARS vielerorts verhängten Reisebeschränkungen. Aufgrund des schlechten Buchungsstands wird der kommenden Sommersaison mit Besorgnis entgegengesehen.

## **Bau**

Die Bautätigkeit blieb im ersten Quartal flau. Das Baugewerbe ist allerdings stark segmentiert und entwickelte sich je nach Sparte und Region sehr unterschiedlich. Positive Signale gab es in einigen Regionen seitens des Wohnungsbaus, und einige Bauunternehmen konnten von grösseren Infrastrukturprojekten seitens der öffentlichen Hand profitieren. Andere Gesprächspartner klagten dagegen über rekordtiefe Auftragsbestände. Inzwischen verschlechterte sich die Lage auch im Bauausbaugewerbe, das bis vor kurzem eine verhältnismässig gute Auslastung verzeichnet hatte. Als Folge des Überangebots im Bau-sektor kamen die Preise erneut unter Druck, so dass sich die Ertragslage vieler Firmen erneut verschlechterte.

## **7.2 Arbeitsmarkt**

Die schwache Nachfrage und die kostensenkenden Massnahmen führten in den letzten Monaten zu einem verstärkten Personalabbau. Dennoch bezeichneten die meisten Branchen ihren Personalbestand weiterhin als zu hoch. Dies gilt insbesondere für das Finanzgewerbe, den Elektroniksektor und die Reisebranche, die weitere Entlassungen ins Auge fassen.

## **7.3 Preise und Margen**

Infolge der schwachen Nachfrage verschärfte sich der Wettbewerb, so dass die Preise erneut unter Druck kamen und die Margen noch kleiner wurden. Besonders die Hotelbetriebe und die Bauunternehmen mussten zum Teil erhebliche Preisnachlässe gewähren. In anderen Branchen konnten einige Firmen ihre Margen nur dank einem rigorosen Kostenmanagement halten. Die Höherbewertung des Euro gegenüber dem Franken brachte für viele Exporteure eine willkommene Entlastung. Dagegen drückt der starke Kursrückgang des Dollars auf die Margen vieler Unternehmen.



# Eröffnungsansprache an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Hansueli Raggenbass, Präsident des Bankrats

Gehalten in Bern am 25. April 2003

Ich widme die Eröffnungsansprache zur diesjährigen Generalversammlung dem Jahresabschluss 2002, den Freien Aktiven sowie der Corporate Governance und der Revision des Nationalbankgesetzes.

## 1 Jahresrechnung 2002

In geschäftlicher Hinsicht war das vergangene Jahr für die Nationalbank ein Jahr gegenläufiger Entwicklungen mit einem per Saldo befriedigenden Ergebnis.

### **Markanter Rückgang des Bruttoerfolges**

Der Bruttoerfolg der Nationalbank erreichte im vergangenen Jahr 2,6 Mrd. Franken. Im Vorjahr hatte er noch 4,5 Mrd. betragen. Hauptgrund des markanten Rückgangs waren die hohen Wechselkursverluste aus der Umrechnung der Fremdwährungspositionen, insbesondere des Dollars.

Der Erfolg aus Gold stieg um 0,2 auf 1,5 Mrd. Franken. Der Anstieg des Goldpreises führte zu Bewertungsgewinnen, und das Goldleihgeschäft warf Zinserträge ab. Rund die Hälfte dieses Erfolges stammte aus Devisentermingeschäften, die zur Absicherung der in Dollar anfallenden Goldverkaufserlöse abgeschlossen wurden.

Der Erfolg aus Devisenanlagen belief sich im Jahre 2002 nur noch auf 0,5 Mrd. Franken, gegenüber 2,4 Mrd. im Vorjahr. Zinserträge und Kapitalgewinne alleine hätten 4,7 Mrd. Franken eingetragen. Da der Bewertungskurs für den US-Dollar von 1,68 auf 1,39 Franken und derjenige für den Euro von 1,48 auf 1,45 Franken sank, kam es jedoch gleichzeitig zu Wechselkursverlusten von 4,2 Mrd. Franken. Auf den übrigen Fremdwährungsguthaben – Reserveposition beim IWF, Internationale Zahlungsmittel und Währungshilfekredite – ergab sich ein Verlust von 0,3 Mrd. Franken.

Der Erfolg aus Finanzaktiven in Schweizer Franken fiel mit 0,8 Mrd. gleich hoch aus wie im Vorjahr. Während der entsprechende Wert aus dem wichtigsten geldpolitischen Instrument – dem Repogeschäft in Schweizer Franken – im Zuge der Reduktion der Geldmarktzinsen deutlich zurückging, erhöhte sich der Erfolg aus Wertschriften in Schweizer Franken markant. Wegen deutlich sinkenden Zinssätzen fielen bei den Obligationen hohe Kursgewinne an.

### **Rückgang des ordentlichen Aufwandes**

Der ordentliche Aufwand bildete sich um 105 auf 320 Mio. Franken zurück. Hauptverantwortlich dafür war der tiefere Aufwand für die Verzinsung der Bundesgelder. Nach 204 Mio. im Vorjahr betrug dieser noch 75 Mio. Franken.

Die übrigen Positionen des ordentlichen Aufwandes erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 10,5% auf insgesamt 245 Mio. Franken.

Der gestiegene Notenumlauf sowie eine höhere Notenausscheidungsquote führten zu einem Anstieg des Notenaufwandes um 20%. Der Personalaufwand erhöhte sich um rund 6%. Die Erhöhung ist in erster Linie auf eine Zunahme des Personalbestandes in den Bereichen Volkswirtschaft, Internationale Angelegenheiten, Systemstabilität und Überwachung, Risikomanagement und Informatik sowie auf die Anpassung der Löhne (Teuerungsausgleich, individuelle Lohnerhöhungen) zurückzuführen.

### **Gesamterfolg**

Der Gesamterfolg des Jahres 2002 belief sich auf 2,3 Mrd. Franken. Er war damit nur noch gut halb so gross wie im Vorjahr, als er 4,1 Mrd. betrug.

Aus dem Erfolg von 2,3 Mrd. Franken wurde zuerst die Rückstellung für die geplante Abtretung der Freien Aktiven um 1,1 Mrd. Franken auf 20,3 Mrd. aufgestockt. Die Rückstellung entsprach ursprünglich den für monetäre Zwecke nicht mehr benötigten 1300 Tonnen Gold und bemisst sich nun nach dem Marktwert des noch nicht verkauften Anteils an diesem Gold, den Erlösen aus den getätigten Goldverkäufen sowie dem Erfolg aus Geschäften zur Absicherung des Währungsrisikos auf Goldverkaufserlösen in US-Dollar. Im Weiteren wurden 0,4 Mrd. Franken den Rückstellungen für Markt- und Liquiditätsrisiken auf dem monetären Gold zugewiesen. Die Marktwertschwankungen lassen diese Äufnung sinnvoll erscheinen. Nach diesen Zuweisungen verblieben 0,8 Mrd. Franken. Die neue Gewinnausschüttungsvereinbarung sieht bereits für das abgelaufene Geschäftsjahr eine auf 2,5 Mrd. Franken erhöhte Ausschüttung an Bund und Kantone vor. Zur Bereitstellung der Ausschüttungen an Bund, Kantone und Aktionäre von über 2,5 Mrd. Franken mussten deshalb den Rückstellungen für Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken 1,7 Mrd. Franken entnommen werden.

## Gewinnausschüttungen und Ertragspotenzial der Nationalbank

In der Jahresrechnung 2002 widerspiegeln sich einmal mehr die beträchtlichen Goldpreis-, Wechselkurs- und Zinsrisiken der Bank. Die Nationalbank ist auf ausreichende Währungsreserven angewiesen, die ihre Funktion nur dann einwandfrei erfüllen können, wenn sie am Markt nicht abgesichert werden. Wegen diesen Risiken schüttet sie nicht den gesamten Ertragsüberschuss aus, sondern bildet Rückstellungen und erhöht diese – gemäss Gewinnausschüttungsvereinbarung mit dem Eidgenössischen Finanzdepartement – im Gleichschritt mit dem durchschnittlichen Wachstum des nominellen Bruttoinlandsprodukts.

Im Laufe der Jahre sind diese Rückstellungen deutlich über den angestrebten Bestand gestiegen, da die Erträge höher ausfielen als im Jahre 1998, beim Abschluss der letzten Gewinnausschüttungsvereinbarung, geschätzt. Die im Jahre 2002 abgeschlossene neue Vereinbarung trägt diesem Umstand Rechnung und sieht bis 2012 jährliche Ausschüttungen von 2,5 Mrd. Franken vor. Zwei Drittel des Reingewinns der Nationalbank gehen an die Kantone, ein Drittel an den Bund. Diese Ausschüttung liegt über dem längerfristigen Ertragspotenzial der Bank und beinhaltet daher einen graduellen Abbau desjenigen Teils der Rückstellungen, welcher über den angestrebten Bestand hinausgeht. Im vergangenen Geschäftsjahr ist dieser Abbau eingeleitet worden. Die Ausschüttungen der Nationalbank werden somit nach erfolgtem Abbau wiederum deutlich tiefer ausfallen. Aus heutiger Sicht liegt das Gewinnausschüttungspotenzial der Nationalbank ab 2013 bei rund 0,9 Mrd. Franken pro Jahr. Bund und Kantone können daher später nur noch mit tieferen Gewinnausschüttungen rechnen.

## 2 Freie Aktiven

Seit Mai 2000 verkauft die Nationalbank kontinuierlich von den 1300 Tonnen Gold, die sie für monetäre Zwecke nicht mehr benötigt (die sog. Freien Aktiven). Der Erlös aus den Verkäufen wird in verschiedenen Finanzaktiven angelegt. Diese Anlagen werden gesondert verwaltet, von der Bank aber nicht separat ausgewiesen. Die Volksabstimmung vom 22. September 2002 hat bekanntlich keine Klarheit über die definitive Bestimmung der Gelder gebracht. Die Freien Aktiven bleiben folglich bis auf weiteres unter der Verwaltung und in der Bilanz der SNB.

Inklusive Erträge aus der Anlage der Goldverkaufserlöse beliefen sich die Freien Aktiven Ende letzten Jahres auf 21 Mrd. Franken. Heute überwiegen die Finanzanlagen. Die noch nicht verkauften 627 Tonnen Gold repräsentierten Ende 2002 nur noch 46%. Wäre kein Gold verkauft worden, so hätte der Gesamtwert der Freien Aktiven Ende 2002 1,1 Mrd. Franken tiefer gelegen. Der Entscheid zum Verkauf des überschüssigen Goldes hat sich deshalb mit Blick auf die Zuweisung der Freien Aktiven als lohnend erwiesen.

Im Jahre 2002 haben wir 282 Tonnen Gold zu einem durchschnittlichen Preis pro Kilogramm von 15 500 Franken verkauft. Der – in Dollar ausgedrückt – markante Anstieg des Goldpreises (von 23%) ist durch den Dollarkursrückgang fast vollständig kompensiert worden. Die Bank hat jedoch systematisch 35% des Dollarrisikos abgesichert. Damit vermochte sie die ungünstigen Auswirkungen der Dollarbaisse abzufedern. Seit Beginn der Verkäufe hat die Absicherung der Dollareingänge aus Goldverkäufen immerhin 500 Mio. Franken Gewinn abgeworfen.

Die Politik der Anlage der Erlöse aus den Goldverkäufen zielt vornehmlich auf die Erhaltung der Portefeuillesubstanz. Ende 2002 waren 68% der Gelder in festverzinslichen Frankenanlagen oder in festverzinslichen Anlagen anderer Währungen mit Wechselkursabsicherung investiert. Der Rest verteilte sich auf Platzierungen in Euro (21%), Dollar (4%) und anderen Währungen (8%). Die mittlere Restlaufzeit betrug drei Jahre. Die Anlagerendite erreichte – nach 4,4% im Vorjahr – 5,2%. Dieses erfreuliche Ergebnis ist dem Rückgang der Obligationenzinssätze und damit der Wertzunahme der Obligationenbestände sowie einer bewussten Politik der Vermeidung grösserer Wechselkursrisiken zu verdanken.

Die betont konservative Anlagestrategie darf nach bald drei Jahren Praxis als erfolgreich bezeichnet werden. Die Anlagebeschränkungen des Nationalbankgesetzes haben sich nicht negativ ausgewirkt. Insbesondere das Verbot, Aktien zu erwerben, war im widrigen Börsenumfeld der letzten drei Jahre vorteilhaft. Auch die Konzentration auf erstklassige Bonität der Obligationenschuldner hat zu unseren Gunsten gespielt. Die Performance der Vergangenheit ist allerdings nicht immer ein guter Indikator für die Zukunft. Das Risikoprofil der Anlagestrategie sollte uns zwar vor grossen Wertebussen bewahren; eine Rendite wie in den beiden letzten Jahren kann uns diese Strategie jedoch auf längere Frist nicht garantieren. Betrachtet man die Freien Aktiven als Ganzes, so bleiben die Fluktuationen des Goldpreises das Hauptrisiko. Dieses Risiko vermindert sich indessen zusehends mit der Weiterführung des Verkaufsprogramms.

### 3 Corporate Governance und die Revision des Nationalbankgesetzes

In der Zeit seit unserer letzten Generalversammlung erfüllten sich die wirtschaftlichen Erwartungen nicht. Verunsicherung und Enttäuschung herrschten vor. Wesentlich dazu beigetragen haben – neben geopolitischen Krisen – Unternehmensskandale, von denen auch unser Land nicht verschont blieb. Obwohl es sich dabei um Einzelfälle handelte, haben die teilweise spektakulären Affären Anlass zu Besorgnis gegeben. Dabei ging es nicht nur um die enorme Vernichtung von materiellen und immateriellen Werten, sondern um etwas Fundamentaleres: um die Zerstörung von Vertrauen.

Vertrauen ist in einer komplexen Welt eine unverzichtbare, ja grundlegende Ressource. Dies gilt sowohl auf der Ebene von Organisationen und persönlichen Beziehungen als auch für ganze Gesellschafts- und Wirtschaftssysteme. Weil die Zukunft stets unsicher ist und nicht nur von den eigenen Entscheidungen abhängt, sind wir auf Vertrauen angewiesen. Wer in die Ferien oder an eine Konferenz fliegen will, muss sich darauf verlassen können, dass der Flugplan eingehalten wird. Wer sich beim Entscheid, Aktien zu erwerben, auf die Bilanzzahlen stützt, muss davon ausgehen können, dass die Zahlen stimmen. Fehlt dieses Vertrauen, werden grundlegende Prozesse in unserer Gesellschaft und in unserer Wirtschaft in Frage gestellt. Ein Vertrauensverlust kann so weit um sich greifen, dass Konsum und Investitionen und damit das gesamtwirtschaftliche Wachstum nachhaltig beeinträchtigt werden.

Wird das Vertrauen in die Grundmechanismen des Wirtschaftens enttäuscht, greift allgemeines Misstrauen um sich. Damit verbunden ist die Gefahr, dass der wirtschaftliche Handlungsspielraum durch regulatorische Abwehr- und Schutzmassnahmen übermässig eingeschränkt wird. Es muss deshalb darum gehen, das Vertrauen auf eine neue Grundlage zu stellen. Auf der Unternehmensebene kommen die Bemühungen, die in diese Richtung zielen, in einer wirksamen Corporate Governance zum Ausdruck. Im Kern geht es dabei um die Regeln und das System der Unternehmensführung und -kontrolle aus der Sicht der verschiedenen Anspruchsgruppen. Denn bei allen Interessengegensätzen zwischen den verschiedenen Gruppen haben letztlich alle das gemeinsame Interesse an einer umsichtigen Geschäftspolitik sowie an einem effizienten und nachhaltigen Umgang mit den investierten Mitteln. Wird dieses gemeinsame Interesse systematisch missachtet, schadet dies nicht nur

den betroffenen Firmen und den Mitarbeitenden, sondern kann ganze Branchen, Wirtschaftsstandorte und das Wirtschaftssystem als solches schwächen.

In der Phase der Börseneuphorie dominierte die Meinung, dass die Steigerung des Unternehmenswerts (Shareholder Value) und die Koppelung der Entlohnung des Managements an die Entwicklung der Aktienkurse automatisch zu einer für alle Anspruchsgruppen positiven Entwicklung führen würden. Zwischenzeitlich sind wir klüger geworden. Wir wissen heute, dass genau diese Mechanismen jene Energien freigesetzt haben, die zu den verschiedenen Skandalen führten. Heute stehen daher Leitungs- und Kontrollstrukturen im Zentrum, welche sicherstellen sollen, dass in der Geschäftspolitik neben den Interessen der Shareholder auch diejenigen weiterer Anspruchsgruppen berücksichtigt werden. Eine zentrale Rolle kommt dabei dem Verwaltungsrat zu, der professionellen Ansprüchen zu genügen hat. Als wesentlich wird auch eine transparente Informationspolitik betrachtet. Sie soll Aktionären und Investoren ermöglichen, ihre Anlage-Entscheidungen auf einer möglichst objektiven Grundlage zu fällen. Corporate Governance und die Regeln verantwortungsvoller Unternehmensführung können zwar keinen unternehmerischen Erfolg garantieren. Diese Regeln tragen aber dazu bei, dass Fehlentwicklungen frühzeitig wahrgenommen und korrigiert werden können. Damit kann nicht nur verlorenes Vertrauen wieder gewonnen werden. Im globalen Wettbewerb ist eine wirksame Corporate-Governance-Kultur auch ein zunehmend wichtiger Standortfaktor. Obwohl in der Schweiz Corporate Governance als Regulierungsgebiet relativ spät entdeckt wurde, zeigt ein Blick auf das einschlägige Regelwerk beispielsweise im Finanzmarktbereich, dass wir inhaltlich den Vergleich mit dem Ausland nicht zu scheuen brauchen.

Es ist unbestritten, dass das Vertrauen in die Institution des Geldes eine grosse gesellschaftliche Bedeutung hat. Nicht zuletzt deshalb soll die Corporate Governance bei der Nationalbank im Zuge der eingeleiteten Revision des Nationalbankgesetzes gestärkt werden. Die vorgeschlagene neue Organisation zielt auf eine effizientere und professionellere Aufsicht mit griffigen Checks and Balances. Der Bankausschuss soll aufgelöst, dafür der Bankrat gestärkt werden. Die vorgesehene Reduktion dieses Gremiums von 40 auf 11 wird den einzelnen Mitgliedern wesentlich mehr Gewicht und Verantwortung geben. Die Kompetenzen des Bankrats werden erweitert. Sie umfassen die Festlegung der Organisationsstruktur, die Genehmigung der Geschäftsbedingungen, die

Oberleitung im Personalbereich, die Bestimmung der notwendigen Rückstellungen sowie die Überwachung der Anlage der Aktiven und des Risikomanagements. Die Corporate Governance bei der Nationalbank wird im neuen Gesetz auch im Bereich der Revision den heutigen Gegebenheiten angepasst. An die Stelle der bisherigen Revisionskommission tritt eine aus unabhängigen Wirtschaftsprüfern bestehende Revisionsstelle. Der Ständerat hat als Erstrat die Linien der bundesrätlichen Botschaft in der Frühjahressession bestätigt.

Sehr geehrte Damen und Herren, ich bin überzeugt, dass die Nationalbank mit dem revidierten Gesetz Strukturen der Corporate Governance erhalten wird, die den zeitgemässen Erfordernissen entsprechen. Sie werden dazu beitragen, dass wir in unser Noteninstitut weiterhin das nötige Vertrauen setzen können. Neben gesetzlichen Grundlagen und organisatorischen Vorkehrungen wird es allerdings auch in Zukunft wesentlich auf die Personen ankommen, welche die Geschicke der Bank lenken. Sie werden stets auf unser Vertrauen angewiesen sein, denn sie müssen die für die Notenbankpolitik wesentlichen Entscheide in der Regel unter erheblichen Unsicherheiten fällen.

Abschliessend möchte ich den Mitgliedern des Direktoriums sowie sämtlichen Mitarbeitenden der Nationalbank meinen herzlichen Dank für die im vergangenen Jahr geleistete Arbeit aussprechen.



# Referat an der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank

Jean-Pierre Roth, Präsident des Direktoriums

Gehalten in Bern am 25. April 2003

## 2002: Ein enttäuschendes Jahr

Das Jahr 2002 war für die Schweizer Wirtschaft sehr enttäuschend. Vor etwas mehr als zwölf Monaten, nach dem Schock der Ereignisse vom September 2001, schien sich die internationale Lage doch allmählich zu normalisieren und gab Anlass zu vorsichtigem Optimismus. Das erste Quartal 2002 verlief relativ gut, und es schien, als ob die Weltwirtschaft langsam wieder auf ihren Wachstumspfad zurückfinden würde. Wir erwarteten für die Schweiz ein durchschnittliches Wachstum des Bruttoinlandprodukts von ungefähr 1% für das ganze Jahr, mit einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung im zweiten Quartal. Diese Prognose wurde damals von den meisten Beobachtern als zu pessimistisch beurteilt.

Wir mussten unsere Voraussage bald revidieren. Schon im zweiten Quartal 2002 begannen sich die widersprüchlichen Signale zu häufen. Zudem festigte sich der Franken gegenüber dem Euro. Diese Aufwertung unserer Währung trat im ungünstigsten Zeitpunkt ein, denn sie bedeutete für unser Land nichts anderes als eine Verschärfung der geldpolitischen Rahmenbedingungen. Wir reagierten im Mai mit einer Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor um 50 Basispunkte. Mit diesem Schritt konnte nicht nur der Höhenflug des Schweizer Frankens zum Stillstand gebracht, sondern auch der Schweizer Wirtschaft etwas Erleichterung verschafft werden.

Ab dem Sommer wurde deutlich, dass die sehnlich erwartete Erholung sich verzögerte. Die Verfassung der amerikanischen Wirtschaft erwies sich als immer fragiler, und positive Signale wurden regelmässig von anderen, negativen Botschaften verdrängt. Am europäischen Horizont, vorab in Deutschland, zogen bedrohliche Wolken auf. Die Verzögerung des Konjunkturaufschwungs war umso unerfreulicher, als der Schweizer Franken gegenüber dem Euro erneut Höchstwerte erreichte. Ende Juli senkten wir das Zielband für den Liborsatz nochmals um 50 Basispunkte. Vor einigen Wochen machten wir einen weiteren Zinsschritt und senkten den Dreimonats-Libor auf 0,25%, weil die wirtschaftliche Erholung sich als immer zögerlicher erwies und die Devisenmärkte sich besonders unruhig zeigten.

Nicht alle gegenwärtigen Schwierigkeiten haben ihren Ursprung in der Schweiz. Die Weltwirtschaft durchläuft eine Phase schmerzvoller Anpassungen. Das Platzen der Börsenblase und die Investitionsexzesse, insbesondere auf dem Gebiet der Informationstechnologie, liegen hinter uns. Diese Erfahrungen erschütterten das Vertrauen der Investoren, und

die vom Markt geforderten Risikoprämien stiegen. Die Finanzierungskosten sind für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) vielerorts angestiegen, obwohl die Geldpolitik stark gelockert wurde. Die Investitionspläne wurden nach unten korrigiert. Der Finanzsektor sah sich gezwungen, tiefgreifende Strukturreformen vorzunehmen, um die Folgen der Börsenkorrektur verarbeiten zu können. Dazu kamen geopolitische Erwägungen, welche die Unsicherheit und die abwartende Haltung aller Wirtschaftsakteure, sowohl der Konsumenten als auch der Unternehmer, weiter verstärkten.

Die Schweiz, von der man immer sagt, dass sie einen von zwei Franken im Exportgeschäft verdiene, konnte sich diesen negativen Entwicklungen nicht entziehen. Wie die Mehrheit ihrer Nachbarn wurde auch sie vom Investitionseinbruch und der Verlangsamung der Weltwirtschaft in Mitleidenschaft gezogen. Da der Anteil der Investitionsgüter an unseren Exporten sehr hoch ist, traf die weltweite Investitionskrise unser Land mit voller Wucht. Auch ist daran zu erinnern, dass der Finanzsektor in der Schweiz einen wichtigen Platz einnimmt. Sein Anteil am Bruttoinlandprodukt beträgt schätzungsweise 10%. Die Verluste an den Börsen und der Rückgang der Erträge aus Finanzanlagen waren deshalb ein besonders grosser Hemmschuh für unser Wachstum.

2002 war somit ein Jahr der Stagnation. Diese Stagnation widerspiegelte sich in tieferen Unternehmensgewinnen, einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit und einer raschen Verschlechterung der öffentlichen Haushalte. Was die Wechselkurse betrifft, so blieb der Franken gegenüber dem Euro relativ stabil. Die europäische Einheitswährung schwankte meistens innerhalb einer Bandbreite von Sfr 1.45 und Sfr. 1.48. Hingegen sahen wir uns, wie alle anderen europäischen Länder, einer beträchtlichen Korrektur des US-Dollars gegenüber. Sie war wohl seit langem erwartet worden, kam aber aus konjunktureller Sicht im ungünstigsten Moment. So verlor die amerikanische Währung über das ganze Jahr fast einen Fünftel ihres Werts und fiel bis auf den Stand von 1998. Bei der Entwicklung der Preise ist die Lage befriedigender. Unser Ziel der Preisstabilität wurde einmal mehr erreicht. Die Kaufkraft unserer Währung blieb also während des ganzen Jahres intakt.

## Aussichten für 2003

In vielerlei Hinsicht war 2002 also ein fruchtloses Jahr. Und heute befinden wir uns wieder in einer ähnlich unsicheren Lage. Wie vor einem Jahr erwarten wir einen baldigen Aufschwung der Weltwirtschaft, der ein Wachstum in der Schweiz erst möglich macht. Im Vergleich zum letzten Jahr sind die Verhältnisse für unsere Unternehmen jedoch schwieriger geworden. Die soziale Lage ist angespannt, und den öffentlichen Haushalten stehen weniger Mittel zur Verfügung. In den nächsten Monaten zeichnet sich noch keine Veränderung ab. Allerdings besteht Grund zur Hoffnung: Die Geld- und die Finanzpolitik sind expansiv, die Zinssätze liegen in den meisten Ländern auf extrem tiefem Niveau, die Bankinstitute sind in einer relativ guten Verfassung und können die ihnen zugeordnete Funktion erfüllen.

Nach den zahlreichen Restrukturierungen der letzten Jahre befindet sich die Schweizer Wirtschaft in einer guten Ausgangslage, um von einem weltweiten Konjunkturaufschwung profitieren zu können. Sollten sich unsere Annahmen betreffend des internationalen Umfelds bestätigen, dürfte die wirtschaftliche Aktivität in der Schweiz im Verlauf des Jahres Auftrieb erhalten. Der Konsum und die Exporte dürften stabil bleiben, und die Ausrüstungsinvestitionen nach einem Unterbruch von mehreren Jahren wieder einen Wachstumsbeitrag leisten. Das Wirtschaftswachstum wird aber geringer ausfallen, als wir noch im letzten Dezember angenommen haben. Unsere Wirtschaft kommt langsamer als vorgesehen aus der Stagnation heraus, in die sie im zweiten Halbjahr 2001 hineingeriet.

Aus geldpolitischer Sicht wird der Aufschwung durch das tiefe Zinsniveau und die reichliche Liquiditätsversorgung erleichtert. Die Preisstabilität ist aber nicht gefährdet. Unsere Prognosen gehen von einer durchschnittlichen Inflationsrate in der Größenordnung von 0,7% für das laufende Jahr, von rund 1% für 2004 und von knapp 2% für 2005 aus. Die Tatsache, dass sich der Preisanstieg in den nächsten Jahren tendenziell beschleunigt, zeigt, dass die gegenwärtige Geldpolitik einer Korrektur bedarf, wenn sich die Wirtschaftslage einmal normalisiert hat.

Die Risiken einer neuerlichen Verschlechterung der Lage in der Schweiz und im Ausland bleiben aber bestehen und dürfen nicht unterschätzt werden. Die Industrieländer sind vor Terroranschlägen nicht gefeit, und die Lage im Nahen Osten bleibt unsicher. Auch rein wirtschaftlich gesehen gibt es zahlreiche Fragezeichen. Der internationale Handel ist stark vom Wirtschaftsaufschwung in den Vereinigten Staaten abhängig. Dieser scheint sich mittlerweile abzuzeichnen, allerdings nur zögerlich. In unserer unmittelbaren Nachbarschaft hat Deutschland grosse Schwierigkeiten, aus der seit mehreren Jahren andauernden Stagnation herauszukommen.

Konkret beschäftigen uns besonders zwei Szenarien. Es ist zum einen die Sorge, dass sich die Erholung der Weltwirtschaft erneut verzögern könnte. Andererseits könnte unsere Währung auf den Devisenmärkten unter Aufwertungsdruck geraten. Im ersten Fall würden sich die Rahmenbedingungen weiter verschlechtern, ohne dass wir viel dagegen unternehmen könnten. Im zweiten Fall sähen wir uns mit einem für unser Land spezifischen Problem konfrontiert. Sollte unsere Währung am Devisenmarkt in Turbulenzen geraten, dann verfügen wir immer noch über das Instrument der Interventionen. Der Einsatz von Interventionen ist zwar mit Risiken verbunden, denn sie können zu einer sehr starken Ausweitung der Liquidität im Lande führen. Dennoch muss dieses Mittel eingesetzt werden, wenn sich die Märkte irrational verhalten.

Wie Sie selbst feststellen können, gibt der Schweizer Franken immer wieder zu Sorgen Anlass, auch wenn er im Jahr 2002 verhältnismässig stabil war. Wir wissen aus Erfahrung, dass man extreme Ausschläge auf den Devisenmärkten nicht ausschliessen kann und allfällige Korrekturen für unsere Wirtschaft oft ein langwieriger und kostspieliger Prozess sind.

Weil wir Schocks an den Finanzmärkten immer erwarten müssen, lassen wir Wechselkursüberlegungen so weitgehend wie möglich in unsere geldpolitische Strategie einfliessen. Wer uns vorwirft, in dieser Hinsicht zu wenig zu tun, trägt unserer aktiven Politik der Zinssenkungen in den letzten zwei Jahren keine Rechnung und will nicht wahrhaben, wie besorgt wir uns immer wieder über die Entwicklung auf den Finanzmärkten geäussert haben. Schliesslich liegen nun vier Jahre des Zusammenlebens mit der europäischen Einheitswährung, die ihre Anfangsschwierigkeiten hatte, hinter uns, und vier Jahre spektakulärer Anpassungen des Dollarkurses. Beides waren Störfaktoren, doch sie destabilisierten den Franken letztlich nicht so stark, wie man hätte befürchten können. Seit der Einführung des Euro im Jahre 1999 hat sich der Franken real um etwas über 1% pro Jahr gegenüber der europäischen Währung aufgewertet. Dies ist zwar mehr als der früher registrierte Aufwärtstrend gegenüber der D-Mark, aber nicht weiter erstaunlich. Der Euro ist nicht die D-Mark, genauso wenig wie das Euroland mit der früheren Bundesrepublik Deutschland verglichen werden kann. Die Dinge haben sich somit besser entwickelt, als man befürchtete.

## Das Wachstum als Herausforderung

Einmal mehr lag im Jahre 2002 das Wirtschaftswachstum in der Schweiz unter jenem der anderen Industrieländer, und dies wird sich aller Voraussicht nach auch in diesem Jahr nicht ändern. Wir haben uns schon beinahe daran gewöhnt, denn in den meisten internationalen Vergleichen der Industrieländer weist die Schweiz die kleinsten Wachstumsraten des realen Bruttoinlandprodukts auf. Oft sieht man im Wechselkurs des Frankens das grösste Hindernis für ein kräftigeres Wachstum. Ich teile diese Ansicht ganz und gar nicht. Trotz eines zur Stärke neigenden Frankens ist der Anteil des Aussenhandels am Inlandprodukt der Schweiz in den letzten zwanzig Jahren deutlich gestiegen. Heute ist die Wettbewerbsfähigkeit unserer Exportindustrie mehr durch die Last ihres Kostenaufwands im Inland als durch eine Überbewertung des Frankens bedroht.

Trotzdem sollten wir uns mit dem Problem des schwachen Wachstums in unserem Land auseinandersetzen, auch wenn die Dinge etwas zu relativieren sind. Es ist paradox, dass die Schweiz beim Wachstum das Schlusslicht bildet, beim realen Pro-Kopf-Einkommen aber regelmässig in der Spitzengruppe figuriert. Seit langem befindet sich unser Land dank seinem äusserst hohen Lebensstandard in einer beneidenswerten Lage. Für dieses Bild einer Schweiz, die langsamer voranschreitet als die anderen und trotzdem immer an der Spitze liegt, gibt es einen Grund: Er besteht darin, dass das reale Bruttoinlandprodukt – so wie es üblicherweise berechnet wird – die Wertschöpfung in unserem Land tendenziell unterschätzt, da die positiven, durch die ständige Verbesserung unserer «Terms of Trade» hervorgerufenen Auswirkungen zu wenig berücksichtigt werden. Auch muss erwähnt werden, dass unsere Wirtschaft jedes Jahr beachtliche Summen ins Ausland investiert und dass die Erträge dieser Investitionen nicht in die Berechnung des Inlandprodukts einfliessen. Unser nominelles Pro-Kopf-Einkommen, das sowohl die im Inland wie die im Ausland erzielten Einkünfte berücksichtigt, stieg von 1992 bis 2000 um durchschnittlich 2,4% im Jahr, während das Bruttoinlandprodukt pro Kopf in der gleichen Zeit nur um 1,7% wuchs.

Dennoch bleibt es eine Tatsache, dass die wirtschaftliche Leistung der Schweiz im letzten Jahrzehnt enttäuschend war. Dies ist beunruhigend, denn die Überalterung der Bevölkerung infolge der schwachen Geburtenzahlen und der höheren Lebenserwartung stellt unser Land vor grosse Herausforderungen. Das eigentliche Problem besteht darin, die Errungenschaften auf dem Gebiet der sozialen Sicherheit zu erhalten.

Was die Finanzierung betrifft, so werden für die Funktionsfähigkeit der AHV und die Stabilität unserer zweiten Säule in einem Umfeld niedriger Zinsen ausserordentliche Anstrengungen erforderlich sein. Um langfristig die Rentenleistungen erhalten zu können, werden voraussichtlich Mehreinnahmen in Form von Steuern oder höheren Beiträgen nötig sein. Diese zusätzlichen Transfers werden bei einem stärkeren Wachstum leichter zu verkraften sein.

Auf Seite der Produktion muss dafür gesorgt werden, dass die in unserem Land angebotenen Güter und Dienstleistungen die steigenden Bedürfnisse sowohl der aktiven wie auch der nicht aktiven Bevölkerung decken.

Wie auch immer die Probleme angegangen werden, der Fortbestand unserer Sozialversicherungen und der allgemeine Wohlstand hängen davon ab, wie sich unsere wirtschaftliche Leistungsfähigkeit entwickeln wird. Wir müssen deshalb alles unternehmen, um den Arbeitseinsatz, den Innovationsgeist und die Investitionen zu unterstützen:

- Die Teilnahme jedes Einzelnen am Produktionsprozess muss gefördert werden, und so gesehen ist eine Erhöhung des Rentenalters längerfristig unausweichlich.
- Die Mobilität muss begünstigt werden, und es muss dafür gesorgt werden, dass der Arbeitseinsatz nicht behindert wird.
- Die Qualität unseres Bildungssystems muss stetig durch die Förderung der Forschung und die Vermittlung neuer Kenntnisse, die zum technologischen Fortschritt beitragen, verbessert werden. Die Produktivitätsentwicklung ist ein Schlüsselfaktor in einem Umfeld der Vollbeschäftigung.
- Unsere komparativen Vorteile, die sich aus der hohen Wertschöpfung ergeben, müssen bestmöglich genutzt werden. Nur so kommen wir in den vollen Genuss der Gewinne, die der internationale Handel verspricht.
- Das Produktivkapital unseres Landes muss unablässig angepasst, modernisiert und ausgebaut werden, denn die Investitionen bleiben der Hauptmotor des Wachstums.

Schliesslich dürfen wir nicht vergessen, dass gute Rahmenbedingungen unerlässlich für den Erfolg des wirtschaftlichen Handelns sind: Es braucht eine leistungsfähige öffentliche Infrastruktur, ein günstiges Sozialklima, ein wirksames und zuverlässiges Rechtssystem, eine Wirtschaftspolitik, die das nachhaltige Wachstum fördert.

Grosse Anstrengungen müssen auch im Bereich des schweizerischen Binnenmarktes unternommen werden, wo übermässige Regelungen, Wettbewerbsmangel und eine rückläufige Produktivität die Initiative der Unternehmer bremsen und die Konsumenten mit überhöhten Kosten belasten. Unsere dem globalen Wettbewerb ausgesetzten Industrien sind im Allgemeinen sehr leistungsfähig, während die vorwiegend auf den Binnenmarkt ausgerichteten Unternehmen oft im Rückstand liegen. Kartellabsprachen, Wettbewerbsverzerrungen sowie administrative Behinderungen und weitere Hemmnisse, die die Funktionsfähigkeit der Märkte stören, bremsen das Wachstum.

### **Welchen Beitrag kann die Geld- und Währungspolitik leisten?**

Die Nationalbank ist sich der Bedeutung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums bewusst. Gemäss dem verfassungsmässigen Auftrag muss das Noteninstitut eine Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes führen, was selbstverständlich die Berücksichtigung eines langfristigen Wachstums mit einschliesst. Im Entwurf des revidierten Nationalbankgesetzes, der zurzeit im Parlament behandelt wird, ist dieser Verfassungsauftrag durch die Aufgabe konkretisiert, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei die konjunkturelle Entwicklung zu beachten (Art. 5).

Mit der Erwähnung der Preisstabilität wird im Gesetzesentwurf die Bedeutung des Beitrags unterstrichen, den die Geld- und Währungspolitik zu Gunsten des Wachstums leistet. Eine Geld- und Währungspolitik, die keine Stabilität schafft, hat negative Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Wirtschaft, genauso wie ein schlecht eingestellter Motor stottert und nur mit reduzierter Kraft läuft.

Es trifft zu, dass die Erhaltung der Geldwertstabilität wenig spektakulär erscheinen mag. Sie ist aber äusserst wichtig. Die monetäre Stabilität erlaubt es der Wirtschaft, ihr Wachstumspotenzial zu erreichen, und erspart ihr gleichzeitig unnötige Kosten. Sie stimuliert die Investitionen, weil sie mit tiefen Zinssätzen einhergeht, und sie verhindert, dass die Ressourcen unzweckmässig eingesetzt werden. Doch man darf nicht von ihr erwarten, dass sie die Grenzen des Möglichen sprengt, dass sie mit anderen Worten die Wirtschaft aufputscht und deren Produktionskapazität erhöht. Ebenso wenig kann man von einem noch so geschickten Mechaniker erwarten, dass er eine Maschine dazu bringt, mehr zu leisten, als die Gesetze der Physik erlauben. Jeder derartige Versuch hätte eine Überhitzung zur Folge und würde in einem Zusammenbruch enden.

## Die Totalrevision des Nationalbankgesetzes

Letztes Jahr habe ich Sie über die wichtigsten Aspekte des Vorhabens «Totalrevision des Nationalbankgesetzes» informiert. Wo stehen wir heute?

Die Totalrevision des Nationalbankgesetzes wird zurzeit im Parlament behandelt. Nachdem der neue Verfassungsartikel über die Geld- und Währungspolitik im Jahr 2000 in Kraft trat, begann die Modernisierung der entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen. Dieser Prozess wird mit der Verabschiedung des neuen Gesetzes beendet sein. Darin wird die Nationalbank als eine unabhängige Zentralbank umschrieben, die einen genau definierten Auftrag zu erfüllen hat und darüber Rechenschaft ablegen muss. Die Rechtsstruktur der Nationalbank wird beibehalten, doch bei den Führungsorganen findet eine Vereinfachung statt. Betroffen ist insbesondere der Bankrat, dessen Mitgliederzahl von 40 auf 11 reduziert wird. Die Generalversammlung der Aktionäre soll neu 5 der 11 Mitglieder bestimmen. Im Übrigen bleiben die Kompetenzen der Generalversammlung unverändert.

Der Gesetzesentwurf wurde bereits im Ständerat verabschiedet und liegt nun der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats vor. Bis jetzt ist er gut aufgenommen worden. Ein wichtiger Punkt gibt jedoch zu Diskussionen Anlass: Es geht um die Regelung für die Wahl der Direktoriumsmitglieder und ihrer Stellvertreter. Im Gesetzesentwurf ist die bisherige Regelung aufgenommen worden, wonach der Bankrat zuhanden des Bundesrats die Vorschläge für die Ernennung der Direktoriumsmitglieder und ihrer Stellvertreter erarbeitet. Der Ständerat möchte den Gesetzesentwurf dahingehend ändern, dass der Bundesrat die entsprechenden Ernennung lediglich nach einer Anhörung des Bankrats vornehmen könnte.

Eine solche Regelung ist durchaus denkbar. Sie entspricht auch der Praxis anderer Länder. Doch die uns seit jeher vertraute Regelung im Gesetzesentwurf bietet offensichtliche Vorteile, die nicht unbeachtet bleiben sollten. Sie legt fest, dass der Bankrat die Kandidaten aussucht und anschliessend dem Bundesrat einen Vorschlag unterbreitet, der den Entscheid fällt. Diese Lösung ist ausgewogen. Der Bankrat kennt nämlich die Funktionsweise der Nationalbank gut und soll nach dem neuen Gesetz darüber sogar noch besser Bescheid wissen müssen. Er erfüllt somit in technischer Hinsicht die nötigen Voraussetzungen für die Kandidatenselektion und für die Erarbeitung eines objektiven Vorschlags. Der Bundesrat seinerseits hat rechtlich die Kompetenz und moralisch die Autorität, sich jedem Vorschlag zu widersetzen, der ihm nachteilig für die Interessen des Landes erscheint.

Es ist mir daher ein Anliegen, dass das Parlament bei seiner Entscheidung den Vorteilen des bisherigen, im Gesetzesentwurf enthaltenen Verfahrens Rechnung trägt. Dieses Verfahren hat sich bewährt, und es erlaubt eine möglichst ausgewogene Auswahl der Kandidaten.

Wenn der Gesetzgebungsprozess so abläuft wie geplant, könnte das neue Nationalbankgesetz bereits in diesem Herbst unter Dach sein und nach Ablauf der Referendumsfrist im nächsten Frühjahr in Kraft treten. Es wäre dann an der Generalversammlung 2004, mit der Einsetzung der neuen Bankbehörden zu beginnen.

## Schlussbemerkungen

Wir befinden uns in einer wirtschaftlich schwierigen Zeit, und alles deutet darauf hin, dass auch die kommenden Monate heikel sein werden. Unsere Unternehmen bemühen sich nach Kräften, ihre Stellung auf einem besonders schwierigen Weltmarkt zu verteidigen. Restrukturierungen sind nötig. Sie sind umso schmerzlicher, als die Aussichten ziemlich unsicher bleiben.

Die Nationalbank ist bestrebt, eine Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Sie ist nicht in der Lage, unsere Wirtschaft gänzlich vor den auswärtigen Turbulenzen zu schützen oder ihre strukturellen Schwächen auszugleichen. Heute wie morgen kann sie nur darauf hinzielen, optimale monetäre Rahmenbedingungen zu schaffen, die der Wirtschaft eine Anpassung an das bestehende Umfeld erlauben. Sie sorgt für die monetäre Stabilität und ermöglicht auf diese Weise der Wirtschaft, sich ihrem Wachstumspotenzial entsprechend zu entwickeln.

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre, liebe Gäste,

Ich danke Ihnen für Ihre Anwesenheit sowie für das Interesse, das Sie der Nationalbank und ihrer Tätigkeit entgegenbringen.





# Bericht zur Stabilität des Finanzsystems<sup>1</sup>

## 1 Vorwort

Die Notenbanken weisen ein legitimes Interesse für die Stabilität des Finanzsystems auf. Ein stabiles Finanzsystem ist für das Funktionieren einer Marktwirtschaft und für die wirksame Umsetzung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Im Gegenzug schafft eine Geldpolitik, welche die Preisstabilität gewährleistet und gleichzeitig auch die konjunkturelle Entwicklung berücksichtigt, günstige Rahmenbedingungen für die Stabilität eines Finanzsystems. Auch als Überwacher oder Betreiber der Zahlungssysteme stärken die Zentralbanken die Systemstabilität. Zudem leisten sie in turbulenten Zeiten einen Beitrag zum Erhalt bzw. zur Wiederherstellung dieser Stabilität, indem sie den Markt mit Liquidität versorgen.

Der vorliegende Bericht zeigt langfristige Tendenzen im Finanzsektor unter dem Gesichtspunkt der Systemstabilität auf. Mit der Publikation eines Stabilitätsberichts bezweckt die SNB hauptsächlich, die Öffentlichkeit über den Zustand des Finanzsystems zu informieren. Die SNB gibt ihre Einschätzung bezüglich Systemstabilität wieder und stellt der Öffentlichkeit zudem Informationen und Indikatoren zur Verfügung. Im Weiteren erlaubt es der Bericht der SNB, Spannungen und Ungleichgewichte aufzuzeigen, die eine Gefahr für die Systemstabilität darstellen könnten.

Ein stabiles System zeichnet sich dadurch aus, dass dessen einzelne Komponenten ihre jeweilige Funktion erfüllen und sich gegenüber potenziellen Schocks als widerstandsfähig erweisen. Der vorliegende Bericht konzentriert sich auf zwei Hauptkomponenten des Finanzsystems: den *Bankensektor und die Finanzmarktinфраstruktur*.

Der schweizerische Bankensektor hat sich als widerstandsfähig gegenüber der konjunkturellen Verschlechterung sowie des Kurssturzes an den Börsen im Jahr 2002 erwiesen. Die meisten Banken konnten ein positives Resultat verzeichnen sowie ihre Kapazität, Schocks zu absorbieren, aufrecht erhalten. Ein Grossteil jener Institute, die hohe Verluste hinnehmen mussten, haben entsprechende Massnahmen zur Verstärkung ihrer Eigenmittelausstattung vorgenommen. Ferner wurde auch kein grösseres Ungleichgewicht als Quelle einer möglichen Krise identifiziert. Das schweizerische Bankensystem kann demzufolge als stabil beurteilt werden. Zwei Quellen für potenzielle Spannungen im Bankensystem sind dennoch hervorzuheben:

Erstens ist im Falle einer anhaltend schwachen Konjunktur mit einer weiteren Verschlechterung der Bonität der Schuldner zu rechnen, welche zu einem erhöhten Rückstellungsbedarf bei den Schweizer Banken führen könnte. Eine massive Erhöhung des Rückstellungsbedarfs scheint jedoch wegen der in den letzten Jahren verfolgten vorsichtigen Kreditpolitik der Banken unwahrscheinlich. Im Übrigen dürfte die Lockerung der Geldpolitik der SNB dazu beitragen, das Ausmass und die Dauer der konjunkturellen Abschwächung in der Schweiz zu beschränken. Zweitens sind die Möglichkeiten der Banken, ihre Ertragsituation zu verbessern, beschränkt, falls die ungünstige Lage auf den Finanzmärkten anhalten oder sich gar verschlechtern sollte. Die Banken haben jedoch Massnahmen getroffen, um ihre Effizienz zu steigern. Diese sollen dazu führen, dass die Rentabilität nur geringfügig durch eine allfällige Stagnation der Erträge im Handels- und Vermögensverwaltungsgeschäft beeinflusst wird.

Im Bereich der Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Geschäften mit Wertschriften und anderen Finanzinstrumenten verfügt der Finanzplatz Schweiz mit dem Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC) und dem Wertschriftenabwicklungssystem SECOM über Systeme, die sich seit Jahren bewährt haben und aufgrund ihrer Architektur zu einer Minimierung der Abwicklungsrisiken beitragen. Die Einführung des Mehrwährungs-Zahlungssystems Continuous Linked Settlement (CLS) im September 2002 und der zentralen Gegenpartei SIS x-clear im Mai 2003 erlauben eine weitere Reduzierung der Risiken bei der Abwicklung von Devisen- bzw. Wertschriften-geschäften. Zudem werden laufend organisatorische und technische Massnahmen getroffen, welche die operationelle Zuverlässigkeit der Systeme erhöhen. Insgesamt verfügt der Finanzplatz Schweiz über eine gut funktionierende Infrastruktur, die hinsichtlich Sicherheit und Effizienz auch im internationalen Vergleich sehr gut abschneidet.

<sup>1</sup> Das vorliegende Dokument basiert auf den am 15. Mai 2003 verfügbaren Daten.

## 2 Bankensektor

### 2.1 Übersicht

Die Analyse des Bankensektors umfasst drei Komponenten: Erstens wird die Entwicklung systemrelevanter Risikofaktoren wie das makroökonomische Umfeld und die Börse beschrieben. Zweitens wird eingeschätzt, in welchem Ausmass der Bankensektor diesen Risikofaktoren ausgesetzt ist. Schliesslich wird die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors unter besonderer Berücksichtigung seiner Eigenmittelausstattung beurteilt.

Auf Basis dieser Analyse wird deutlich, dass sich der Schweizer Bankensektor im Jahr 2002 einem schwierigen Umfeld gegenüber sah. Zum einen sind die Aktienkurse – nach einer langen Phase der Übertreibung – wie im Vorjahr nochmals stark gefallen. Zum andern stagnierte die Konjunktur in der Schweiz und erholte sich auch international nur langsam. Vor diesem Hintergrund hat sich der Rückgang der Rentabilität des Schweizer Bankensektors nach 2001 weiter fortgesetzt.

Insgesamt haben die Banken im Jahr 2002 jedoch immer noch einen Gewinn erwirtschaftet. Zudem ist die Eigenmittelausstattung des Schweizer Bankensektors – auch dank den Rekapitalisierungsmassnahmen eines Teils derjenigen Institute, die hohe Verluste hinnehmen mussten – nur geringfügig gesunken. Im historischen und internationalen Vergleich fällt die Kapitalisierung des Schweizer Bankensektors gut aus.

Die relativ robusten Ergebnisse des Bankensektors widerspiegeln die Bedeutung des Kreditgeschäfts als Einkommensquelle. Der Kurssturz an den Börsen hat zu einer starken Ertragsreduktion in der Vermögensverwaltung und im Investment Banking sowie zu teilweise substantiellen Verlusten auf den eigenen Handelsbeständen geführt. Im Gegensatz dazu sind die Ergebnisse aus dem Kreditgeschäft trotz konjunktureller Abschwächung relativ gut ausgefallen. Eine Verschlechterung der Qualität des Kreditportfolios der Banken war bisher nicht zu beobachten, obwohl das Kreditrisiko in der Wirtschaft generell angestiegen ist.

Kurz- und mittelfristig birgt der Anstieg des Kreditrisikos das grösste Risikopotential für das Bankensystem. Die Erfahrung zeigt, dass die Rückstellungen der Banken mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf eine konjunkturelle Abschwächung reagieren. Nach zwei Jahren tiefen wirtschaftlichen Wachstums kann deshalb für das Jahr 2003 ein deut-

licher Anstieg des Rückstellungsbedarfs, welcher sich negativ auf den Erfolg aus dem Kreditgeschäft auswirken würde, nicht ausgeschlossen werden. Setzt sich die jüngste Entwicklung an den Finanzmärkten weiter fort, so ist auch keine Verbesserung der Erträge aus dem Handels- und Vermögensverwaltungsgeschäft zu erwarten.

Die genannten Risiken sind jedoch in mehrerer Hinsicht zu relativieren. Erstens deutet das moderate Kreditwachstum der letzten Jahre darauf hin, dass die Banken während der Phase der Börsenhausse eine relativ vorsichtige Kreditpolitik verfolgt haben. Gleichzeitig sind – zweitens – auch die Immobilienpreise nur leicht angestiegen: ein Hinweis auf das Fehlen einer spekulativen Blase – sowie der damit verbundenen Risiken – in diesem Sektor. Drittens haben die Banken selbst Massnahmen getroffen, um die Rentabilität – insbesondere des Handels- und Vermögensverwaltungsgeschäfts – zu erhöhen.

## 2.2 Rahmenbedingungen

Die Bedingungen auf den Finanzmärkten sowie das volkswirtschaftliche Umfeld sind für die Banken im Jahr 2002 schwieriger geworden. Zum ersten Mal seit Mitte der Siebzigerjahre beobachtete man gleichzeitig eine stark rückläufige und volatile Börsenentwicklung und eine Stagnation der Volkswirtschaft. Die seit Mitte 2000 rückläufige Börsenentwicklung setzte sich auch im Jahr 2002 fort, während gleichzeitig die Volatilität stark angestiegen ist. Ende 2002 erreichte diese einen relativ hohen Stand. Im Weiteren sind erhöhte Zinsspreads bei den Obligationen sowie eine Zunahme der Anzahl Konkurse zu beobachten. Vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur deutet dies auf eine generelle Verschlechterung der Bonität der Debitoren hin.

### Abwärtstrend und hohe Volatilität auf den Aktienmärkten<sup>2</sup>

In der Schweiz ging der Swiss Performance Index (SPI) in 2002 um 26% zurück und erreichte Ende Dezember mit 3246 Punkten den Stand von Mitte 1997 (vgl. Grafik 1). Ebenfalls starke Rückschläge mussten die Aktienmärkte in den USA, Europa und Japan hinnehmen: Ende 2002 lag der S&P 500-Börsenindex 23% unter dem Vorjahresniveau, beim DJ STOXX 50 betrug der Rückgang 35% und beim Nikkei 225 19%. Gleichzeitig lag die Volatilität des SPI (vgl. Grafik 1) und des S&P 500 bereits Anfang 2002 deutlich über dem Durchschnitt der letzten 14 Jahre und ist im Jahresverlauf nochmals stark angestiegen. Beide Phänomene – der anhaltende Kursrückgang und die hohe Volatilität – sind in einer die letzten 20 Jahre umfassenden Perspektive aussergewöhnlich

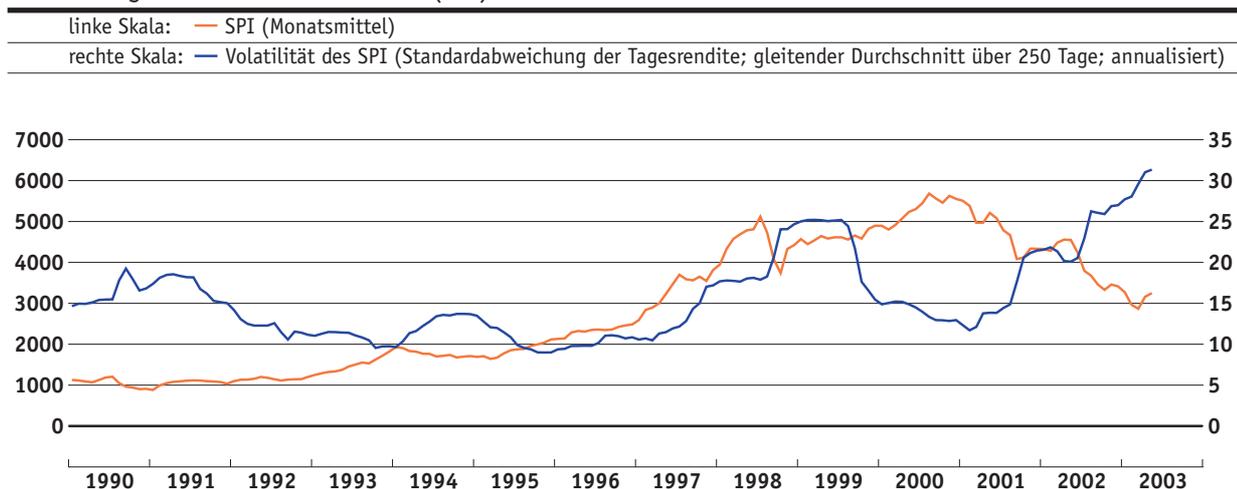
und zwar sowohl bezüglich ihres Ausmasses wie bezüglich ihrer Dauer.

### Schwaches konjunkturelles Umfeld<sup>3</sup>

Die wichtigsten Industrieländer und Handelspartner der Schweiz litten im Jahr 2002 unter einer schwachen Konjunktur. Innerhalb der Europäischen Währungsunion wuchs das reale Bruttoinlandprodukt um 0,9%. Gleichzeitig zog das Wachstum in den USA etwas an, lag mit 2,4% aber immer noch deutlich unter dem Durchschnitt von 3,2% der letzten zehn Jahre. Vor diesem Hintergrund stagnierte im Jahr 2002 die Wirtschaft in der Schweiz, nachdem sie 2001 noch ein reales Wachstum von 0,9% aufgewiesen hatte (vgl. Grafik 2). Ab dem zweiten Quartal verbesserte sich die Situation leicht. Die Ende 2002 ausgewiesene Wachstumsdynamik entspricht ungefähr dem durchschnittlichen jährlichen Wirtschaftswachstum der Periode 1980–2000. Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren deuten auf einen leichten Wachstumsrückgang im ersten Quartal 2003 hin. In der zweiten Jahreshälfte sollte das Wachstum anziehen.

Entwicklung Swiss Performance Index (SPI)

Grafik 1



<sup>2</sup> Quellen: SNB, Thomson Financial Datastream und Freeman & Co.

<sup>3</sup> Quellen: SNB, Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich (KOF), Europäische Kommission und OECD.

Grafik 1:  
Quellen: SNB; Thomson Financial Datastream.

### Verschlechterung der Bonität der Schuldner<sup>4</sup>

Weltweit hat sich die durchschnittliche Bonität der Schuldner im Jahr 2002 gegenüber dem Vorjahr deutlich verschlechtert. Die Verschlechterung der Bonität widerspiegelt sich insbesondere in der jüngsten Entwicklung der Anzahl Konkurse sowie der Bonitätsspreads der – vor allem von grossen Firmen emittierten – Obligationen.

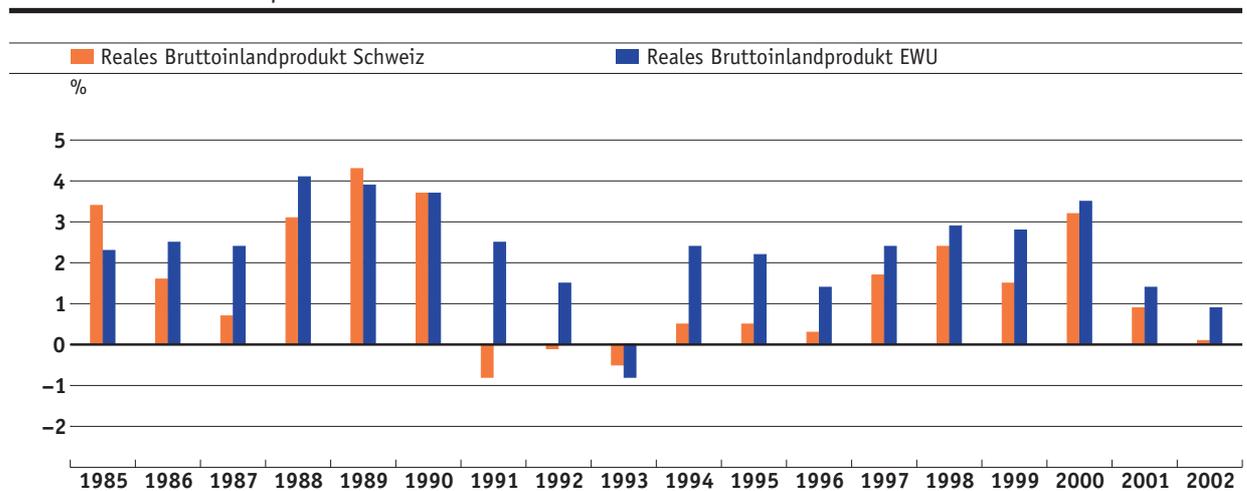
In der Schweiz hat sich im Jahr 2002 die Zahl der Firmenkongresse gegenüber dem Vorjahr um 11% erhöht (vgl. Grafik 3). Obwohl die Anzahl Firmenkongresse immer noch tiefer ist als im Durchschnitt der letzten neun Jahre, deutet die jüngste Entwicklung auf eine Verschlechterung der Situation auch bei den Klein- und Mittelunternehmen hin. Zudem erhöhte sich die Zinsdifferenz zwischen Unternehmens- und

Staatsanleihen zwischen dem ersten und vierten Quartal 2002, und zwar in Europa um 26, in der Schweiz um 36 und in den USA um 49 Basispunkte<sup>5</sup> (vgl. Grafik 4). Ein weiterer Indikator für die Verschlechterung der Bonität der Schuldner ist das von Moody's erfasste Volumen der in Konkurs geratenen Anleihen. Im Jahr 2002 stieg es weltweit um 53%.

Seit Anfang 2003 haben die Zinsdifferenzen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen sowohl in den USA als auch in Europa und in der Schweiz wieder leicht abgenommen. Diese Entwicklung könnte als erstes Anzeichen für eine mittelfristige Verbesserung der Bonität von Schuldner im In- und Ausland interpretiert werden.

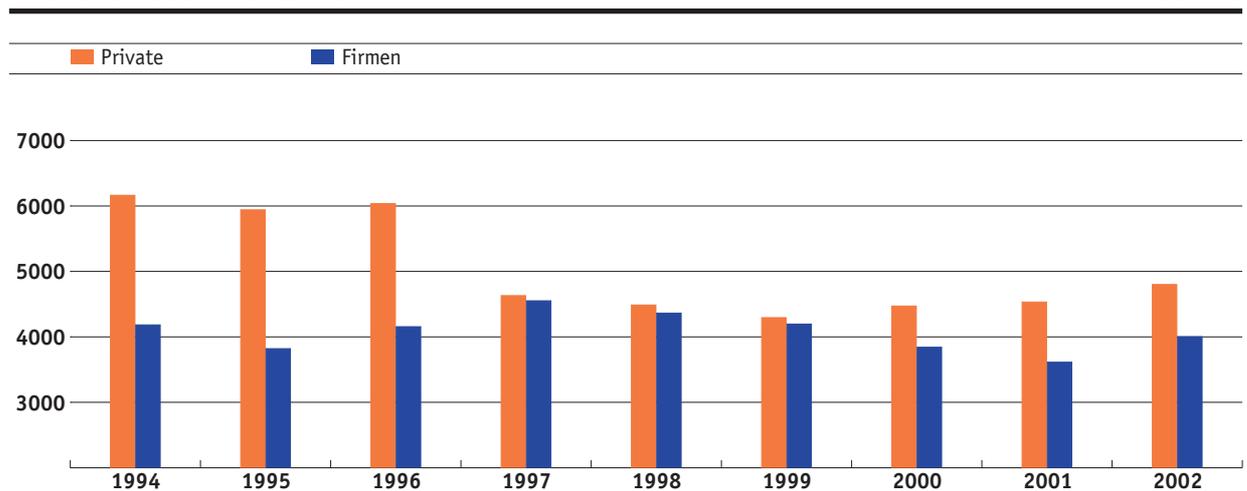
Wachstum Bruttoinlandprodukt

Grafik 2



Anzahl Konkurse in der Schweiz

Grafik 3



4 Quellen: SNB, Creditreform, Lehman Brothers, Moody's und Thomson Financial Datastream.

5 Ein Basispunkt (Bp) entspricht einem Hundertstel eines Prozentpunktes.

Grafik 2: Quellen: SNB; EU-Kommission.

Grafik 3: Quelle: Creditreform.

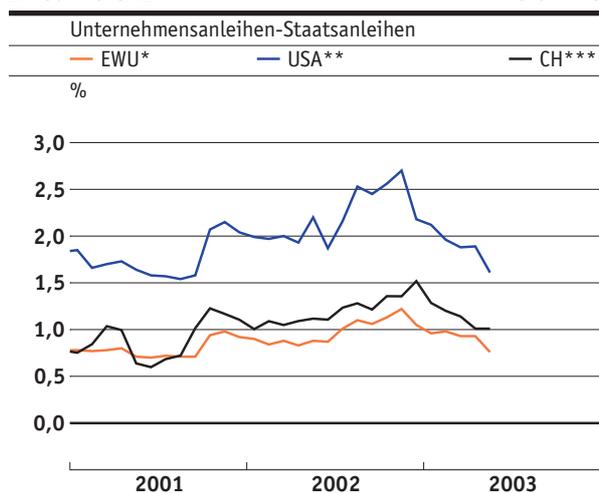
## 2.3 Rentabilität

Der Schweizer Bankensektor erwies sich auch im Jahr 2002 als insgesamt profitabel, jedoch fiel der Gewinn deutlich tiefer aus als im Vorjahr. Zudem sind innerhalb des Sektors grosse Unterschiede bezüglich Niveau und Gewinnentwicklung auszumachen. Jene Banken, deren Erträge stark von der Börsenentwicklung abhängen, schnitten deutlich schlechter ab als Institute, die sich hauptsächlich auf das Kreditgeschäft konzentrieren. Mittelfristig ist zu erwarten, dass im Falle einer anhaltenden konjunkturellen Stagnation – die zu einem höheren Rückstellungsbedarf führen könnte – die Rentabilität letzterer abnehmen wird.

### Rückgang der Profitabilität<sup>6</sup>

Im Jahre 2002 hat der Schweizer Bankensektor einen Gewinn von CHF 9,3 Mrd. erwirtschaftet. Dies ergibt einen Return on Assets<sup>7</sup> von 0,41%, was einem Rückgang von 21% im Vergleich zum Jahr 2001 gleichkommt. Die Anzahl und die durchschnittliche Grösse der Banken, die Verluste ausweisen mussten, hat gegenüber dem Vorjahr zugenommen. Im Jahre 2002 haben 52 Banken – mit 13% (32% auf konsolidierter Basis<sup>8</sup>) der Aktiven des Bankensektors – Verluste erlitten, gegenüber 39 Banken – mit 2,7% (2,1% auf konsolidierter Basis) der Aktiven – im Jahre 2001 (vgl. Grafik 5). Obwohl sich die Lage im Vergleich zum Vorjahr wesentlich verschlechtert hat, liegt die Rentabilität gemessen am Return on Assets im Rahmen des durchschnittlich erreichten Wertes des letzten Jahrzehnts (Durchschnitt 1990–2002: 0,47%; vgl. Grafik 6).

Zinsdifferenz Grafik 4



Grafik 4:  
Quellen: SNB; Thomson Financial  
Datastream.

\* Indizes Euro Aggregate  
Corporate und Euro Aggregate  
Government, Lehman  
Brothers

\*\* Indizes US Aggregate Corporate  
Investment Grade und US  
Aggregate Government,  
Lehman Brothers

\*\*\* Kassazins Industrielanleihen  
mit Bonität von mindestens  
BBB- und Bundesobligationen,  
Berechnungen SNB

6 Quellen: SNB, Eidgenössische  
Bankenkommission (EBK), OECD  
und Geschäftsberichte.

7 Nettogewinn in Prozent der  
Aktiven.

8 Falls nichts anderes erwähnt  
wird, sind die Zahlen in den  
Grafiken und im Text auf  
Unternehmensstufe (nicht-  
konsolidiert) berechnet. Für  
Banken, die eine Mehrheits-  
beteiligung an anderen  
Unternehmen halten und/

oder zu einer Holding gehören,  
können die Zahlen auf  
Unternehmensstufe von  
denjenigen auf  
konsolidierter Basis  
abweichen. Da dieser  
Unterschied bei den  
Grossbanken  
substanziell sein kann,  
werden bei dieser  
Bankengruppe als  
Ergänzung zu den  
Zahlen auf  
Unternehmensstufe  
auch die  
konsolidierten  
Zahlen angegeben,  
sofern sie zur  
Verfügung stehen.

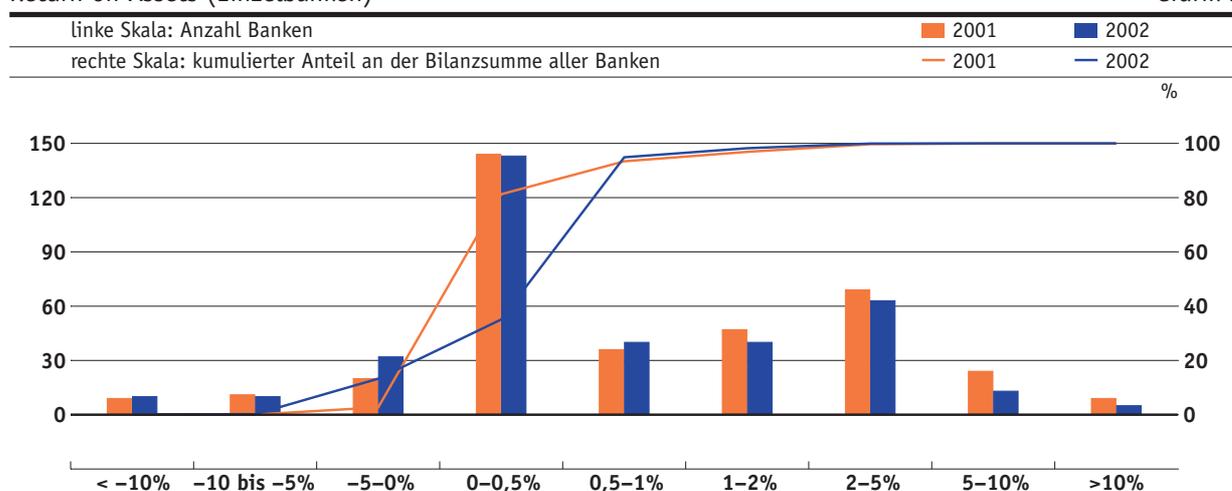
Die Mehrheit der Bankengruppen<sup>9</sup> musste einen Rückgang der Rentabilität hinnehmen; jedoch ist das Ausmass dieses Rückganges je nach Bankengruppe sehr unterschiedlich. Wird die Rentabilität im Verhältnis zu den Aktiven gemessen, ist der Rückgang für die Grossbanken (-30 Bp auf 0,01% auf konsolidierter Basis; -2 Bp auf 0,44% auf Unternehmensstufe), für die Kantonalbanken (-26 Bp auf -0,11%), für die Börsen- und Handelsbanken (-79 Bp auf 0,64%) sowie für die Privatbanken (-143 Bp auf 1,07%) besonders ausgeprägt. Im Gegensatz dazu verzeichneten die Regionalbanken (-8 Bp auf 0,37%) und die Raiffeisenbanken (+6 Bp auf 0,46%) nur unwesentliche Rentabilitätsveränderungen.

Der Rückgang der Börsenkurse sowie das sinkende Auftragsvolumen in den typischen Geschäftsbereichen der Investmentbanken – Fusionen, Akqui-

sitionen und Börsenemissionen – sind die Hauptfaktoren, die zu einem systematischen Rückgang der Rentabilität im Bankensektor geführt haben. In Anbetracht ihrer starken Ausrichtung auf das Börsengeschäft sind die Grossbanken, die Börsen- und Handelsbanken sowie die Privatbanken am stärksten von dieser Entwicklung getroffen worden. Die oben erwähnten beiden Faktoren bewirkten einerseits einen Rückgang der Handels- und Kommissionserträge (-11% auf CHF 30,3 Mrd.) und andererseits höhere Verluste auf den Anlagevermögen<sup>10</sup> einzelner Banken (+46% auf CHF 6,2 Mrd. [Unternehmensstufe] und +18% auf CHF 9,1 Mrd. [konsolidierte Basis]). Der Rückgang der Erträge und die Verluste auf den Aktiven konnten durch die Senkung der Verwaltungskosten (-6% auf CHF 34,8 Mrd.) nur teilweise kompensiert werden.

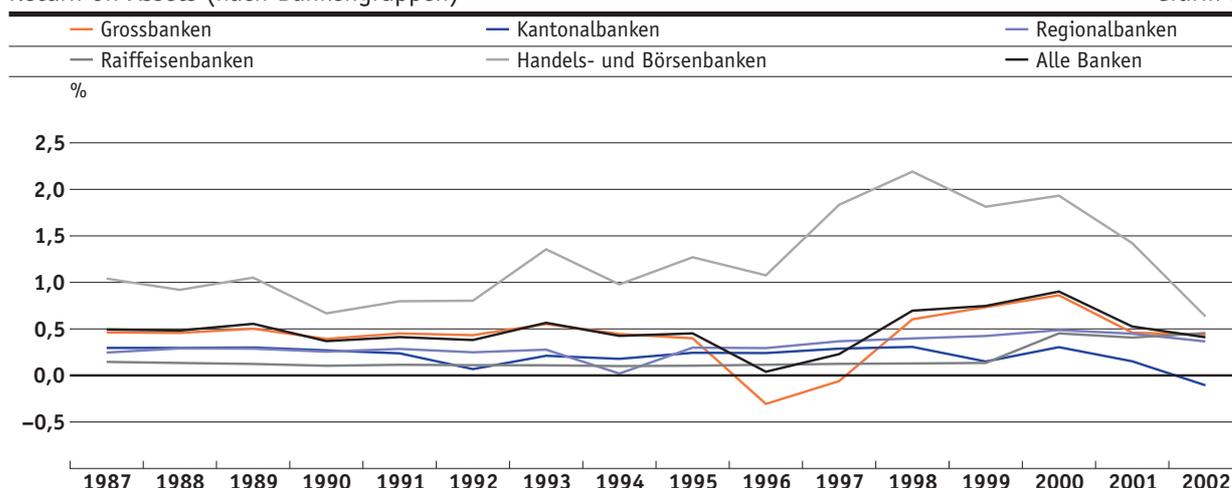
Return on Assets (Einzelbanken)

Grafik 5



Return on Assets (nach Bankengruppen)

Grafik 6



9 Für eine Beschreibung der Struktur des Schweizer Bankensektors und der verschiedenen Bankengruppen siehe Box 1.

Grafik 5: Quellen: SNB; EBK. Beispiel zur Interpretation der Grafik 5: Im Jahr 2001 erwirtschafteten rund 140 Banken einen Return on Assets zwischen 0 und 0,5% (roter Balken). Die Banken mit einem Return on Assets von weniger als 0,5% wiesen im selben Jahr zusammen 80% der Bilanzsumme aller Banken aus (rote Linie).

Grafik 6: Quellen: SNB; EBK.

10 Das Anlagevermögen schliesst insbesondere die Aktien im Eigenbesitz der Bank ein. Vgl. dazu die Richtlinien zu den Rechnungslegungsvorschriften (Art. 23 bis 27 BankV) der EBK.

Die Ertragsentwicklung im Zinsgeschäft kontrastiert mit jener im Handels- und Kommissionsgeschäft. Das Ergebnis im Zinsgeschäft (-2,2% auf CHF 22,3 Mrd.) sowie der Rückstellungsbedarf für Kreditrisiken (+5,8% auf CHF 7,3 Mrd.)<sup>11</sup> haben sich nur unwesentlich verändert. Dies erklärt die ziemlich robuste Rentabilitätsentwicklung der Regionalbanken, der Raiffeisenbanken und der Mehrzahl der Kantonalbanken, für die das Kreditgeschäft das mit Abstand wichtigste Geschäftsfeld (71% der Erträge) darstellt.

Innerhalb ein- und derselben Bankengruppe sind grosse Unterschiede in der Entwicklung der Rentabilität zu beobachten. In den aggregierten Zahlen der Grossbanken und der Kantonalbanken spiegeln sich v. a. die Verluste einzelner Banken wider: diejenigen der CS Group bei den Grossbanken respektive diejenigen der Banque Cantonale Vaudoise (BCV) bei den Kantonalbanken. Die grossen Verluste der CS Group sind das Ergebnis einer stark von den Finanzmärkten abhängigen Geschäftsausrichtung insbesondere in den Bereichen Versicherung (Winterthur) und Investment Banking (CSFB). Die Gründe für die massiven Verluste bei der BCV sind hauptsächlich bei der ungenügenden Bildung von Rückstellungen und der während der Neunzigerjahre eingegangenen Kreditrisiken zu suchen; die schlechte Wirtschaftslage und die negative Entwicklung an den Finanzmärkten spielten eher eine geringe Rolle.

#### **Aussichten<sup>12</sup>**

Zurzeit sind nur wenige Anzeichen einer Erholung der Finanzmärkte zu erkennen. Es ist deshalb zu erwarten, dass auch im Jahr 2003 die Kommissions- und Handelserträge auf tiefem Niveau verharren werden. Zusätzlich ist mit einem härteren Konkurrenzkampf – insbesondere im Investment Banking – und infolgedessen mit einem Druck auf die Margen zu rechnen. Zudem sind auch die Ertragsaussichten aufgrund der schwachen Konjunktur im Kreditgeschäft gesunken.

In der aktuellen wirtschaftlichen Situation, vor allem wenn der Konjunkturaufschwung weiter auf sich warten lässt, ist es wahrscheinlich, dass sich der bereits im Jahre 2001 und 2002 beobachtete Rentabilitätsrückgang im Schweizer Bankensektor weiter fortsetzt. Insbesondere diejenigen Bankengruppen, die bis jetzt von der schlechten Entwicklung der Finanzmärkte und des wirtschaftlichen Umfeldes kaum betroffen waren, könnten im Jahre 2003 mit einem Rentabilitätsrückgang konfrontiert werden. Die im Jahre 2002 getroffenen Massnahmen sollten jedoch dazu beitragen, die Folgen der Wirtschafts- und Börsenlage auf die Rentabilität zu vermindern. Viele Banken haben Anstrengungen unternommen, ihre Effizienz durch Projekte der Zusammenarbeit, durch Fusionen oder insbesondere im Fall der Grossbanken durch interne Massnahmen zu steigern (vgl. Box 2). Diese Anstrengungen sind Teil eines Restrukturierungsprozesses, der zwischen 1990 und 2002 zu einer Reduktion der Anzahl Banken von 625 auf 356 sowie der Zweigstellen von 5444 auf 3673 und der Beschäftigung im Bankensektor in der Schweiz von 120 000 auf 104 500 geführt hat.

<sup>11</sup> Vgl. Kapitel 2.4 (Risiken).

<sup>12</sup> Quellen: SNB und EBK.

## 2.4 Risiken

Zur Beurteilung der Risiken der Banken stehen der SNB Indikatoren zu drei Risikoarten zur Verfügung: Kreditrisiko, Zinsrisiko und Marktrisiko. Gegenüber 2001 haben die Kreditrisiken der Schweizer Banken, gemessen am Anteil der ertragslosen Ausleihungen und am Bestand der Wertberichtigungen und Rückstellungen, erneut abgenommen und befinden sich auf einem tiefen Stand. Die Zinsrisiken verharren auf einem tiefen Niveau, und die Marktrisiken sind 2002 gegenüber dem Vorjahr leicht zurückgegangen. Zusammenfassend hat daher letztes Jahr das Gesamtrisiko der Banken abgenommen. Im laufenden Jahr ist aber, aufgrund des angespannten konjunkturellen Umfelds, eine Erhöhung im Bereich der Kreditrisiken zu erwarten.

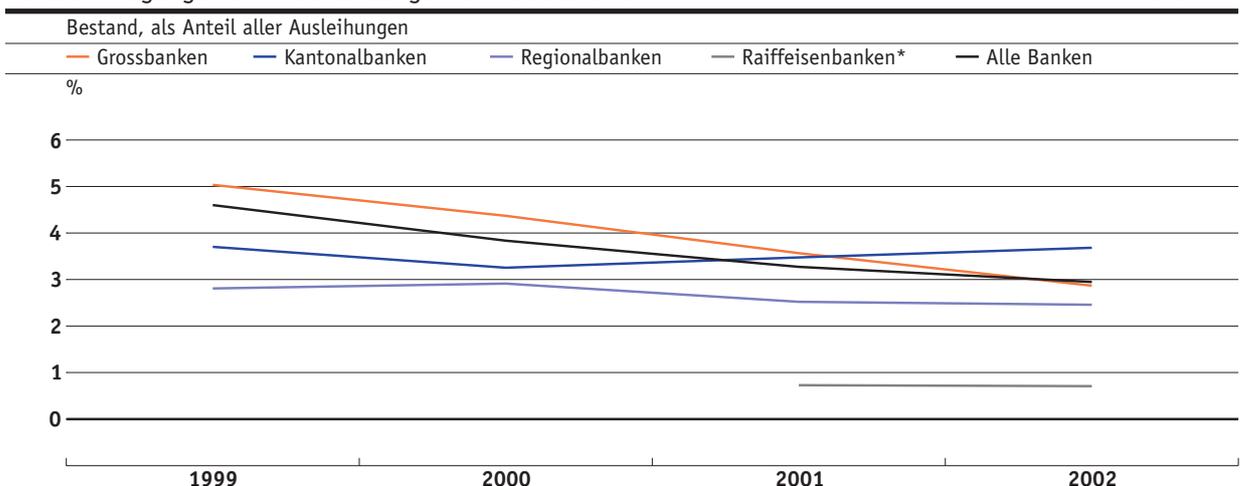
### Kreditrisiko trotz harzender Konjunktur rückläufig<sup>13</sup>

Das Kreditrisiko misst das Ausfallrisiko der Gegenpartei, d. h. das Risiko, dass die Gegenpartei den vereinbarten Zinszahlungen und der Tilgung der Schuld nicht im vollen Ausmass nachkommen kann. Als Indikator für dieses Kreditrisiko können die Wertberichtigungen und Rückstellungen der Banken herangezogen werden. Denn die Wertberichtigungen und Rückstellungen widerspiegeln sowohl die gegenwärtige durchschnittliche Qualität (Bonität) der Kreditportfolios als auch die zukünftig erwarteten Veränderungen der Zahlungsfähigkeit der Schuldner.

Der Anteil des Bestandes an Wertberichtigungen und Rückstellungen für Ausfallrisiken am gesamten Kreditvolumen ist von 3,3% per Ende 2001 auf 2,9% per Ende 2002 zurückgegangen. Zudem hat der Anteil der ertragslosen Ausleihungen<sup>14</sup> am gesamten Kreditvolumen von 3,6% auf 3,1% abgenommen. Insgesamt ist dadurch die durchschnittliche Qualität der Kreditportfolios per Ende Jahr gegenüber 2001 angestiegen. Je nach Bankengruppe variieren der Bestand an Wertberichtigungen und Rückstellungen für Ausfallrisiken sowie die ertragslosen Ausleihungen zwischen rund 1% und 4% des gesamten Kreditvolumens (vgl. Grafiken 7 und 8). Diese Unterschiede lassen sich in erster Linie auf die unterschiedlichen Zusammensetzungen der Kreditportfolios zurückführen. So beläuft sich zum einen der Anteil von Hypothekarforderungen an den gesamten Krediten<sup>15</sup> bei den Regional- und Raiffeisenbanken auf etwa 90%. Im Vergleich dazu beträgt der Anteil der Hypotheken bei den Kantonalbanken 80% und bei den Grossbanken nur gut 40%. Bei allen Bankengruppen wiederum ist der Grossteil, d. h. circa 90% der Hypothekarforderungen im 1. Rang.<sup>16</sup> Aufgrund der tiefen Belehnungsgrenzen sind diese Hypotheken sehr risikoarm und erfordern daher geringere Wertberichtigungen und Rückstellungen. Zum andern ist mehr als die Hälfte der Kundenforderungen bei den Regional- und Raiffeisenbanken gedeckt. Bei den Kantonal- und Grossbanken hingegen sind etwa 40% der Kundenforderungen gedeckt, was bei ansonsten gleicher Kreditqualität ebenfalls höhere Wertberichtigungen und Rückstellungen erfordert.

Wertberichtigungen und Rückstellungen für Ausfallrisiken

Grafik 7



13 Quellen: SNB, EBK und Wüest & Partner.

14 Ertragslose Ausleihungen sind Forderungen gegenüber Kunden und Hypothekaranlagen, bei denen der Eingang der Zinsen als gefährdet gilt bzw. bei denen keine Zinsen mehr gerechnet werden.

15 Hypothekarforderungen plus Kundenforderungen.

16 Erstrangige Hypotheken sind Forderungen, die  $\frac{2}{3}$  des Verkehrswerts von Wohnliegenschaften resp.  $\frac{1}{2}$  des Verkehrswerts von Bauland und geschäftlichen Immobilien nicht überschreiten. Bei grossgewerblichen und industriellen Objekten liegt die Grenze sogar bei nur  $\frac{1}{3}$ .

Grafik 7: Quellen: SNB; EBK.

\* Bei den Raiffeisenbanken werden diese Informationen erst seit 2001 erhoben.

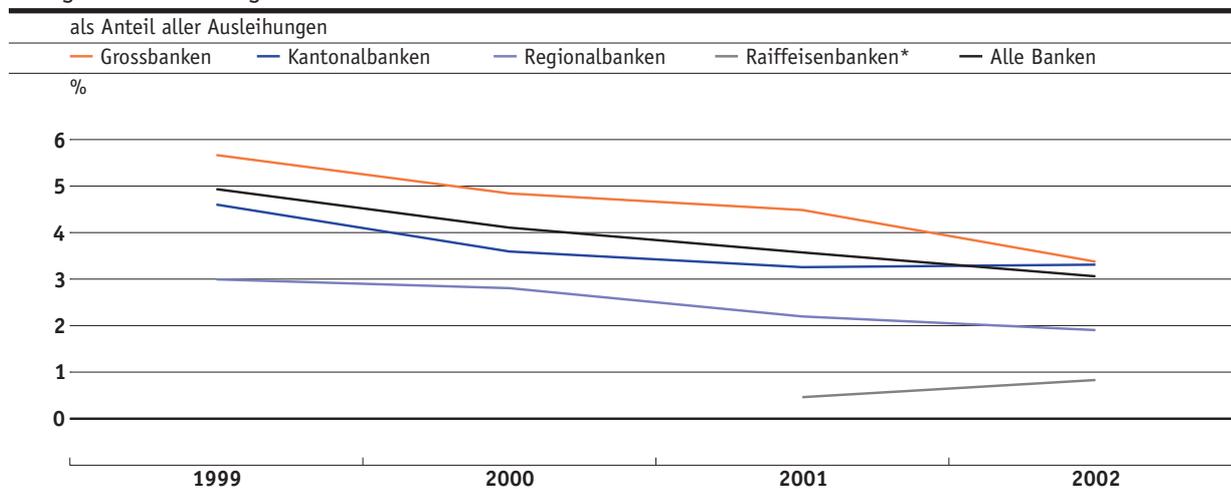
Die neu gebildeten Wertberichtigungen und Rückstellungen – gemessen als Anteil am gesamten Kreditvolumen – haben sich im Jahr 2002 gegenüber dem Vorjahr nur wenig verändert. Die Wertkorrekturen beliefen sich aggregiert über alle Banken auf 0,76% (2001: 0,72%). Der neue Wertberichtigungs- und Rückstellungsbedarf lag damit unter dem Durchschnitt der vorhergehenden zehn Jahre von 1,15%. Nach Bankengruppen beläuft sich der diesjährige Anteil neuer Wertberichtigungen und Rückstellungen bei den Kantonalbanken auf 0,74%, bei den Grossbanken auf 0,89%, bei den Regionalbanken auf 0,36% und bei den Raiffeisenbanken auf 0,09%.

Die solide Situation der Schweizer Banken im Kreditbereich ist wahrscheinlich ein Ergebnis der Bemühungen der letzten Jahre, die Kreditqualität laufend zu verbessern. Durch eine Bereinigung der

Kreditportfolios und eine qualitative Verbesserung der Kredite (z. B. durch höhere Sicherheiten und von den Banken vorgeschlagene Massnahmenpläne) konnten die Banken den Anteil schlechter Kredite reduzieren. Im Fall einer anhaltend schwachen Konjunktur ist 2003 jedoch zu erwarten, dass die Kreditrisiken eher wieder zunehmen werden. Denn zum einen ist in diesem Fall mit einer Verschlechterung der Kreditwürdigkeit bestehender, zum jetzigen Zeitpunkt noch guter Schuldner zu rechnen. Zum andern zeigt die Erfahrung, dass die hier analysierten Indikatoren der Kreditqualität jeweils mit einer gewissen Verzögerung auf Veränderungen der Konjunkturlage reagieren (vgl. Grafik 9). Daher kann man davon ausgehen, dass sich der Rückgang des Wirtschaftswachstums im Jahr 2002 auch noch auf das laufende Jahr auswirken wird.

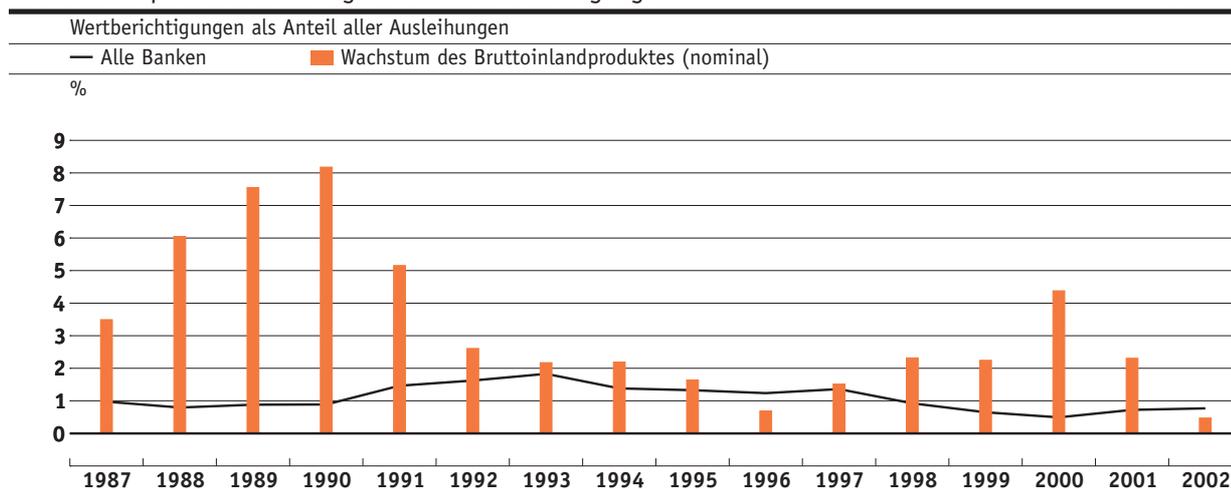
Ertragslose Ausleihungen

Grafik 8



Bruttoinlandprodukt und neu gebildete Wertberichtigungen

Grafik 9



Grafik 8: Quellen: SNB; EBK.  
\* Bei den Raiffeisenbanken werden diese Informationen erst seit 2001 erhoben.

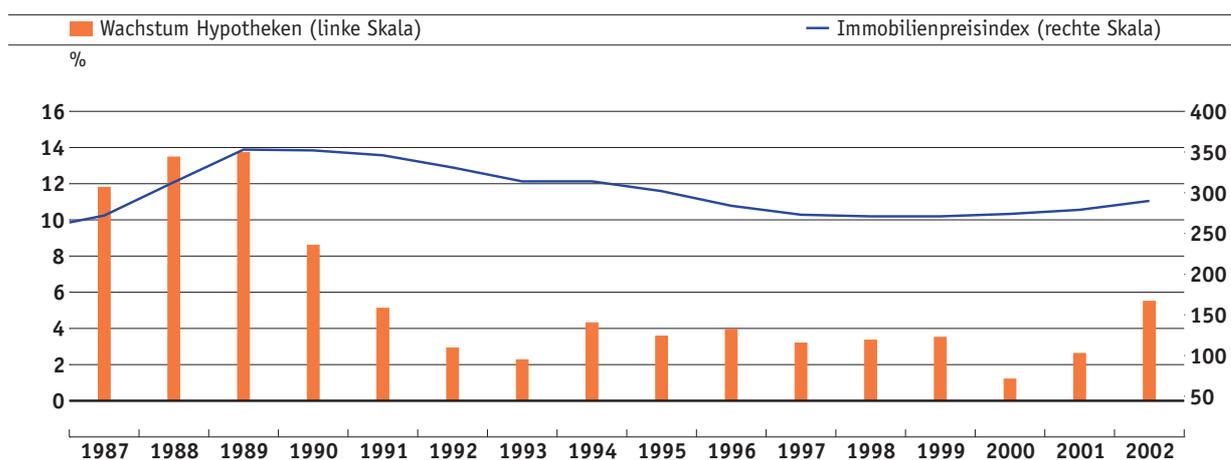
Grafik 9: Quellen: SNB; EBK.

Bei einer längerfristigen Betrachtung kann man feststellen, dass sich das Volumen der Kredite unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Bedingungen während der letzten Jahre in einem angemessenen Rahmen entwickelt hat. Zum einen betrug das Wachstum der gesamten Hypothekarforderungen zwischen 1992 und 2002 durchschnittlich 3,3%, während im selben Zeitraum die Immobilienpreise im Schnitt 1,3% pro Jahr abnahmen. Eine Immobilienblase begleitet von einem hohen Wachstum der Hypothekarforderungen wie Ende der Achtzigerjahre ist aufgrund dieser moderaten Wachstumsraten nicht auszumachen (vgl. Grafik 10). Zum andern hat in den letzten Jahren das Total der Forderungen gegenüber Kunden praktisch stagniert: Ende 2002 waren sowohl die inländischen als auch die ausländischen Forderungen gleich hoch wie Ende 1998 (vgl. Grafik 11). Dies deutet darauf hin, dass die Banken bei ihrer Kreditvergabe insgesamt eher vorsichtig waren und dass sie nicht unter Lockerung der Vergabekriterien ihre Kredite aggressiv ausgeweitet haben.<sup>17</sup> Somit scheinen sich sowohl bei den Hypothekar- als auch bei den Kundenforderungen keine strukturellen Ungleichgewichte abzuzeichnen, die bei einem Auseinanderlaufen der Kreditentwicklung und der ökonomischen Fundamentaldaten zu befürchten wären.

Im Jahr 2002 haben die inländischen Kundenforderungen um mehr als 10% abgenommen. Dieser starke Rückgang ist jedoch mindestens teilweise als eine Korrektur des ebenso grossen Anstiegs im Jahr 1999 zu interpretieren. Ob der Rückgang primär wegen einer tieferen Kreditnachfrage seitens der Unternehmungen oder primär wegen eines tieferen Kreditangebots durch die Banken entstanden ist, kann anhand der aggregierten Daten nicht beurteilt werden. Der Rückgang der Kundenforderungen stellt an sich zwar kein Problem dar. Insofern die Banken aktiv das Kreditvolumen reduziert haben, um damit ihre Kreditrisiken zu minimieren, ist dies aus Sicht der Finanzstabilität sogar positiv zu beurteilen. Aber eine übermässig restriktive Kreditpolitik kann unter Umständen eine konjunkturelle Schwäche akzentuieren.

## Hypotheken und Immobilienpreise

Grafik 10



17 Der starke Anstieg der ausländischen Kundenforderungen in den Jahren 1996 bis 1998 ist auf die Grossbanken zurückzuführen, die sich in dieser Zeit strategisch neu ausgerichtet und ihre internationale Präsenz ausgebaut haben.

Grafik 10:  
Quellen: SNB; Wüest & Partner.

### Zinsrisiko im Bankenbuch auf tiefem Niveau<sup>18</sup>

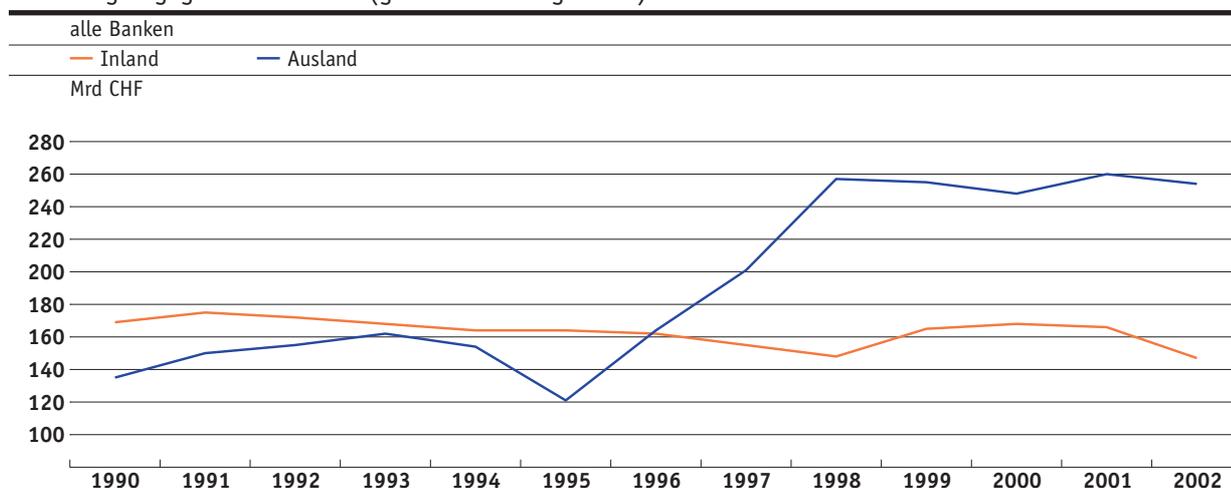
Ein Zinsrisiko besteht dann, wenn die Zinsbindungen<sup>19</sup> der Aktiven und der Passiven einer Bank stark voneinander abweichen. Im Prinzip finanziert eine Bank langfristige Kredite mit kurzfristigen Verbindlichkeiten. Diese Fristentransformation kann dazu führen, dass die Zinsbindung bei den Aktiven länger ist als bei den Passiven. Für eine solche Bank führt ein Anstieg des Zinsniveaus zu einer stärkeren Reduktion des Barwerts bei den Aktiven als bei den Passiven. Demzufolge sinkt der Nettobarwert dieser Bank. Die Zinsrisikostatistik, welche die SNB für die EBK erhebt, misst das Ausmass, wie stark einzelne Banken von solchen Zinsänderungen betroffen sind. Dazu werden im Wesentlichen die Barwertveränderungen

der einzelnen Bilanz- und Ausserbilanzpositionen aufgrund von Zinsänderungsszenarien berechnet. Die Summe dieser Barwertänderungen – sowohl der Aktiven als auch der Passiven – ergibt die Veränderung des Nettobarwerts der Banken.

Die Auswertung der Zinsstatistik zeigt, dass das Schweizer Bankensystem als Ganzes gut gegen Zinsänderungsrisiken abgesichert ist. Falls das allgemeine Zinsniveau um 200 Bp anstiege, würde dies im Durchschnitt aller Banken zu einem Rückgang des Nettobarwerts in der Höhe von 0,5% der verfügbaren Eigenmittel führen. Die Zinsrisiken der meisten Banken liegen in der Nähe dieses Mittelwerts. Grössere Abweichungen sind relativ selten (vgl. Grafik 12).

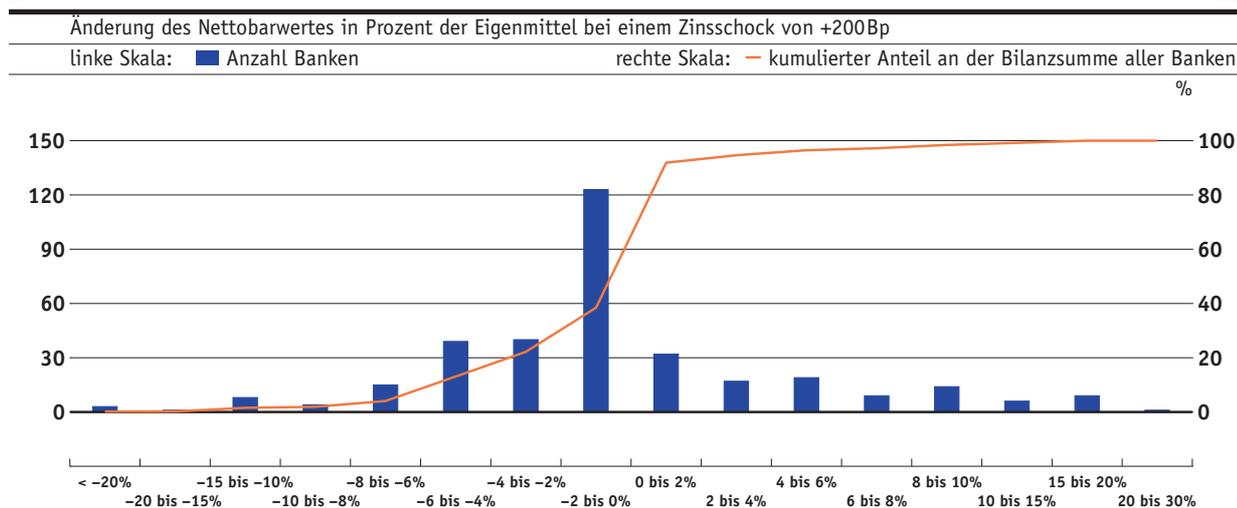
Forderungen gegenüber Kunden (gedeckt und ungedeckt)

Grafik 11



Zinsrisiko

Grafik 12



18 Quellen: SNB; EBK.  
19 Zeitintervall bis zur nächsten Festlegung des Zinssatzes.

Grafiken 11 und 12:  
Quellen: SNB; EBK.

Da Banken üblicherweise langfristige Kredite mit vorwiegend kurzfristigen Mitteln finanzieren, überraschen die tiefen Zinsrisiken der Schweizer Banken. Die Erklärung liegt zum einen darin, dass die Banken zwar langfristig Geld ausleihen, aber die Zinsen nur kurzfristig gebunden sind. Bestes Beispiel dafür sind die Hypotheken mit variablem Zinssatz. Zum andern besteht die Finanzierung der Banken nicht nur aus Sichtguthaben, sondern auch aus einem beträchtlichen Teil langfristiger Schuldverschreibungen (wie etwa Obligationen und Pfandbriefe). Dadurch ist die Diskrepanz zwischen den effektiven Fristigkeiten der Aktiven und Passiven der Banken gering.

Es ist jedoch zu beachten, dass diese Daten ausschliesslich das Bewertungsrisiko von Zinsänderungen berücksichtigen. Bei einem starken Anstieg der Zinssätze beispielsweise kommen tendenziell mehr Schuldner mit variabler Verzinsung in Zahlungsschwierigkeiten, was wiederum ein höheres Risiko für die Bank bedeutet. Dieses Risiko äussert sich aber in einem höheren Kreditrisiko und wird nicht in der Zinsrisikostatistik erfasst. Es muss auch unterstrichen werden, dass die vorliegende Schätzung der Zinsrisiken teilweise auf den Hypothesen der Banken beruht, inwieweit sie Zinssatzschwankungen auf ihre Kunden übertragen können.<sup>20</sup>

#### **Leicht reduziertes Marktrisiko<sup>21</sup>**

Das Marktrisiko misst dasjenige Risiko, welches aufgrund von Veränderungen von Marktpreisen zu Gewinnen oder Verlusten führt. Diese Kursrisiken betreffen insbesondere die Handelsbestände, Finanzanlagen und nicht-konsolidierten Beteiligungen der Banken.<sup>22</sup> Per Ende 2002 betragen die Marktrisiken 8,5% im Verhältnis zu den gesamten erforderlichen Eigenmitteln der Schweizer Banken (2001: 9,3%). Nach Bankengruppen gegliedert beträgt der entsprechende Anteil bei den Kantonalbanken 8,8% (2001: 9,3%), bei den Grossbanken (auf Konzernstufe) 11,3% (2001: 11,9%), bei den Regionalbanken 4,7% (2001: 4,6%) und bei den Raiffeisenbanken 2,6% (2001: 3,3%). Gegenüber 2001 haben somit die Exposures der Schweizer Banken gegenüber Marktrisiken leicht abgenommen.

Als Risikoquelle erscheinen die so gemessenen *direkten* Bewertungsrisiken – das Risiko, dass das eigene Wertschriftenportfolio einer Bank an Wert verliert – im Vergleich zu den Kreditrisiken zwar relativ gering. Die Zahlen müssen jedoch in zweifacher Hinsicht relativiert werden. Erstens werden damit die *indirekten* Risiken, die von den Finanzmärkten aus-

gehen, nicht berücksichtigt. Beispielsweise sind die Ergebnisse in der Vermögensverwaltung und im Investment Banking stark vom Verlauf der Finanzmärkte abhängig. Die Finanzmarktrisiken wirken sich somit auch auf die Erträge der Banken aus, obwohl keine entsprechenden Positionen in den Bankbilanzen verbucht sind.<sup>23</sup> Zweitens berücksichtigt dieses Risikomass nur die möglichen Wertänderungen von Finanzpositionen und stellt diese nicht in Relation zu den Kosten der Banken. Wenn eine Bank hohe Fixkosten etwa beim Betrieb von Handelsaktivitäten hat, dann kann schon ein reduzierter (aber immer noch positiver) Handelsgewinn zu einem Verlust der Bank führen. Dieses Risiko kann substantiell sein. So ist beispielsweise der aggregierte Handelserfolg aller Banken von CHF 12,4 Mia. im Jahr 2000 auf CHF 7,5 Mia. im Jahr 2002 gesunken. Bei unveränderten Kosten würde dies eine Gewinnreduktion von beinahe CHF 5 Mia. bedeuten.

20 Bei bestimmten Positionen wie Sicht- und Spareinlagen sowie gewissen Hypotheken ist eine Anpassung des Zinssatzes nicht vertraglich geregelt. In diesen Fällen müssen die Banken Hypothesen darüber aufstellen, wie bzw. in welchem Umfang eine Anpassung des Zinssatzes erfolgen wird.

21 Quellen: SNB; EBK.

22 Als Mass für das Marktrisiko der Banken betrachten wir diejenigen Eigenmittelerfordernisse, die aufgrund von mit Marktrisiko behafteten Positionen berechnet werden.

23 Vgl. das Kapitel 2.3 (Rentabilität) zum Ausmass, inwiefern diese indirekten Finanzmarktrisiken die Gewinne der Banken beeinflussen können.

## 2.5 Eigenkapitalbasis

Ende 2002 wiesen die Banken insgesamt eine tiefere Eigenkapitalbasis im Vergleich zum Vorjahr aus. Insgesamt betrachtet ist die Kapitalisierung dennoch angemessen; eine knappe Eigenkapitaldeckung weisen lediglich einzelne Finanzinstitute aus. Sowohl im internationalen wie auch im langfristigen Vergleich sind die Schweizer Banken gut kapitalisiert.

### Regulatorischer Rahmen

Die schweizerische Bankengesetzgebung sieht Mindestanforderungen für Eigenmittel vor.<sup>24</sup> Grundsätzlich müssen alle Bilanzaktiven, aber auch Ausserbilanzgeschäfte mit Eigenmitteln unterlegt werden. Alle diese Positionen sind je nach Gegenpartei und allfälliger Deckung mit einem unterschiedlich grossen Risiko behaftet. Um dem Rechnung zu tragen, werden die einzelnen Positionen risikogewichtet. Die risikogewichteten Positionen definieren die Eigenmittelanforderungen, indem jederzeit 8% dieser risikogewichteten Positionen mit Eigenmitteln unterlegt werden müssen (*erforderliche* Eigenmittel).

Die zur Unterlegung notwendigen *anrechenbaren* Eigenmittel setzen sich aus drei Kapitalkomponenten zusammen: dem Kernkapital, dem ergänzenden Kapital und dem Zusatzkapital. Zum Kernkapital zählen das eingezahlte Kapital, die offenen Reserven sowie der Gewinn. Stille Reserven, nachrangige Anleihen und bestimmte hybride Instrumente (z. B. Zwangswandelanleihen) bilden das ergänzende Kapital. Als Zusatzkapital gelten Verbindlichkeiten, welche ungesichert, nachrangig und vollständig eingezahlt sind sowie eine Sperrklausel enthalten. Diese verbietet Zins- und Tilgungszahlungen, wenn dadurch die Eigenmittelanforderungen verletzt würden.

Sofern Banken über mehr anrechenbare Eigenmittel verfügen als erforderlich wären, weisen sie einen *Eigenmittelüberschuss* aus. Die anrechenbaren Eigenmittel in Prozent der risikogewichteten Positionen bilden die *risikogewichtete* Eigenmittelquote; die anrechenbaren Eigenmittel in Prozent der Bilanzsumme die *ungewichtete* Eigenmittelquote.

### Leichter Rückgang der anrechenbaren Eigenmittel<sup>25</sup>

Die *anrechenbaren Eigenmittel* des gesamten Bankensektors sind 2002 im Vergleich zum Vorjahr insgesamt um 2,7% gesunken. Die auf das Kreditgeschäft fokussierten Kantonal- (-0,2%), Regional- (+1,3%) und Raiffeisenbanken (+9,9%) wiesen eine stabile Eigenkapitalbasis aus. Der Anstieg bei den Raiffeisenbanken ist grösstenteils auf die Ausweitung des Meldekreises um 37 Institute zurückzuführen. Bei den Kantonalbanken konnte ein Rückgang aufgrund massiver Verluste der BCV<sup>26</sup> durch eine Rekapitalisierung verhindert werden. Die Grossbanken hingegen verzeichneten eine Einbusse von 6,3%. Noch ausgeprägter zeigt sich der Rückgang bei den Grossbanken auf Konzernstufe: Das Kernkapital ist innert Jahresfrist um 7,7%, die gesamten anrechenbaren Eigenmittel sind sogar um 8,6% gesunken. Dies ist in erster Linie das Resultat tieferer Erträge und hoher Abschreibungen; aber auch Aktienrückkäufe schmälerten die Eigenkapitalbasis.

Der gesamte Bankensektor und insbesondere die Grossbanken konnten im Gegenzug auch die risikogewichteten Aktiven und somit das *Eigenmittelerfordernis* reduzieren: Die erforderlichen Eigenmittel aller Banken fielen um 4,1%; bei den Grossbanken betrug der Rückgang 5,8% auf Unternehmensstufe respektive 8,5% auf Konzernstufe. Dies ist – bei gleichzeitiger Ausdehnung der Bilanz – erstens auf eine Reduktion der für die Eigenmittelunterlegung zu berücksichtigenden Aktiven zurückzuführen.<sup>27</sup> Zweitens fand eine Umschichtung zwischen Aktiven unterschiedlicher Risikokategorien statt: Der Anteil der Aktiven mit einer höheren Risikogewichtung wurde zugunsten des Anteils der Aktiven mit einer tieferen Risikogewichtung reduziert.

### Stabile gewichtete Eigenmittelquoten<sup>28</sup>

Insgesamt betrachtet sind somit keine massiven Auswirkungen der schleppenden konjunkturellen Entwicklung sowie der Börsenbaisse auf die Kapitalisierung des Bankensektors als Ganzes festzustellen. Die *gewichteten Eigenmittelquoten* waren stabil. Gemessen am Eigenmittelüberschuss in Prozent der erforderlichen Eigenmittel verzeichneten die Grossbanken eine Einbusse von 2,0% auf Unternehmensstufe, respektive 0,4% auf Konzernstufe, die Kantonalbanken eine von 3,1% und die Regionalbanken eine von 0,3%. Die Raiffeisenbanken konnten hingegen sogar um 8,9% zulegen (vgl. Grafik 13).

24 Vgl. Bankenverordnung Art. 11–14.

25 Quellen: SNB; EBK.

26 Vgl. hierzu das Kapitel 2.3 (Rentabilität).

27 Nicht alle Aktiven müssen mit Eigenmitteln unterlegt werden. Zudem können gewisse

Forderungen mit Verpflichtungen verrechnet werden, wodurch sich der Betrag der für die Eigenmittelunterlegung zu berücksichtigenden Aktiven reduzieren kann (vgl. Art. 12f Bankenverordnung).

28 Quellen: SNB; EBK.

Im langfristigen Vergleich ist die Kapitalisierung der Schweizer Banken nach wie vor gut (vgl. Grafik 14). Seit 1989 ist die risikogewichtete Kapitalisierung der einzelnen Banken deutlich angestiegen. Wiesen zu Beginn noch rund 28% der Banken 20% und weniger überschüssige Eigenmittel aus, so sank dieser Anteil bis ins Jahr 2002 auf gut 2%. Die Anzahl der Banken, welche die Eigenmittelanforderungen eher knapp erfüllen, ist somit stark zurückgegangen.

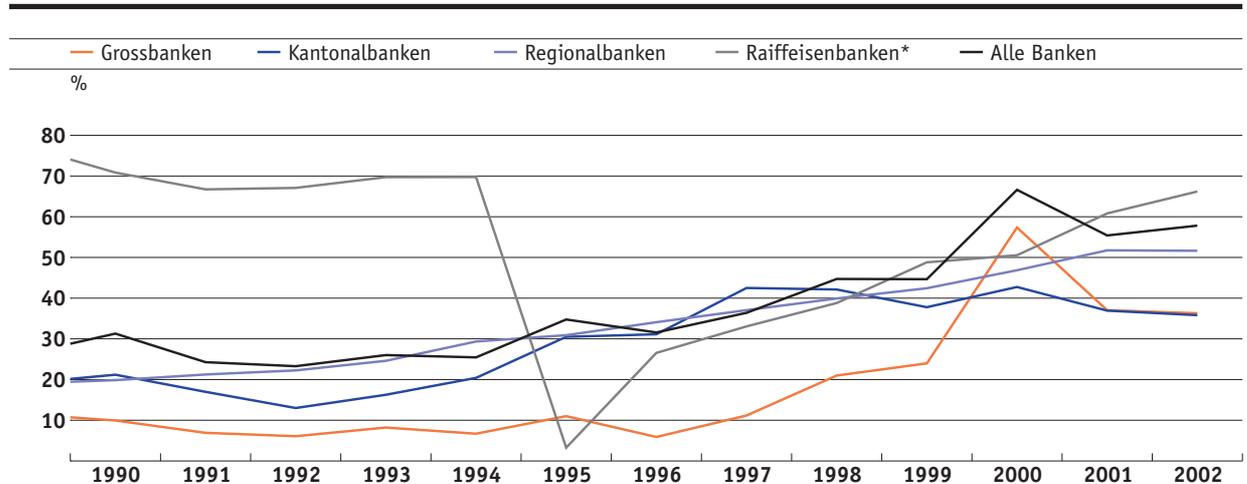
Die ungewichteten Eigenmittelquoten entwickelten sich bei sämtlichen Bankengruppen leicht rückläufig (alle Banken -3,7%; Kantonalbanken -2,8%; Regionalbanken -0,2%; Raiffeisenbanken -2,3%). Auch bei den Grossbanken (-8,1% auf Unternehmensstufe, respektive -2,7% auf Konzernstufe) nahmen sie ab (vgl. Grafik 15).

### Gemischtes Bild bei den Grossbanken<sup>29</sup>

Bei den Grossbanken lässt sich – im Unterschied zu den anderen Bankengruppen – seit einigen Jahren eine *divergierende Entwicklung zwischen den beiden Eigenmittelquoten* feststellen: Während die risikogewichteten Quoten tendenziell ansteigen, sinken die ungewichteten. Die Grossbanken verfügen somit – im Verhältnis zur Bilanzsumme – über immer weniger Eigenmittel; gemessen an den erforderlichen Eigenmitteln können sie jedoch immer höhere Überschüsse ausweisen. Deutlich zeigt sich diese Divergenz auch auf internationaler Ebene (vgl. Grafik 16): Einerseits verzeichnen die beiden Schweizer Grossbanken<sup>30</sup> im Vergleich mit 50 der grössten international tätigen

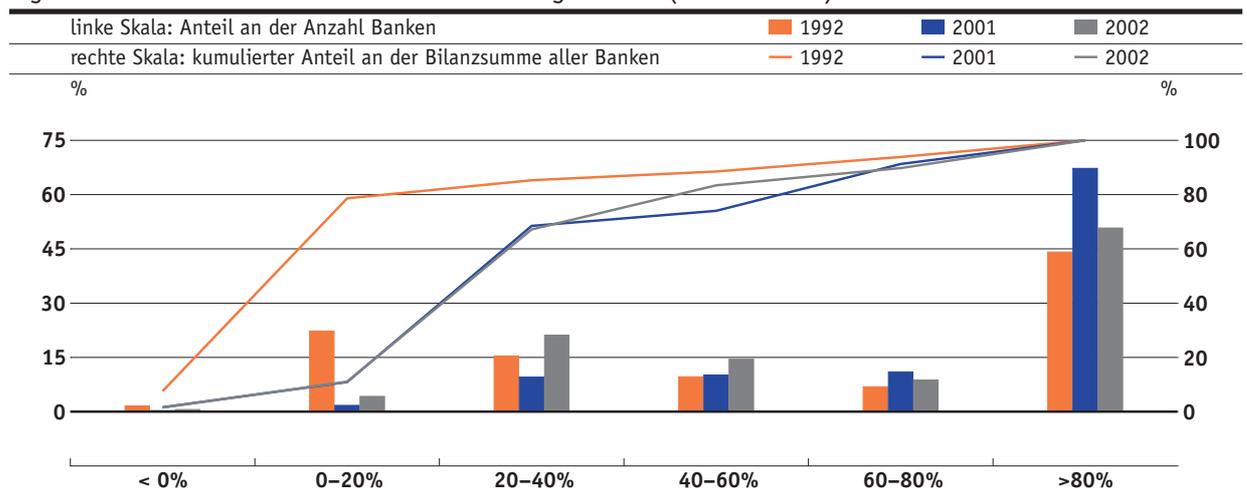
Eigenmittelüberschuss in % der erforderlichen Eigenmittel

Grafik 13



Eigenmittelüberschuss in % der erforderlichen Eigenmittel (Einzelbanken)

Grafik 14



Grafik 13: Quellen: SNB; EBK.  
\* Einen wesentlichen Teil der Eigenmittel der Raiffeisenbanken bildet die Nachschusspflicht der Genossenschafter. Seit 1995 kann diese nur noch teilweise angerechnet werden, was zu einem Einbruch bei den

Eigenmitteln führte. Ganz wegfallen soll die Nachschusspflicht mit der Umsetzung der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung.

Grafik 14: Quellen: SNB; EBK.

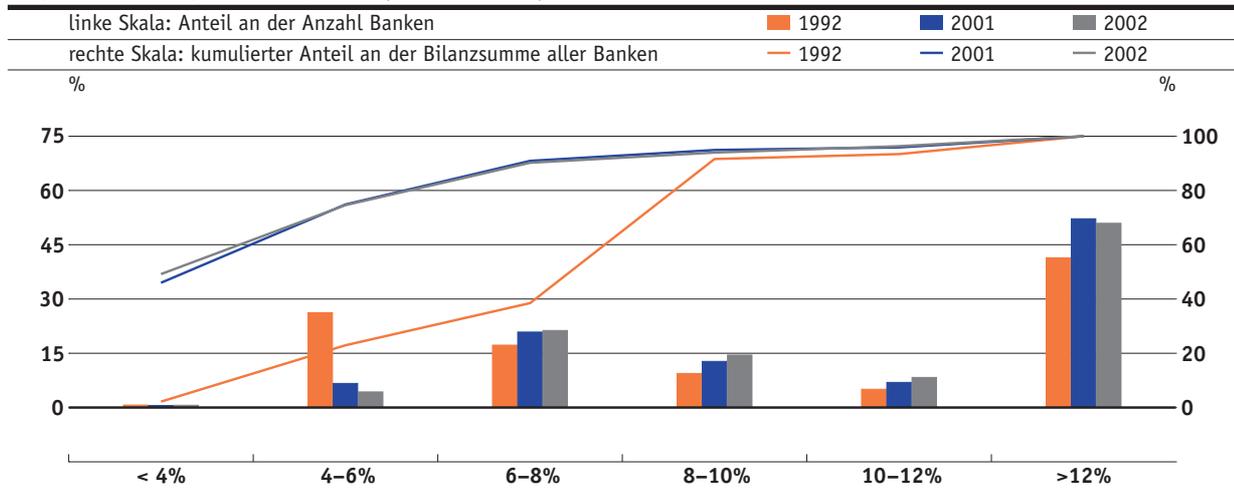
29 Quellen: SNB, EBK und Geschäftsberichte.  
30 Daten auf Konzernstufe.

Banken aus den USA, Japan und Europa die höchsten gewichteten Eigenkapitalquoten<sup>31</sup>. Andererseits liegen sie gemessen an der ungewichteten Eigenkapitalquote<sup>32</sup> auf den Schlussrängen. Erklären lässt sich dies teilweise durch den im Vergleich zum Ausland hohen Bilanzanteil der Interbankforderungen der Schweizer Grossbanken (27%). Hinzu kommen Hypothekarforderungen und übrige gedeckte Kundenforderungen in der Höhe von 18%. Beides führt zu einer

verhältnismässig grossen, aber – gemäss Eigenkapitalvorschriften – gleichzeitig risikoarmen Bilanzsumme. Berücksichtigt man für die Berechnung der ungewichteten Eigenmittelquote nicht die gesamte Bilanzsumme, sondern nur diejenigen Aktiven, die mit Eigenmitteln unterlegt werden müssen, so ergibt sich für die Grossbanken eine Quote von 5,2% anstelle von 3,7%.<sup>33</sup>

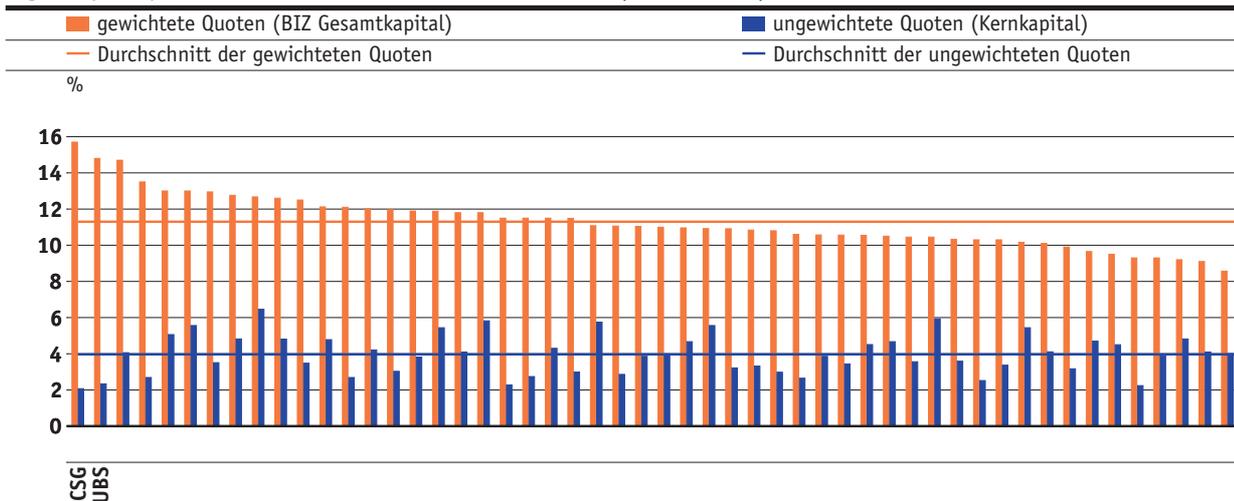
Ungewichtete Eigenmittelquoten (Einzelbanken)

Grafik 15



Eigenkapitalquoten von internationalen Grossbanken\* (konsolidiert)

Grafik 16



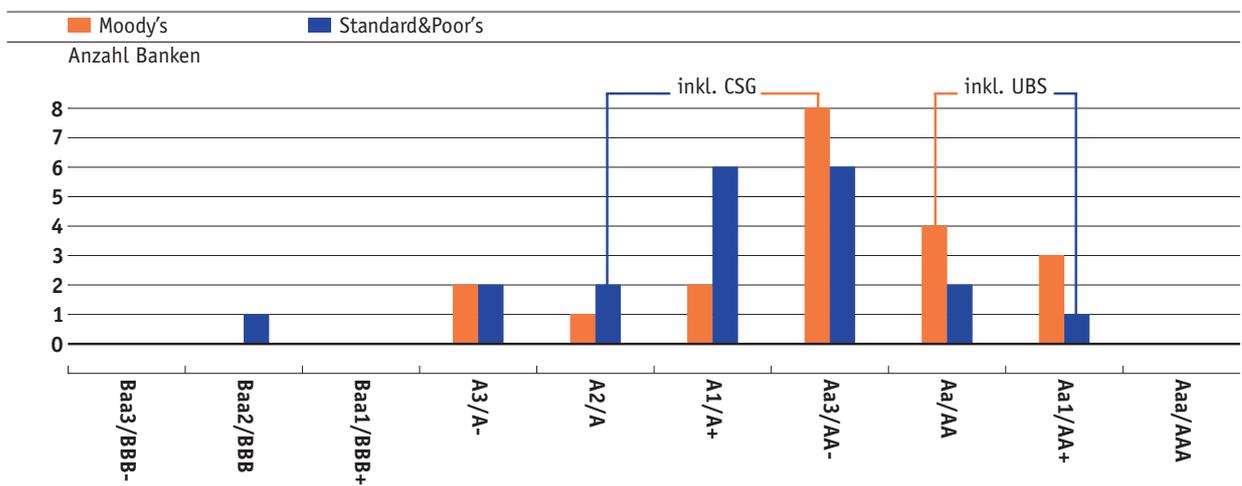
31 Risikogewichtung gemäss Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

32 Kernkapital in Prozent der Bilanzsumme.

33 Die Quotienten wurden auf Unternehmensstufe berechnet und weichen deshalb von den auf Konzernstufe berechneten Quotienten in der Grafik 16 ab.

Grafik 15:  
Quellen: SNB; EBK.

Grafik 16:  
Quellen: Geschäftsberichte 2001.  
\* Erfasst sind die gemäss «The Banker» (Juli 2002) fünf grössten Banken der USA, Kanadas, Japans und aller europäischen Länder, sofern sie eine Bilanzsumme grösser als 100 Mrd. Dollar aufweisen.



## 2.6 Markteinschätzung der Solidität der Schweizer Banken

Die Einschätzung des Marktes bezüglich Solidität einer Bank widerspiegelt sich in Ratings, Spreads und Aktienkursen. Aufgrund dieser Indikatoren ist die Lage im Schweizer Bankensektor zwar relativ gut, sie hat sich jedoch in den letzten Jahren deutlich verschlechtert. Diese Entwicklung ist vor allem auf Schwierigkeiten einzelner Institute zurückzuführen.

### Tendenzielle Verschlechterung der Ratings<sup>34</sup>

Von den insgesamt 356 Banken in der Schweiz verfügen 20 Institute über eine Einschätzung bei den Ratingagenturen Moody's und/oder Standard & Poor's. Letztere stuften im Jahr 2002 die Banca del Gottardo um eine sowie die CS und die CSFB um zwei Ratingklassen zurück, während Moody's die Valiant Bank höher einschätzte. Von Einzelfällen abgesehen verfügen alle Institute weiterhin über ein mittelhohes bis sehr hohes Rating. Neben dem Rating vergeben die Agenturen auch einen sogenannten Outlook, der eine Einschätzung der mittelfristigen Entwicklung des Ratings wiedergibt. Der Saldo zwischen Outlook-Verbesserung und -verschlechterung fällt für die Schweizer Banken bei beiden Agenturen negativ aus. Es ist somit tendenziell mit einer weiteren Verschlechterung der Ratings zu rechnen.

Ein Vergleich der beiden Schweizer Grossbanken CS Group und UBS mit 18 der weltweit grössten Banken zeigt, dass UBS zu den höchst bewerteten Banken gezählt wird, während CS Group sich im Mittelfeld bewegt (vgl. Grafik 17). Die CS Group sah sich im Jahr

2002 denn auch mit einer Herabsetzung des Ratings um zwei Klassen (Standard & Poor's) auf «A» resp. des Outlooks um eine Stufe (Moody's) auf «Aa3 negativ» konfrontiert. Einzig eine Herabstufung des Outlooks (Standard & Poor's) auf «AA+ negativ» musste die UBS hinnehmen. Rund die Hälfte dieser weltweit grössten Banken erfuhr im Jahr 2002 eine Verschlechterung des Ratings und/oder des Outlooks.

### Erhöhung der Spreads auf Bankenobligationen<sup>35</sup>

Differenzen zwischen den Renditen von Banken- gegenüber Bundesobligationen dienen als weiterer Indikator für die Einschätzung des Marktes bezüglich der Solidität der Banken. Je grösser das Kreditrisiko bzw. je tiefer die Liquidität einer Obligation ausfällt, desto grösser ist auch der Spread der

Spreads (alle Banken) Grafik 18



34 Quellen: Moody's und Standard & Poor's.

Grafik 17: Quellen: Moody's; Standard & Poor's, Mai 2003.

Erfasst sind 20 der gemäss «The Banker» (Juli 2002) grössten Banken der Welt, sofern sie über ein Rating sowohl bei Moody's wie auch bei Standard & Poor's verfügen.

Grafik 18: Quellen: SNB.

entsprechenden Obligation gegenüber einer risikolosen Bundesobligation. Insgesamt ist seit Mitte des Jahres 2001 ein Anstieg des Spreads zwischen einem aus 21 Banken zusammengesetzten Bankenobligationen- und einem Bundesobligationen-Index zu verzeichnen (vgl. Grafik 18). Dieser Anstieg widerspiegelt in erster Linie die Erhöhung des Spreads bei zwei Kantonalbanken (BCGE und BCV) sowie bei der CS Group (vgl. Grafik 19). Seit Beginn 2003 ist jedoch wieder ein leichter Rückgang zu beobachten.

### Rückgang der Marktkapitalisierung der Banken

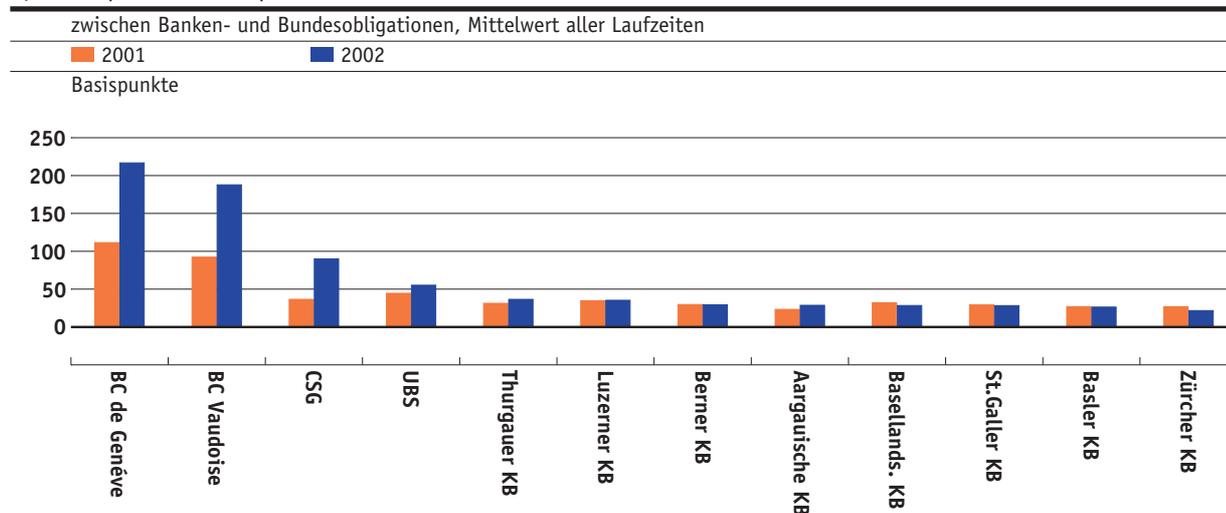
Die Marktkapitalisierung einer Bank widerspiegelt die Einschätzung des Marktes bezüglich ihres Nettobarwerts. Die Entwicklung eines Börsenindex

der Banken kann somit als Indikator für die Marktbewertung der in diesem Index berücksichtigten Gruppe von Banken dienen.

Die Entwicklung des SPI-Bankenindex weist – abgesehen von einem massiven Einbruch im Jahr 1998 – einen Anstieg bis zu Beginn des Jahres 2001 auf. Seither ist ein Rückgang zu verzeichnen (vgl. Grafik 20). Der internationale Vergleich mit entsprechenden Indices für die Vereinigten Staaten und Europa zeigt, dass die Entwicklung im Ausland ähnlich, jedoch deutlich weniger ausgeprägt verlaufen ist. Dies lässt sich jedoch zu einem Grossteil mit dem geringeren Diversifizierungsgrad des SPI-Bankenindex sowie der Dominanz der beiden Grossbanken erklären. Alle drei Indices liegen zurzeit auf einem im Vergleich zu 1997 nur leicht höheren Niveau.

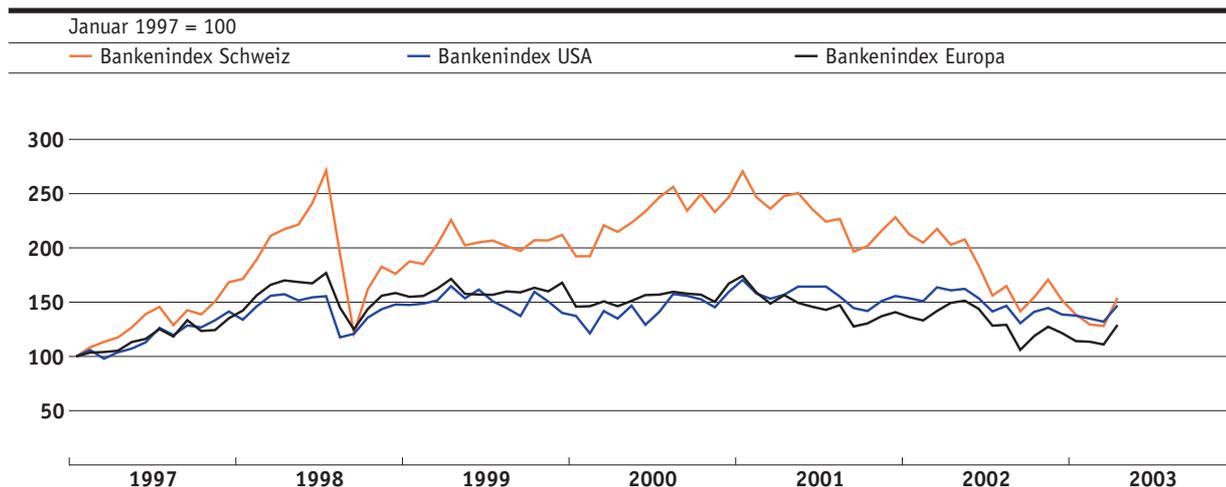
Spreads (Einzelbanken)

Grafik 19



Bankenindices Schweiz und Ausland

Grafik 20



35 Quelle: Thomson Financial Datastream.

Grafik 19: Quelle: Thomson Financial Datastream.

Grafik 20: Quelle: Thomson Financial Datastream.

Die Schweizerische Nationalbank gliedert die Banken in der Schweiz in der Bankenstatistik in verschiedene Bankengruppen. Die wichtigsten Gruppen sind: die Grossbanken, die Kantonalbanken, die Regionalbanken und Sparkassen, die Raiffeisenbanken, die Handels- und Börsenbanken und die Privatbankiers.

**Grossbanken:** Die Grossbanken – Credit Suisse (CS), Credit Suisse First Boston (CSFB) und UBS – stellen gemessen an der Bilanzsumme, am Ertrag und am Personalbestand unter den Banken der Schweiz die mit Abstand grösste Bankengruppe dar. Die Grossbanken sind Universalbanken und bieten eine umfassende Palette an Bankgeschäften im In- und im Ausland an. Ende 2002 hatten die Grossbanken einen Anteil von 64% an der Bilanzsumme aller Banken in der Schweiz. Die übrigen 36% der Bilanzsumme verteilten sich auf rund 350 Banken. Der Anteil der Grossbanken am Total der inländischen Kredite d.h. Kundenforderungen und Hypothekarkredite – lag Ende 2002 bei 35%. Im Interbankengeschäft, im Vermögensverwaltungsgeschäft und beim Geschäft mit derivativen Instrumenten nehmen die Grossbanken ebenfalls eine wichtige Rolle ein.

**Kantonalbanken:** Konstituierendes Merkmal der Kantonalbanken ist, dass der Kanton eine Beteiligung von mehr als einem Drittel des Kapitals halten und über mehr als einen Drittel der Stimmen verfügen muss. Die Kantonalbanken sind heute weitgehend Universalbanken mit einem stark ausgeprägten Spar- und Hypothekargeschäft. Der Anteil der Kantonalbanken am Total aller inländischen Kredite betrug Ende 2002 34%. Für ihre Verbindlichkeiten kann der Kanton die vollumfängliche oder teilweise Haftung übernehmen. Die insgesamt 24 Kantonalbanken wiesen Ende 2002 einen Anteil von 14% an der Bilanzsumme aller Banken aus.

**Regionalbanken und Sparkassen:** Die Regionalbanken und Sparkassen (im folgenden kurz «Regionalbanken» genannt) haben oftmals einen ähnlichen Geschäftsbereich wie die Kantonalbanken, jedoch ist ihr geographisches Tätigkeitsgebiet in der Regel kleiner. Ein Grossteil der Regionalbanken ist dem Verband Schweizer Regionalbanken (RBA) angeschlossen. Die RBA-Holding bildet ein Dach über

diese Regionalbanken und stellt den beteiligten Banken verschiedene Dienstleistungen zur Verfügung. Der Anteil der Regionalbanken am Total der Bilanzsumme aller Banken in der Schweiz betrug Ende 2002 4%, während ihr Anteil am inländischen Kreditmarkt bei 10% lag.

**Raiffeisenbanken:** Die Raiffeisenbanken sind im Schweizer Verband der Raiffeisenbanken zusammengeschlossen. Der Verband garantiert alle Verbindlichkeiten seiner Mitgliedsbanken, während diese für den Verband haften. Die Raiffeisen-Gruppe verfügt über eine föderalistische Organisationsstruktur und beruht auf dem Genossenschaftsgedanken. Die rund 1 Mio. Genossenschaftsmitglieder sind durch ihre Anteilscheine Mitbesitzer der Raiffeisenbanken. Die Bilanzsumme der Raiffeisenbanken betrug Ende 2002 4% der Bilanzsumme aller Banken der Schweiz und der Anteil am inländischen Kreditmarkt lag bei 11%.

**Handels- und Börsenbanken:** Die Handelsbanken sind in der Regel Universalbanken, bei denen neben den kommerziellen Krediten an Handel, Industrie und Gewerbe auch die Hypothekaranlagen eine Rolle spielen. Die Börsenbanken sind auf Börsen-, Effekten- und Vermögensverwaltungsgeschäfte spezialisiert. Der Anteil der Handels- und Börsenbanken an der Bilanzsumme aller Banken betrug Ende 2002 5%; der Anteil am inländischen Kreditmarkt lag bei 6%.

**Privatbankiers:** Die Privatbankiers sind schwerpunktmässig im (nicht bilanzwirksamen) Vermögensverwaltungsgeschäft tätig. Ihr Anteil am inländischen Kreditmarkt lag Ende 2002 bei 0,2%, während der Anteil der Bilanzsumme Ende 2002 0,7% der Bilanzsumme aller Banken betrug. Sofern sich die Privatbankiers nicht öffentlich zur Annahme fremder Gelder empfehlen, sind sie im Gegensatz zu den anderen Banken von den gesetzlichen Eigenkapitalvorschriften und der Publikation des Jahresabschlusses befreit. Die Privatbankiers treten als Einzelunternehmen, Kollektiv- oder Kommanditgesellschaften auf und haften daher mit ihrem persönlichen Vermögen.

Weiterführende Informationen und Daten: Die Banken in der Schweiz, SNB (erscheint jährlich).

*Regionalbanken:* Zehn der grössten RBA-Banken unterschrieben eine Poolvereinbarung, um gemeinsame Projekte – u. a. in der Informatik und beim Private Banking – realisieren zu können. Die Luzerner Regiobank, die IRB Interregio Bank und die Valiant Bank fusionierten im Dezember 2002 unter dem gemeinsamen Dach der Valiant Holding, welche damit – gemessen an der Bilanzsumme – zu den 15 grössten Banken der Schweiz zählt. Auch die kleinen und mittleren Regionalbanken haben eine stärkere Kooperation ins Auge gefasst: 32 RBA-Banken gründeten den Vertragskonzern mit Namen Clientis. Geplant ist, dass die Clientis AG 2004 den Betrieb aufnehmen wird. Ausserdem kam es unter mehreren

kleineren Regionalbanken zu Fusionen und Übernahmen.

*Raiffeisen- und Kantonalbanken:* Die Raiffeisen-Gruppe und 8 Kantonalbanken (Appenzell, Freiburg, Glarus, Luzern, Nidwalden, Obwalden, St. Gallen und Thurgau) beschlossen, eine gemeinsame Transaktionsbank zur Wertschriftenabwicklung aufzubauen.

*Privatbankiers:* Die beiden Privatbanken Darier, Hentsch & Cie und Lombard Odier & Cie fusionierten im Sommer 2002 zur Lombard Odier Darier Hentsch & Cie. Die niederländische Rabobank kaufte im vergangenen Jahr einen Anteil von 28% an der Bank Sarasin & Cie AG.

## 3 Finanzmarktinfrastruktur

### 3.1 Einleitung

Eine sichere und effiziente Finanzmarktinfrastruktur ist eine wichtige Voraussetzung für ein stabiles Finanzsystem. Zur Finanzmarktinfrastruktur zählen neben den Börsen insbesondere die Systeme zur Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Geschäften mit Wertschriften und anderen Finanzinstrumenten (anschliessend Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme genannt).

Die Abrechnung und Abwicklung von Zahlungen und Geschäften mit Wertschriften und anderen Finanzinstrumenten birgt verschiedene Risiken in sich (vgl. Box 3). Jene Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme, von denen ein Systemrisiko ausgeht und die daher die Stabilität des Finanzsystems gefährden können, werden als systemisch bedeutsam bezeichnet. Solche Systeme können einerseits im Falle einer schwerwiegenden operationellen Störung die Ursache für weitverbreitete Kredit- oder Liquiditätsprobleme der Teilnehmer sein. Andererseits können sich Kredit- oder Liquiditätsprobleme eines Teilnehmers über ein System auf andere Teilnehmer ausbreiten. Systemisch bedeutsame Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme können somit sowohl Ursache als auch Kanal zur Ausbreitung einer systemischen Krise sein. Das Systemrisiko kann durch verschiedene Massnahmen reduziert werden. Beispielsweise können durch geeignete organisatorische und technische Massnahmen die operationellen Risiken reduziert und die Krisenvorsorge bzw. -resistenz eines Systems verbessert werden. Zudem kann durch geeignete Regeln und Instrumente die Wahrscheinlichkeit einer Ausbreitung von Kredit- oder Liquiditätsproblemen reduziert werden.

Die Festlegung, welche Systeme eine systemische Bedeutung aufweisen, ist keine exakte Wissenschaft. In der Praxis können dafür jedoch verschiedene Kriterien herangezogen werden, insbesondere etwa der Gesamtwert oder die Höhe einzelner über das System abgewickelter Transaktionen, die Art der Transaktionen (z.B. Devisen-, Geld- und Kapitalmarktgeschäfte) oder die Vernetzung des Systems mit anderen Systemen. Aus dem Blickwinkel der SNB ist zudem entscheidend, ob ein System zur Verrechnung oder Abwicklung von Geschäften verwendet wird, die im Zusammenhang mit der Umsetzung der Geldpolitik stehen. Auf Grund dieser Kriterien sind mindestens folgende Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme für das schweizerische Finanzsystem von systemischer Bedeutung: das Zahlungssystem Swiss Interbank Clearing (SIC), das Wertschriftenabwicklungssystem SECOM, das Mehrwährungs-Zahlungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) sowie die zentrale Gegenpartei SIS x-clear. Diese Systeme werden nachfolgend kurz beschrieben und in Bezug auf die ihnen inhärenten Kredit- und Liquiditätsrisiken sowie die operationellen Risiken beurteilt. Anschliessend wird auf zwei regulatorische Entwicklungen eingegangen, die in direktem Zusammenhang mit der Förderung einer sicheren und effizienten Finanzmarktinfrastruktur stehen.

## 3.2 Kredit- und Liquiditätsrisiken

### SIC und SECOM

Das Swiss Interbank Clearing (SIC) ist ein Real-Time Gross Settlement (RTGS)-System mit Wartschlangenmechanismus, das seit 1987 von der Swiss Interbank Clearing AG betrieben wird. Zahlungsinstruktionen werden fortlaufend, einzeln und auf Bruttobasis ausgeführt, jedoch ausschliesslich unter der Bedingung, dass der auftraggebende Teilnehmer über entsprechende Giroguthaben bei der SNB verfügt. Bei ungenügender Deckung wird die Zahlungsinstruktion automatisch in einer Wartedatei pendent gehalten, bis die Deckungsbedingung erfüllt ist. Um das Liquiditätsmanagement zu erleichtern, verfügen die Systemteilnehmer jederzeit über alle relevanten Informationen, insbesondere kennen sie den aktuellen Kontostand und die pendenten Zahlungen. Zudem stellt die SNB den SIC-Teilnehmern eine Fazität für die Beschaffung von Intraday-Liquidität zur Verfügung. Die Intraday-Liquidität wird mittels zinslosen Intraday-Repos gewährt, die über die Handelsplattform Eurex Repo ausgelöst und über SIC bzw. SECOM innert wenigen Sekunden abgewickelt werden können. Eine ausführliche Beschreibung von SIC ist unter [www.snb.ch](http://www.snb.ch) zu finden.

Das Wertschriftenabwicklungssystem SECOM, das von der SIS SegInterSettle AG (SIS) betrieben wird, ist seit 1995 mit dem SIC verbunden. Diese Verbindung ermöglicht es, Wertschriftentransaktionen nach dem Prinzip Lieferung-gegen-Zahlung fortlaufend und auf Bruttobasis abzuwickeln. Dies bedeutet, dass die Lieferung der Wertschriften und die Abwicklung der Geldseite einer Wertschriftentransaktion am Valutatag gleichzeitig stattfinden. Die Abwicklung erfolgt in der Regel drei Tage nach Handelsabschluss. Die Systemteilnehmer sind jederzeit darüber informiert, welche Transaktionen bereits abgewickelt wurden und welche noch pendent sind. Um die Wertschriftenabwicklung zu erleichtern, bietet die SIS den Teilnehmern die Möglichkeit, Wertschriften vorübergehend zu borgen bzw. auszuleihen (Securities Lending and Borrowing). Zusätzliche Informationen über SECOM sind unter [www.sec.sisclear.com](http://www.sec.sisclear.com) erhältlich.

Die Architekturen von SIC und SECOM erlauben eine weitgehende Reduzierung der abwicklungsbedingten Kredit- und Liquiditätsrisiken. Vor allem die Intraday-Finalität, d.h. die fortlaufende und unwiderrufliche Abwicklung von Zahlungen bzw. Wertschriftenlieferungen, führt zu einer Eindämmung der Kredit- und Liquiditätsrisiken. Ein anderes wichtiges Element ist die Abwicklung der Zahlungen in SIC über

die Girokonten der SNB. Die Verwendung von Giroguthaben als Zahlungsmittel hat für die Teilnehmer den Vorteil, dass der Empfänger nach erfolgter Abwicklung einer Zahlung eine Forderung gegenüber der SNB besitzt. Im Gegensatz zu Forderungen gegenüber privatwirtschaftlichen Instituten zeichnen sich Forderungen gegenüber der SNB dadurch aus, dass ihnen keinerlei Kredit- oder Liquiditätsrisiken anhaften, da die SNB ihren Verpflichtungen aufgrund der Möglichkeit, gesetzliche Zahlungsmittel zu schaffen, jederzeit uneingeschränkt nachkommen kann. Aus Sicht der Kreditrisiken besonders bedeutsam ist das Prinzip Lieferung-gegen-Zahlung, das die Eliminierung der Erfüllungsrisiken bei der Wertschriftenabwicklung ermöglicht. Zudem tragen die verschiedenen Instrumente, die den Systemteilnehmern für ihr Liquiditäts- und Wertschriftenmanagement zur Verfügung stehen, zu einer Reduktion der Liquiditätsrisiken bei. Die seit der Betriebsaufnahme beider Systeme gesammelten Erfahrungen deuten klar darauf hin, dass beide Systeme (inkl. deren Verbindung) einen wesentlichen Beitrag zur Eindämmung der systemischen Risiken auf dem Finanzplatz Schweiz leisten und damit zur Stabilität des Finanzsystems beitragen.

### Continuous Linked Settlement

Das globale Mehrwährungs-Zahlungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) ermöglicht seit September 2002 die Abwicklung von Devisentransaktionen nach dem Prinzip Zahlung-gegen-Zahlung. Die Abwicklung der beiden Seiten eines Devisengeschäfts erfolgt durch die gleichzeitige Gutschrift bzw. Belastung der Konten der Handelsparteien bei der CLS Bank. Die CLS Bank verfügt über eine direkte Verbindung zu allen RTGS-Systemen in den Ländern, deren Währung in CLS integriert ist (d.h. Australischer Dollar, Britisches Pfund, Euro, Japanischer Yen, Kanadischer Dollar, Schweizer Franken und US-Dollar). Die direkten Teilnehmer müssen ihren Lieferverpflichtungen in den einzelnen Währungen gegenüber der CLS Bank jeweils zwischen 7 und 12 Uhr mitteleuropäischer Zeit nachkommen. Ende Mai 2003 wickelten [52] direkt an das System angeschlossene Finanzinstitute ihre Devisentransaktionen über CLS ab, darunter auch die drei Schweizer Banken Credit Suisse First Boston, UBS und die Zürcher Kantonalbank. Einige weitere Schweizer Banken wickeln ihre Devisengeschäfte als so genannte Third Parties, d.h. unter Zuhilfenahme der Dienstleistungen eines direkten Teilnehmers, ebenfalls über CLS ab. Unter [www.cls-group.com](http://www.cls-group.com) sind ausführliche Informationen über CLS erhältlich.

Das Prinzip Zahlung-gegen-Zahlung eliminiert die Erfüllungsrisiken bei der Abwicklung von Devisengeschäften. Dadurch leistet CLS einen bedeutenden Beitrag zur Reduktion von systemischen Risiken bei der Abwicklung von Devisentransaktionen und erfüllt eine langjährige Forderung der Zentralbankengemeinschaft. Das Ausmass der Risikoreduktion hängt davon ab, welchen Marktanteil CLS im Verhältnis zum gesamten Devisenmarktvolumen mittel- bis langfristig erreichen wird. Inwiefern CLS auch zu einer Eindämmung der Liquiditätsrisiken beiträgt, ist schwierig zu beurteilen. Für eine Reduzierung der Liquiditätsrisiken sprechen zwei Gründe. Erstens müssen die Teilnehmer gegenüber der CLS Bank in den einzelnen Währungen nur jeweils ihre Nettopositionen einliefern, was insgesamt zu einer starken Abnahme der Liquiditätsbedürfnisse führt. Zweitens verfügt CLS über zugesicherte Liquiditätsfazilitäten, auf die im Falle eines Zahlungsproblems seitens eines Teilnehmers zurückgegriffen werden kann. Für eine Zunahme der Liquiditätsrisiken spricht jedoch, dass die Zahlungsverpflichtungen gegenüber der CLS Bank sehr zeitkritisch sind, d.h. sie müssen von den Teilnehmern fast minutengenau über die RTGS-Systeme eingeliefert werden. Dies stellt hohe Anforderungen an das Liquiditätsmanagement der Banken und bedingt in der Regel Zugang zur Intraday-Liquiditätsfazilität der Zentralbank.<sup>36</sup>

#### SIS x-clear

Mit Verfügung vom 19. März 2003 hat die EBK – im Einvernehmen mit der SNB – der SIS x-clear AG (x-clear) eine Bankbewilligung erteilt. Diese war die regulatorische Voraussetzung dafür, dass x-clear seit dem 5. Mai 2003 als zentrale Gegenpartei für die primär schweizerischen Teilnehmer an der in London niedergelassenen Handelsplattform virt-x fungieren kann. Diese Intermediationsrolle gewährleistet den Handelsteilnehmern Anonymität nach Handelsabschluss und ersetzt die zahlreichen Gegenparteiern jeder Handelsteilnehmer durch ein einziges Gegenparteiernisiko. Zudem garantiert x-clear die Abwicklung, welche auf Wunsch der Teilnehmer auf Nettobasis stattfinden kann. Weitergehende Informationen über x-clear sind unter [www.ccp.sisclear.com](http://www.ccp.sisclear.com) abrufbar.

Die durch x-clear garantierte Abwicklung eliminiert die gegenseitigen Kredit- und Wiederbeschaffungsrisiken unter den Systemteilnehmern und reduziert die Liquiditätsrisiken.<sup>37</sup> Gleichzeitig kommt es bei x-clear selbst jedoch zu einer Konzentration der Kredit-, Liquiditäts- und Wiederbeschaffungsrisiken. Aufgrund dieser Risikokonzentration ist das Risikomanagement von x-clear von zentraler Bedeutung.

Das Risikomanagement besteht aus drei Elementen: einem Mechanismus für die Margenhinterlegung, einem Fonds zur Deckung von Ausfällen (Default Fund) und Eigenmitteln. Diese drei Elemente sollen gewährleisten, dass beim Ausfall eines oder mehrerer Teilnehmer kein Systemrisiko entsteht. Ob das Ausfallrisiko darüber hinaus auch noch durch Abschluss einer Versicherung reduziert werden sollte, wie sie einige ausländische zentrale Gegenparteien kennen, wird die EBK – wiederum im Einvernehmen mit der SNB – nach Auswertung der ersten Erfahrungen nach Abschluss des ersten Semesters der Geschäftstätigkeit von x-clear entscheiden.

Um ihren Lieferungs- und Zahlungsverpflichtungen rechtzeitig nachkommen zu können, muss x-clear ausserdem über genügend Liquidität verfügen, und zwar sowohl auf der Geld- als auch auf der Titelseite. x-clear hinterlegt deshalb bei der SIS SegaInterSettle AG (SIS), die mit dem Liquiditätsmanagement der x-clear betraut ist, Effekten als Sicherheit. Die SIS kann sich mit diesen Effekten entweder bei der SNB (Intraday- oder Overnight-Repós) oder bei anderen Finanzinstituten die notwendige monetäre Liquidität beschaffen. Auf der Titelseite besteht die Möglichkeit, dass temporäre Engpässe mittels Wertpapierausleihe überbrückt werden.

Die EBK hat der x-clear angesichts ihrer besonderen Geschäftstätigkeit im Einvernehmen mit der SNB gewisse Erleichterungen von bankaufsichtsrechtlichen Bestimmungen (Liquiditäts-, Eigenmittel- und Risikoverteilungsvorschriften) gewährt. Da weder die EBK noch die SNB über praktische Erfahrungen in der Aufsicht bzw. Überwachung einer zentralen Gegenpartei verfügen und die auf das gewöhnliche Bankgeschäft zugeschnittenen Melde- und Berichterstattungspflichten im Falle von x-clear nicht genügen, wurde diese durch die Aufsichtsbehörde einem besonderen, zeitnahen und risikogerechten Reportingsystem unterstellt. Zudem hat die x-clear die beiden Behörden sofort zu benachrichtigen, falls das kumulierte Risiko ihrer beiden grössten Teilnehmer zu irgendeinem Zeitpunkt die aktuelle Höhe des Default Fund überschreiten sollte. Das Sekretariat der EBK und die SNB werden die eingehenden Daten über die Geschäftstätigkeit der x-clear auswerten und nötigenfalls auch Prüfungen vor Ort durchführen. Insgesamt wird erst die praktische Erfahrung eine vertiefte Beurteilung des Risikomanagements von x-clear erlauben. Die Überwachungsbehörden werden das angewandte Modell deshalb laufend überprüfen und allenfalls entsprechende Anpassungen verlangen.

36 Die meisten nicht-schweizerischen CLS-Teilnehmer benutzen für ihre Einzahlungen in Franken eine der beiden Schweizer Grossbanken als Korrespondenzbank. Eine Ausnahme sind die Bank of America, die Citibank und die HSBC Bank, welche ihre Franken-Verpflichtungen über ihre Tochtergesellschaften in der Schweiz abwickeln.

37 Die Liquiditätsrisiken werden nicht vollständig eliminiert, da x-clear die Abwicklung nicht am Valutatag garantieren kann.

### 3.3 Operationelle Risiken

In den letzten Jahren haben die Betreiber, Teilnehmer und Überwachungsbehörden von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen ihr Augenmerk verstärkt auf Massnahmen gerichtet, welche die operationelle Zuverlässigkeit der Systeme erhöhen oder die Krisenvorsorge und -resistenz verbessern. Grund dafür ist einerseits die Erkenntnis, dass die Anforderungen an die operationelle Sicherheit in einer zunehmend globalen und vernetzten Finanzmarktinfrastruktur gestiegen sind. Andererseits haben einige durch operationelle Störungen ausgelöste Krisen deutlich vor Augen geführt, wie verletzlich die technische Integrität der einzelnen Elemente der Finanzmarktinfrastruktur ist und welche weitreichenden Konsequenzen betriebliche Störungen für die Stabilität eines Finanzplatzes haben können.

Operationelle Probleme können entweder bei einem zur Finanzmarktinfrastruktur gehörenden Element selbst begründet liegen oder aber externe Ursachen haben, wie beispielsweise Naturkatastrophen oder mutwillige Sabotageakte. Ein Beispiel für eine extern verursachte operationelle Störung sind die Terroranschläge in New York vom 11. September 2001. Wichtige Komponenten der lokalen Finanzmarktinfrastruktur mussten vorübergehend ihren Betrieb einstellen und sorgten damit bei gewissen Finanzmarktteilnehmern für Liquiditätsengpässe und Störungen auf den Wertschriftenmärkten. Gemessen am gesamten Ausmass der Ereignisse stellten sich die meisten Systeme jedoch als erstaunlich krisenresistent heraus und die Erschütterung der Finanzmärkte war relativ klein. Die Ereignisse vom 11. September 2001 zeigten aber deutlich die grosse Bedeutung von vorhandenen und intakten alternativen Verfahren zur Aufrechterhaltung der Abwicklungssysteme im Falle einer Beeinträchtigung von einem oder mehreren Elementen der Finanzmarktinfrastruktur.

Ein Beispiel für eine Störung, welche innerhalb eines Systems selbst kreierte wurde, ist der durch einen Hardware-Fehler bedingte Ausfall des SIC am 17. Juni 2002. Der Fehler war dergestalt, dass auch ein Ausweichen auf das Ausweichsystem unmöglich war und das gesamte System deshalb für mehrere Stunden ausser Betrieb gesetzt werden musste. Diese technische Störung führte nicht nur dazu, dass sich die SIC-Teilnehmer untereinander keine Zahlungen mehr überweisen konnten. Aufgrund der zentralen Stellung von SIC in der schweizerischen Finanzmarktinfrastruktur wurde auch die Abwicklung von Wertschriftengeschäften im SECOM und der Bezug bzw.

die Rückzahlung von Intraday-Liquidität verunmöglicht.

Die erwähnten Beispiele zeigen auf, dass der Kontrolle der operationellen Risiken aufgrund der wachsenden globalen Interdependenz der Finanzmärkte und der gestiegenen Komplexität der Abwicklungsvorgänge mehr Aufmerksamkeit geschenkt werden muss. Dabei können zwei Arten von Massnahmen unterschieden werden. Erstens kann durch geeignete *ex ante* Massnahmen die Zuverlässigkeit der Finanzmarktinfrastruktur erhöht und somit die Wahrscheinlichkeit einer durch operationelle Probleme verursachten Krise reduziert werden. Zweitens müssen für den Fall, dass trotz allen Vorkehrungen eine betriebliche Störung eintritt, entsprechende organisatorische und technische Massnahmen im Bereich der Krisenvorsorge und -resistenz getroffen werden, um den Systembetrieb auch im Krisenfall aufrecht erhalten bzw. innert sehr kurzer Zeit wieder aufnehmen zu können. Dazu bedarf es insbesondere geeigneter und regelmässig getesteter Verfahrensregeln und Ausweichsysteme, und zwar sowohl beim Systembetreiber als auch bei den Teilnehmern. Die für die einzelnen Systeme vorgesehenen Massnahmen müssen sorgfältig aufeinander abgestimmt werden, d.h. es sind system- und infrastrukturübergreifende Lösungen notwendig, um Inkonsistenzen zu vermeiden und die Krisenresistenz des Finanzsystems zu gewährleisten.

In der Schweiz wurden in den vergangenen Jahren verschiedene Massnahmen ergriffen, die sowohl die Zuverlässigkeit als auch die Krisenvorsorge und -resistenz der einzelnen Systeme sowie deren Zusammenspiel verbessern sollen. Insbesondere der Betreiber von SIC nahm aufgrund des Ausfalls kurzfristig verschiedene technische Anpassungen vor, die einen ähnlichen Störfall in Zukunft verhindern sollen. Zudem werden zurzeit verschiedene organisatorische und technische Massnahmen ausgearbeitet und geprüft, welche die heute noch vorhandenen Schwachstellen mittel- bis langfristig eliminieren werden. Durch diese Massnahmen wird sich die Zuverlässigkeit des Systembetriebs weiter erhöhen. Ferner wurden im Vorfeld der Einführung von CLS verschiedene Vorkehrungen getroffen, die den direkten Teilnehmern von CLS auch im Krisenfall erlauben, Intraday-Liquidität von der SNB zu beziehen und ihre zeitkritischen Zahlungen an die CLS Bank rechtzeitig vorzunehmen. Neben einigen technischen Anpassungen bei den beteiligten Systemen bedurfte es dazu insbesondere verschiedener organisatorischer Massnahmen, welche im Krisenfall die rasche Handlungsfähigkeit der Systembetreiber, der Teilnehmer als auch der SNB gewährleisten.

### 3.4 Regulatorische Entwicklungen

Die Sicherheit und die Effizienz von systemisch bedeutsamen Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen ist ein wichtiges Ziel der Regulierungsbehörden. Die zunehmende Bedeutung, die diesem Ziel im Rahmen der Bestrebungen zur Förderung der Stabilität des Finanzsystems zukommt, widerspiegelt sich in verschiedenen regulatorischen Entwicklungen. Einerseits findet eine zunehmende Verbreitung von international anerkannten Standards statt, die an Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme bzw. deren Betreiber verschiedene Anforderungen stellen. Andererseits wurde die Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen in den letzten Jahren in verschiedenen Ländern auf eine formelle gesetzliche Grundlage gestellt. Auch das neue Nationalbankgesetz wird die Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen explizit als eine der Aufgaben der SNB aufzuführen.

#### **Zunehmende Verbreitung internationaler Standards**

Das Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich veröffentlichte im Jahr 2000 zehn Grundprinzipien für systemisch bedeutsame Zahlungssysteme ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Im Jahr 2001 veröffentlichte das CPSS gemeinsam mit der International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) 19 Empfehlungen für Effektenabwicklungssysteme ([www.bis.org](http://www.bis.org)). Beide Standards enthalten Mindestanforderungen. Sie richten sich an alle Finanzmärkte und werden vom Internationalen Währungsfonds und der Weltbank bei ihren länderspezifischen Beurteilungen der regulatorischen Rahmenbedingungen und der Krisenresistenz des Finanzsektors regelmässig verwendet.

Die Grundprinzipien für systemisch bedeutsame Zahlungssysteme beinhalten neben der Forderung nach einer soliden Rechtsgrundlage für das System verschiedene Anforderungen in Bezug auf die Regeln und Verfahren des Systems, die eine Begrenzung der Kredit- und Liquiditätsrisiken bezwecken. Zudem empfehlen sie die Verwendung von Zentralbankgeld als Zahlungsmittel und betonen die Bedeutung der operationellen Zuverlässigkeit des Systems und adäquater Massnahmen im Bereich der Krisenvorsorge und -resistenz. Ferner fordern die Grundprinzipien einen gerechten und offenen Zugang zum System sowie eine effiziente, rechenschaftspflichtige und transparente Führungs- und Verwaltungsstruktur.

Die Empfehlungen für Effektenabwicklungssysteme beschäftigen sich ebenfalls mit den Abrechnungs- und Abwicklungsrisiken, den rechtlichen und operationellen Risiken der Wertschriftenabwicklung sowie mit der Führungs- und Verwaltungsstruktur der Systembetreiber. Zusätzlich sind einige für die Abwicklung von Wertschriften spezifische Empfehlungen aufgeführt. Beispielsweise sollte die Errichtung einer zentralen Gegenpartei in Betracht gezogen und die Wertschriftenleihe und -ausleihe gefördert werden. Die Abwicklung eines Geschäfts sollte spätestens drei Tage nach Handelsabschluss erfolgen, und zwar gemäss dem Prinzip Lieferung-gegen-Zahlung.

Als Ergänzung zu den CPSS-IOSCO-Empfehlungen veröffentlichte die Group of Thirty (G-30), ein internationales Gremium mit Vertretern aus der Privatwirtschaft, dem öffentlichen Sektor und der akademischen Forschung, im Jahr 2003 den Bericht «Global Clearing and Settlement: A Plan of Action» ([www.group30.org](http://www.group30.org)). Dieser Bericht enthält 20 Empfehlungen, die sich als «best practices» an die Finanzmärkte der wirtschaftlich hochentwickelten Länder richten. Die Empfehlungen zielen darauf ab, die vorhandenen Ineffizienzen und Risiken bei der Abwicklung von grenzüberschreitenden Wertschriftengeschäften zu reduzieren. Neben den Empfehlungen enthält der Bericht konkrete Vorschläge, wie diese Ziele durch entsprechende Massnahmen der Marktteilnehmer, der Dienstleistungserbringer und des öffentlichen Sektors in einem Horizont von fünf bis sieben Jahren erreicht werden sollen.

### Das neue Nationalbankgesetz

Das neue Nationalbankgesetz, über welches gegenwärtig im Parlament beraten wird, sieht vor, die SNB explizit mit der Überwachung von Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen zu beauftragen. Zur Überwachung zählt die SNB alle ihre Bestrebungen, die Regeln und die Architektur eines Zahlungs- oder Effektenabwicklungssystems zu beeinflussen. Besonders Augenmerk wird die SNB auf systemisch bedeutsame Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme richten.

Vorgesehen ist ein dreistufiger Überwachungsansatz. In einer ersten Stufe werden die Betreiber von Zahlungssystemen einer statistischen Auskunftspflicht unterstellt. Diese Angaben ermöglichen es, kleinere Zahlungssysteme von vornherein von einer genaueren Überwachung auszuklammern. Die zweite Stufe besteht aus einer erweiterten Offenlegungspflicht für Effektenabwicklungssysteme sowie jene Zahlungssysteme, bei denen aufgrund des Gesamtwerts der abgewickelten Transaktionen ein Systemrisiko nicht a priori ausgeschlossen werden kann. Umfassende Informationen über solche Systeme sind notwendig, damit die SNB beurteilen kann, ob ein für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsames System vorliegt. Schliesslich kann die SNB an Systeme, von denen Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ausgehen können, qualitative Mindestanforderungen stellen. Diese Mindestanforderungen werden sich eng an international anerkannte Standards anlehnen.

## Risiken in Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen Box 3:

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unterscheidet folgende Risikoarten, die in Zahlungs- und Effektenabwicklungssystemen auftreten können:

*Kreditrisiko:* das Risiko, dass eine Partei im System ihren finanziellen Verpflichtungen weder zum Fälligkeitstermin noch zu einem künftigen Zeitpunkt in vollem Umfang nachkommen kann.

*Erfüllungsrisiko* (spezielle Form des Kreditrisiko): das Risiko, dass eine Partei im System ihren finanziellen Verpflichtungen aus einem Wertschriften- oder Devisengeschäft weder zum Fälligkeitstermin noch zu einem späteren Zeitpunkt in vollem Umfang nachkommen kann, während die andere Partei ihre Verpflichtung rechtzeitig erfüllt.

*Liquiditätsrisiko:* das Risiko, dass eine Partei im System finanzielle Verpflichtungen zum Fälligkeitstermin nicht vollständig begleichen kann, aber möglicherweise zu einem späteren Zeitpunkt.

*Wiederbeschaffungsrisiko:* das Risiko, dass eine Partei eine Forderung am Fälligkeitstag von der Gegenpartei nicht erhält. Ein solcher Ausfall kann für die solvente Partei zur Folge haben, dass eine ungedeckte Marktposition unerfüllt bleibt oder dass sie mögliche Gewinne aus dem Geschäft nicht realisieren kann. Der daraus erwachsende Risikobetrag entspricht den Kosten des erneuten Abschlusses des ursprünglichen Vertrags zum aktuellen Marktpreis.

*Rechtsrisiko:* das Risiko, dass eine mangelhafte Rechtsgrundlage oder Rechtsunsicherheiten Kredit- oder Liquiditätsrisiken verursachen oder verschärfen.

*Operationelles Risiko:* das Risiko, dass betriebliche Faktoren wie technische Störungen oder menschliches Versagen Kredit- oder Liquiditätsrisiken verursachen oder verschärfen.

*Systemrisiko:* das Risiko, dass die Unfähigkeit eines Teilnehmers, seinen Verpflichtungen nachzukommen, oder eine Störung im System selbst, dazu führt, dass auch andere Systemteilnehmer oder Finanzinstitute in anderen Bereichen des Finanzsystems nicht mehr in der Lage sind, ihre Verpflichtungen bei Fälligkeit zu erfüllen. Ein solches Versagen kann weitverbreitete Liquiditäts- oder Kreditprobleme auslösen und damit die Stabilität des Finanzsystems oder sogar der gesamten Wirtschaft gefährden.

# **Goldstandard, Deflation und Depression: Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise**

von Mathias Zurlinden,  
Forschung, Schweizerische Nationalbank

Die Grosse Depression der 1930er-Jahre war die grösste Krise der Weltwirtschaft im 20. Jahrhundert. Die Zentren der Krise lagen in den USA und in Deutschland, aber kein Land, das in die Weltwirtschaft integriert war, blieb verschont. In der Schweiz sank die Industrieproduktion von 1929 bis 1932 um 20% und ausser in den Jahren 1937 und 1939 blieb sie bis zum Ende des Jahrzehnts (und bis nach dem Zweiten Weltkrieg) unter dem Stand von 1929. Es überrascht deshalb nicht, dass die Sorge, die Grosse Depression könnte sich wiederholen, die Menschen bis heute beschäftigt.

Die Weltwirtschaft der Zwischenkriegszeit wurde durch die Entwicklung in den USA, in Deutschland, Grossbritannien und Frankreich geprägt. Der Grossteil der Literatur zur Grossen Depression konzentriert sich daher auf diese vier Länder. An erster Stelle sind die USA zu nennen, wo die von Friedman und Schwartz (1963) ausgelöste Diskussion zur Rolle der amerikanischen Geldpolitik lange Zeit das Feld beherrschte (siehe Brunner, 1981; Temin, 1978). In den letzten zwanzig Jahren wandte sich die Forschung aber vermehrt komparativen Studien zu, welche die Entwicklung in einer grossen Zahl von Ländern miteinander vergleichen. Bernanke (1995) sieht in diesem Wandel vor allem zwei Vorteile. Erstens war die Grosse Depression ein weltweites Ereignis, so dass sie auch in einem internationalen Rahmen behandelt werden sollte, und zweitens verbessert die komparative Behandlung von zwanzig oder dreissig Ländern die Aussichten, die Ursachen und Wirkungen (im ökonomischen Sinne) korrekt zu identifizieren.

Obwohl die Grosse Depression auch für die Schweiz ein einschneidendes Ereignis war, ist die Zahl makroökonomischer Untersuchungen, die mit Schweizer Daten arbeiten, klein geblieben. Dies gilt sowohl für die traditionellen Länderstudien, von denen es für die Schweiz nur wenige gibt (Kneschaurek, 1952; Rutz, 1970; Weber, 1983; Faber, 1997), als auch für die komparativen Studien der letzten Jahre, welche die Schweiz oft weglassen. In beiden Fällen liegt der Grund vor allem in der schwachen Datenlage, welche die Möglichkeiten für empirische Analysen stark einschränkt. So gibt es beispielsweise für das schweizerische Sozialprodukt der 1930er-Jahre weder eine Gliederung nach der Verwendungsseite noch geeignete Deflatoren.

Die verfügbaren Daten reichen indessen fraglos aus, um die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft nachzuzeichnen. Dies ist der Ausgangspunkt der vorliegenden Darstellung. Sie ist bewusst datenorientiert und macht intensiv von Grafiken und Tabellen Gebrauch. Ausserdem ist sie darum bemüht, den schweizerischen Fall in den internationalen Zusammenhang zu stellen. Nur am Rande erörtert wer-

den Einzelheiten der schweizerischen Wirtschaftspolitik. Darüber gibt es die umfassende Arbeit von Rutz (1970). Weitgehend weggelassen wird auch die zeitgenössische wirtschaftspolitische Auseinandersetzung. Diese ist von Müller (2000) behandelt worden.

Es besteht heute weitgehende Einigkeit darüber, dass die Weltwirtschaftskrise nicht auf eine einzelne Ursache zurückgeführt werden kann. Der Kurssturz an den Aktienmärkten, Probleme im Bankensektor und der wachsende Handelsprotektionismus spielten alle eine Rolle. Besonders hervorzuheben sind aber die monetären Faktoren und dabei vor allem die Rolle des internationalen Goldstandards. Die festen Wechselkurse des Goldstandards verbreiteten die Deflation weltweit und das Festhalten der Zentralbanken an den Goldparitäten trug massgeblich dazu bei, dass eine zunächst noch normale Rezession in die Grosse Depression mündete. Cassel (1936) und Hawtrey (1939) vertraten solche Auffassungen bereits in den 1930er-Jahren. Weitgehend durchgesetzt haben sie sich aber erst in den letzten zwanzig Jahren mit den vergleichenden Studien von Choudhri und Kochin (1980), Eichengreen und Sachs (1985) und Bernanke und James (1991), sowie den Synthesen von Temin (1989), Eichengreen (1992, 2002) und Bernanke (1995).

Die internationale monetäre Sicht der Grossen Depression bildet den Rahmen dieses Aufsatzes. Im ersten Teil wird der globale Hintergrund und das Zusammenspiel zwischen Goldstandard, Deflation und Depression behandelt. Anschliessend wird im zweiten Teil die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft zwischen 1929 und 1937 dargestellt. Wir betrachten neben den wichtigsten Indikatoren der Wirtschaftsaktivität und der Preisentwicklung vor allem die Zinssätze und Wechselkurse, die Geldaggregate und deren Bestimmungsfaktoren sowie die Schwierigkeiten im Bankensektor. Der dritte Teil enthält Schlussbemerkungen und fasst die von den Zentralbanken aus der Grossen Depression gezogenen Lehren kurz zusammen.

# 1 Die Weltwirtschaftskrise

Der erste Teil beschäftigt sich mit dem Hintergrund, vor dem sich die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft abspielte. Die weltweite Deflation und Depression wird anhand einiger wichtiger Indikatoren illustriert und der Zusammenhang zwischen Deflation und Depression dargelegt. Anschliessend wird die Funktionsweise des Goldstandards erklärt und begründet, weshalb vom Goldstandard ein deflationärer Druck auf die Weltwirtschaft ausging. Schliesslich wird der schrittweise Zusammenbruch des Goldstandards nachgezeichnet, der die Grundlage für die Erholung der Weltwirtschaft schuf.

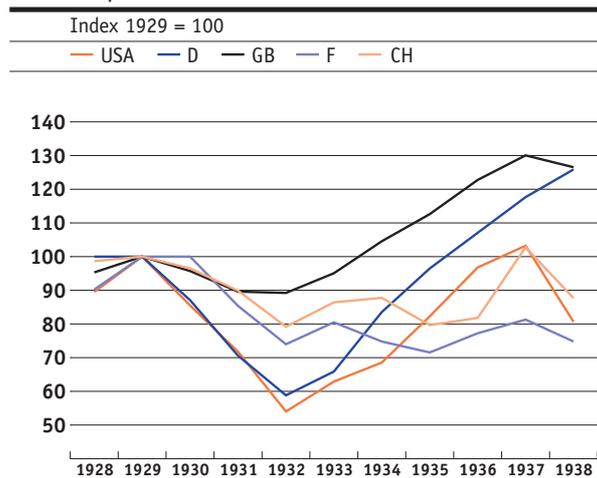
Der Akzent liegt auf wenigen wichtigen Punkten. Viele Aspekte, die für ein vertieftes Verständnis der Grossen Depression nützlich sind, werden nicht behandelt. Dazu gehört vor allem die Vorgeschichte der Grossen Depression, die bis zum Ersten Weltkrieg zurückreicht und so wichtige Ereignisse umfasst wie die Hyperinflation in Deutschland und anderen Ländern, die weltweite Agrarkrise und der Streit um deutsche Reparationen und alliierte Kriegsschulden. Ausführliche Darstellungen, welche die Grosse Depression in die Wirtschaftsgeschichte der Zwischenkriegszeit integrieren, geben Eichengreen (1992) und Feinstein, Temin und Toniolo (1997).

## 1.1 Deflation und Depression

Grafik 1 zeigt die Entwicklung der Industrieproduktion in den vier grössten Volkswirtschaften (USA, Deutschland, Grossbritannien, Frankreich) und in der Schweiz von 1928 bis 1938.<sup>1</sup> Aus den Jahresdaten geht hervor, dass die Industrieproduktion ihren Höhepunkt in den USA, Deutschland, Grossbritannien und der Schweiz im Jahre 1929 erreichte. Nur in Frankreich verharnte sie noch 1930 auf dem Niveau von 1929, bevor sie auch dort zu fallen begann. Der Tiefpunkt fiel in den meisten Ländern auf das Jahr 1932; anschliessend begann sich die Situation zu verbessern. Die Schweiz erlebte allerdings ähnlich wie Frankreich nur eine kurzlebige Erholung und musste 1935 und 1936 einen neuen Rückschlag einstecken.

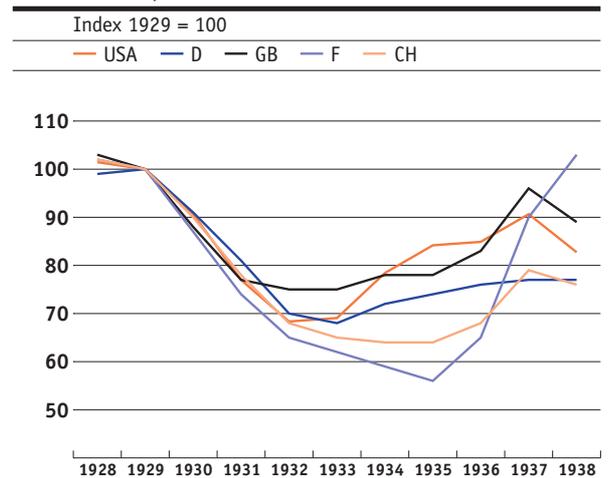
Gemessen an den Jahresdaten war der Rückgang der Industrieproduktion in den USA (1929–32: –46%) sowie Deutschland (1929–32: –41%) am stärksten und in Grossbritannien am schwächsten (1929–32: –11%). Frankreich (1930–35: –28%) und die Schweiz (1929–32: –21%) lagen dazwischen. Die Grafik deutet ausserdem an, dass die Weltwirtschaft im Jahre 1937 wieder ungefähr auf dem Niveau von 1929 produzierte und 1938 bereits wieder ein Rezessionsjahr war. Dies liefert uns die zeitliche Abgrenzung der Grossen Depression, die wir in diesem Aufsatz verwenden: 1929–1937.<sup>2</sup>

Industrieproduktion Grafik 1



1 Die Quellen zu den in den Grafiken und Tabellen verwendeten Daten sind im Anhang wiedergegeben.

Grosshandelspreise Grafik 2



2 In der Literatur wird das Ende der Grossen Depression nicht einheitlich datiert. Die Unterschiede ergeben sich vor allem daraus, dass die Erholung in den verschiedenen Ländern nicht gleichzeitig einsetzt und nicht gleich schnell verläuft. Ausserdem stellen einige

Autoren auf trendbereinigte Daten ab oder auf einen anderen Indikator der Wirtschaftstätigkeit als die Industrieproduktion.

Zu den bekanntesten Merkmalen der Grossen Depression zählt der in den ersten Jahren registrierte massive Preiszerfall. Grafik 2 zeigt die Entwicklung der Grosshandelspreise der gleichen fünf Länder wie Grafik 1. Daraus geht hervor, dass die Preise zwar schon 1929 unter Druck standen, ab 1930 aber beschleunigt zurückgingen. Bis 1931 fielen sie in allen Ländern nahezu gleich stark, was mit den festen Wechselkursen des Goldstandards erklärt werden kann. Anschliessend fächerte sich die Entwicklung auf: Während sich die Preise zunächst in Grossbritannien, dann auch in den USA und Deutschland stabilisierten und bald darauf zu erholen begannen, standen sie in Frankreich und der Schweiz noch weitere drei Jahre unter Druck. Gemäss den in Grafik 2 verwendeten Jahresdaten bewegte sich der ab 1929 registrierte maximale Rückgang zwischen 25% (Grossbritannien, 1929–32) und 44% (Frankreich, 1929–35). In der Schweiz betrug er 36% (1929–35).

Die Wirtschaftsgeschichte liefert zwar verschiedene Beispiele dafür, dass eine mässige Deflation mit einem positiven Wirtschaftswachstum einhergehen kann. Eine starke Deflation wie in den 1930er-Jahren war aber so gut wie immer mit einem Rückgang der Produktion und der Beschäftigung verbunden. Man kann verschiedene Wirkungskanäle unterscheiden, über die eine Deflation die Produktion und die Beschäftigung beeinträchtigen kann. In der Grossen Depression dürften vor allem drei eine Rolle gespielt haben (Bernanke und James, 1991; Bernanke, 1995):

Der erste Kanal führt über die relative Starrheit der Nominallöhne. Wenn die Nominallöhne nicht mit dem fallenden Preisniveau Schritt halten, steigen die Reallöhne. Reallöhne, die über das hinausgehen, was auf Produktivitätsfortschritten basiert, reduzieren die Nachfrage nach Arbeitskräften und verteuern die Produktion. Die Daten zeigen, dass die Reallöhne in der Grossen Depression mit der Ausnahme Deutschlands in allen grossen Ländern stiegen. Ausserdem gibt es eine starke inverse Beziehung zwischen den Reallöhnen und der Industrieproduktion und zwar sowohl im Zeitablauf als auch im internationalen Vergleich (siehe Eichengreen und Sachs, 1985; Bernanke und Carey, 1996).

Der zweite Kanal verläuft über den Realzins, der als Nominalzins abzüglich die erwartete Inflation definiert ist. Inflationserwartungen können nicht direkt beobachtet werden und müssen deshalb geschätzt werden. In einer Untersuchung für die USA kommt Hamilton (1992) zum Ergebnis, dass die Deflation die Märkte zwar zunächst überraschte, nach etwa einem Jahr aber ein wesentlicher Teil der Defla-

tion erwartet wurde. Da die Realzinsen im Ausmass der Deflationserwartungen über den Nominalzinsen liegen, deutet dies darauf hin, dass sich die Realzinsen zu Beginn der 1930er-Jahre auf einem hohen Niveau bewegten.

Ein dritter Kanal, über den die Deflation die Produktion reduziert, läuft über die Vermögensbilanz der Schuldner. Ein unerwarteter Rückgang des Preisniveaus erhöht den realen Wert aller Nominalschulden. Damit steigt die Gefahr, dass Kredite nicht zurückbezahlt werden können. Die Gläubiger reagieren mit einer Reduktion des Kreditangebots, so dass weniger Investitions- und Konsumvorhaben realisiert werden können. Dieser Mechanismus wurde zuerst von Irving Fisher (1933) beschrieben. Durch das Aufkommen mikroökonomischer Modelle unvollkommener Kreditmärkte erfuhr er in den letzten Jahren eine Renaissance.<sup>3</sup>

Im Modell von Bernanke, Gertler und Gilchrist (1996) besteht die Unvollkommenheit des Kreditmarktes darin, dass die Gläubiger nicht in der Lage sind, sich kostenlos über die Aktivitäten und Charakteristiken der Schuldner zu informieren (*agency cost*). Aus diesem Grund kostet die Eigenfinanzierung oder eine durch Sicherheiten gedeckte Fremdfinanzierung weniger als eine Fremdfinanzierung ohne Sicherheiten. Die Prämie variiert mit dem Vermögen (*net worth*) des Schuldners, das als Summe aus den liquiden und den als Sicherheiten verwendbaren illiquiden Vermögenswerten nach Abzug der Schulden definiert ist. Reduziert die Deflation das Vermögen des Schuldners, so steigen damit die Kosten der Finanzierung. Einige Projekte, die sonst zur Ausführung gelangt wären, werden nicht mehr realisiert. Produktion und Beschäftigung sinken.<sup>4</sup>

3 Verschiedene empirische Anwendungen dieses Ansatzes auf die Grosse Depression werden von Calomiris (1993) diskutiert.

4 Vom hier beschriebenen Kreditkanal, der von den Wirkungen der Deflation auf die Bilanzen der Firmen und Haushalte ausgeht, kann ein zweiter Kreditkanal unterschieden werden, der von den Wirkungen der Deflation auf die

Bilanzen der Banken ausgeht. Wenn sich die Qualität der Bankbilanzen verschlechtert, werden diese ihre Kredite verteuern bzw. ihre Kreditfähigkeit einschränken. Da Bankkredite für viele Firmen und Haushalte die einzige Quelle der Fremdfinanzierung darstellen, kann dieser zweite Kreditkanal den ersten überlagern und verstärken.

## 1.2 Die deflationäre Wirkung des Goldstandards

Wo liegen nun die Ursachen der Deflation? Zu den üblichen Verdächtigen zählt das Geldangebot. Ein Rückgang des Geldangebots führt, unter sonst gleichen Bedingungen, zu einem Rückgang des Preisniveaus. Tatsächlich deuten die Daten darauf hin, dass die Weltgeldmenge in den ersten Jahren der Grossen Depression sank (Bernanke und Mihov, 2000). Damit stellt sich die Frage nach dem damals herrschenden monetären Regime, dem internationalen Goldstandard.

Der internationale Goldstandard war 1914, d. h. zu Beginn des Ersten Weltkriegs, zusammengebrochen und wurde zwischen 1922 und 1927 wieder aufgebaut. Vor 1914 hatte der internationale Goldstandard während rund 40 Jahren ziemlich gut funktioniert. Seine Wiederherstellung war deshalb mit der Hoffnung verbunden, dass die Weltwirtschaft nach dem Chaos der ersten Nachkriegsjahre zu stabileren Verhältnissen zurückfinden werde. Von den grossen Ländern waren nur die USA ohne Unterbrechung beim Goldstandard geblieben. Deutschland, Grossbritannien und Frankreich banden ihre Währungen de facto 1923, 1925 bzw. 1926 wieder ans Gold. Die Schweiz tat dies 1924 (de jure 1930). Nur wenige Länder kehrten zur Vorkriegsparität zurück (Dänemark, Grossbritannien, Niederlande, Norwegen, Schweden, Schweiz). In den anderen Ländern war der seit 1914 erfolgte Anstieg des Preisniveaus so stark, dass sie ihre Währungen auf einem mehr oder weniger abgewerteten Niveau in den Goldstandard zurückführten.

Die Grundidee eines internationalen Goldstandards besteht darin, dass jedes Land sich dazu verpflichtet, Gold zu einem festen Preis gegen eigene Währung zu kaufen und zu verkaufen. Damit hält es den Goldpreis und indirekt auch die Wechselkurse zu den anderen Währungen stabil. Bei einem Ungleichgewicht zwischen zwei Ländern wirken Goldzu- und -abflüsse als Stabilisator. Falls ein Land beispielsweise ein über dem Potenzial liegendes Wirtschaftswachstum und steigende Preise aufweist, so verschlechtert sich die Ertragsbilanz dieses Landes und Gold fliesst ins Ausland ab. Als Folge davon sinkt auch die Geldmenge, was die Zinssätze erhöht und Druck auf die Produktion und die Preise auslöst. Im Ausland hingegen steigt mit den Goldzuflüssen die Geldmenge, so dass dort die Produktion und die Preise anziehen. Der Goldmechanismus sorgt also automatisch dafür, dass die Stabilität wiederhergestellt wird.<sup>5</sup>

In der Wirklichkeit funktionierte der Goldstandard nicht ganz so einfach und elegant wie hier beschrieben. Ein Hauptunterschied lag darin, dass sich die Goldbewegungen nicht automatisch in entsprechenden Bewegungen der Geldmengen niederschlagen mussten. Damit war es möglich, dass sich die Weltgeldmenge in den ersten Jahren der Grossen Depression schwächer entwickelte als der Goldbestand der Zentralbanken. Drei Faktoren waren dafür ausschlaggebend:

Erstens schlossen die Währungsreserven der meisten Ländern nicht nur Gold, sondern auch Devisen ein.<sup>6</sup> Diese Devisen – vor allem amerikanische Dollar, britische Pfund, französische Franken – konnten bei den Zentralbanken der betreffenden Ausgabländer jederzeit in Gold umgetauscht werden. Solange die Goldparitäten auf Vertrauen stiessen, war diese Lösung für alle Beteiligten vorteilhaft. Die Zentralbank, die Devisen hielt, konnte darauf einen Zinsertrag erzielen und der internationale Goldstandard war imstande, mit einer verhältnismässig kleinen Goldreserve in den Ausgabländern zu funktionieren. Als der Glaube in die Goldparitäten jedoch zu schwinden begann, tauschten die Zentralbanken ihre Devisen in Gold um. Der daraus resultierende Rückgang des Anteils der Devisen an den weltweit gehaltenen Währungsreserven war beträchtlich. Gemäss Daten aus 24 Ländern sank er von 42% Ende 1928 auf 35% Ende 1930 und 8% Ende 1932 (siehe Nurske, 1944, S. 235). Die Folge war, dass sich die Währungsreserven schwächer entwickelten als der Goldbestand der Zentralbanken.

Zweitens hielten alle Zentralbanken neben den Währungsreserven auch inländische Vermögenswerte (Diskont- und Lombardkredite, Wertschriften). Sie hatten somit die Möglichkeit, die Auswirkungen von Gold- oder Devisenbewegungen auf die monetäre Basis oder Notenbankgeldmenge durch kompensierende Bewegungen im Bestand der inländischen Vermögenswerte zu sterilisieren. Allerdings waren die Möglichkeiten für Überschuss- und Defizitländer ungleich. Ein Defizitland, das fortgesetzt Gold verlor, war über kurz oder lang zu einer Reduktion der Geldmenge gezwungen. Für ein Überschussland, das Goldzuflüsse hatte, gab es hingegen keinen entsprechenden Zwang, die Geldmenge steigen zu lassen. Diese Asymmetrie ist das Hauptargument für die gängige Auffassung, dass ein Goldstandard tendenziell deflationär wirkt. In unserem Zusammenhang ist vor allem das Verhalten der französischen und amerikanischen Währungsbehörden von Interesse. Beide hatten in den entscheidenden Jahren starke Goldzuflüsse und

<sup>5</sup> Siehe Niehans (1978) für eine analytische Darstellung des Goldstandards und Eichengreen (1992) oder Hawtrey (1939) für die institutionellen und praktischen Einzelheiten.

<sup>6</sup> Der Goldstandard der Zwischenkriegszeit wird deshalb auch als Gold-Devisen-Standard bezeichnet. Zwar hielten die Zentralbanken auch vor dem Ersten Weltkrieg schon Devisen als Währungsreserven, doch war deren Anteil damals kleiner.

beide sterilisierten die Auswirkungen dieser Goldzuflüsse auf die Notenbankgeldmenge durch einen Abbau des Bestandes an inländischen Vermögenswerten (siehe Hamilton, 1987). Die Gründe waren unterschiedlich. Frankreich befürchtete eine Zunahme der Inflation und wollte dies verhindern. Die amerikanischen Währungsbehörden wiederum wollten den starken Anstieg der Aktienkurse bekämpfen, den sie als eine spekulative Übertreibung betrachteten. Wie auch immer diese binnenwirtschaftlichen Sorgen beurteilt werden mögen, standen sie im Gegensatz zu den Spielregeln des Goldstandards. Die Folge war, dass sich die Notenbankgeldmenge schwächer entwickelte als die Währungsreserven.

Drittens ist neben dem Verhalten der Zentralbanken auch das Verhalten des Publikums und der Banken zu berücksichtigen. Dieses wurde durch die wachsende Unsicherheit geprägt, die sich in den ersten Jahren der Grossen Depression breit machte. Das Publikum reagierte darauf damit, dass es Bankdepositen durch Bargeld ersetzte. Die Banken wiederum mussten sich gegen Depositenabzüge wappnen, indem sie genügend Reserven hielten. Beides führte dazu, dass die Geldmenge sich schwächer entwickelte als die Notenbankgeldmenge.

Das Verhalten der Zentralbanken (Devisenumtausch in Gold, Sterilisierung von Goldzuflüssen), der Banken (höhere Reserverate) und des Publikums (höhere Bargeldrate) trugen gemeinsam dazu bei, dass sich die Geldversorgung der Weltwirtschaft schwächer entwickelte als der Goldbestand (siehe Bernanke und Mihov, 2000). Eichengreen (1992) argumentiert, dass der deflationäre Druck des Goldstandards hätte korrigiert werden können, wenn alle Länder ihre Währungen koordiniert abgewertet, d. h. die in Goldeinheiten ausgedrückten Preise der Währungen gleichzeitig gesenkt hätten. Die Gelegenheit verstrich, weil die Regierungen und Notenbanken die Situation unterschiedlich beurteilten und sich nicht auf ein gemeinsames Vorgehen einigen konnten.<sup>7</sup> Unter diesen Umständen musste jedes Land seinen eigenen Weg gehen. Zwischen 1931 und 1936 werteten alle Länder ihre Währungen gegenüber dem Gold ab oder führten Devisenkontrollen ein. Beides widersprach dem Grundgedanken des Goldstandards. Auch wenn viele Länder ihre Währungen in der einen oder anderen Form weiterhin ans Gold banden, war der internationale Goldstandard als ein Mechanismus zur Koordination der Geldpolitik zusammengebrochen.

<sup>7</sup> Siehe Cassel (1936) und Eichengreen (1992, S. 258–286).

### 1.3 Die Abkehr vom Goldstandard und die Überwindung der Krise

Der Zerfall des internationalen Goldstandards erfolgte in mehreren Schritten. Er begann im Jahre 1931 mit der deutsch-österreichischen Bankenkrise. Im Mai 1931 brach in Wien die grösste österreichische Bank, die Creditanstalt, zusammen. Dieses Ereignis strahlte vor allem auf Deutschland aus, wo die Banken, ähnlich wie die Creditanstalt, grosse kurzfristige Auslandverbindlichkeiten hatten und die Regierung Brüning das Vertrauen der ausländischen Anleger aufs Spiel setzte, indem sie das Ende der Reparationen forderte und sich für eine Zollunion mit Österreich einsetzte.<sup>8</sup> Das prominenteste Opfer war die Darmstädter und Nationalbank (DANAT), die fünftgrösste Bank des Landes, die im Juli ihre Schalter schloss. Nachdem die Deutsche Reichsbank schwere Goldverluste erlitten hatte und Bemühungen um einen internationalen Kredit gescheitert waren, sah sich Deutschland vor die Wahl gestellt, entweder die Goldparität aufzugeben oder Kapitalverkehrskontrollen einzuführen. Die Regierung entschied sich für die zweite Lösung. Mitte August erliess sie eine Devisenverordnung und eine Notverordnung gegen Kapital- und Steuerflucht. Gleichzeitig nahm sie Verhandlungen mit den ausländischen Banken auf, die Ende August zu einem Stillhalteabkommen für die kurzfristigen Kredite führten. In den folgenden Jahren wurde die Devisenbewirtschaftung immer weiter ausgebaut.

Im Laufe des Sommers 1931 geriet das britische Pfund in Bedrängnis. Die Schwachstelle der britischen Volkswirtschaft war die überbewertete Währung, die hohe Arbeitslosigkeit und die angespannte Haushaltslage. Daraus ergab sich die Erwartung, dass die amtierende Labour-Regierung die Goldparität kaum vehement verteidigen würde. Als private Anleger und ausländische Zentralbanken ihre Pfundanlagen in Gold tauschten, erhöhte die Bank von England den Diskontsatz moderat auf 4,5%. Das Vertrauen der Märkte in die Währung kehrte jedoch nicht zurück und am 20. September 1931 suspendierte die britische Regierung die Verpflichtung der Bank von England, Gold zu einem festen Kurs abzugeben. Das Pfund verlor darauf gegenüber allen wichtigen Währungen stark an Wert. Dem Beispiel Grossbritanniens folgten die Länder des britischen Imperiums und die skandinavischen Länder, während die meisten mittel- und osteuropäischen Länder den deutschen Weg einschlugen und Kapitalverkehrskontrollen einführten.

<sup>8</sup> Siehe Ferguson und Temin (2002). Für eine kurze Einführung in die moderne Debatte über Brünings Deflationspolitik siehe auch Feinstein, Temin und Toniolo (1997, S. 120–124).

Noch im September 1931 sprang die Währungs-  
krise auf die USA über. Zweifel der Anleger an der  
Goldparität des Dollar lösten Goldverluste aus, was  
die amerikanische Zentralbank zu einer Anhebung  
des Diskontsatzes veranlasste. Zwar konnte sie damit  
die Währungskrise vorerst beilegen, verstärkte aber  
gleichzeitig die Krise im Bankensektor. Die Wende  
kam in den USA im Jahre 1933, nachdem Franklin  
D. Roosevelt die Präsidentschaftswahl gewonnen  
hatte. Die Politik der neuen Administration war dar-  
auf ausgerichtet, die Produktion und die Preise wie-  
der anzuheben und sich dabei durch den Goldstan-  
dard nicht irre machen zu lassen. Im März 1933 wurde  
die Einlösepflicht der Noten aufgehoben und ein  
Ausfuhrbargo auf Gold erlassen. Im April folgte  
die Freigabe des Dollarwechselkurses. Der Dollar  
schwächte sich darauf deutlich ab, bis er Ende Januar  
1934 auf 59% seines früheren Goldwertes stabilisiert  
wurde.

Nach der Abkehr der USA vom Gold schlossen  
sich Belgien, Frankreich, Italien, die Niederlande,  
Polen und die Schweiz am 8. Juli 1933 in Paris zum  
sog. Goldblock zusammen. Infolge der Abwertung des  
britischen Pfund, des amerikanischen Dollar und vie-  
ler anderer Währungen litten die Länder des Gold-  
blocks unter einer massiven Verschlechterung ihrer  
preislichen Wettbewerbsfähigkeit. In der Logik des  
Goldstandards blieb ihnen nichts anderes übrig, als  
zu deflationieren, d. h. ihre Produktionskosten und  
Güterpreise zu senken. Diese Politik stiess auf den  
Widerstand der Gewerkschaften und anderer Interes-  
sengruppen. In den folgenden Jahren wurden die  
Goldblock-Währungen immer wieder zum Ziel speku-  
lativer Attacken. Belgien wertete seine Währung im  
März 1935 nach einer Bankenkrise ab. Im gleichen  
Jahr führten Italien und Polen Kapitalverkehrskon-  
trollen ein. Das endgültige Ende kam 1936. Als im  
Mai das Volksfront-Bündnis unter Léon Blum die fran-  
zösischen Parlamentswahlen gewann und mit der  
Umsetzung eines sozialreformerischen Programms  
begann, geriet der französische Franken unter star-  
ken Druck. Am 25. September 1936, einem Freitag,  
verliess Frankreich den Goldstandard und wertete  
seine Währung ab. Die Schweiz und die Niederlande  
zogen am gleichen Wochenende nach. Die Abwertung  
des Schweizer Frankens betrug 30%.

Die Schweiz hielt also bis zuletzt an der Goldpa-  
rität fest. Bundesrat und Nationalbank (SNB) hatten  
sich über die Jahre vor allem mit zwei Argumenten  
gegen eine Abwertung des Frankens gestemmt. Zum  
einen nutzte sie wenig und führe bloss zu Inflation  
und zum anderen verstosse sie gegen Treu und Glau-

ben.<sup>9</sup> Selbst nach der Abwertung des französischen  
Frankens sprach sich die SNB in den Beratungen mit  
dem Bundesrat gegen eine Abwertung des Frankens  
und für eine Fortsetzung des bisherigen Kurses aus.  
Dabei konnte sie darauf hinweisen, dass die Gold-  
deckung der Banknoten weit über dem gesetzlich vor-  
geschriebenen Minimum lag und die Wirtschaftslage  
sich seit Beginn des Jahres etwas verbessert hatte.  
Dennoch beschloss der Bundesrat mit 5 gegen 2 Stim-  
men die Abwertung. Er begründete seinen Entscheid  
mit wirtschaftspolitischen Argumenten und der Hoff-  
nung, dass das Dreimächteabkommen zwischen den  
USA, Grossbritannien und Frankreich Aussichten auf  
einen währungspolitischen Neuanfang biete.<sup>10</sup>

Der Abwertungszyklus der 1930er-Jahre wurde  
von den Zeitgenossen überwiegend negativ beurteilt.  
Ein typisches Beispiel ist die vom Völkerbund in  
Auftrag gegebene Studie von Nurske (1944). Eichen-  
green und Sachs (1985, 1986) argumentieren hinge-  
gen, dass sich die unkoordinierten Abwertungen  
nicht einfach neutralisierten, sondern insgesamt  
eine Lockerung der monetären Bedingungen brach-  
ten und damit die Erholung der Weltwirtschaft  
beschleunigten. Da eine frühzeitige koordinierte  
Abwertung nicht möglich war, bildeten sie die zweit-  
beste Lösung.

Aus Grafik 1 ist ersichtlich, dass die wirtschaft-  
liche Erholung in jedem Land erst begann, nachdem  
sich das betreffende Land vom Zwang der Goldparität  
befreit hatte. Zwar wurde der gewonnene Spielraum  
nicht von allen gleich schnell wahrgenommen. Den-  
noch ist das Muster eindeutig: Je später die Abkehr  
vom Goldstandard, umso später die wirtschaftliche  
Erholung. Dies wird durch mehrere empirische Unter-  
suchungen, die mit grösseren Stichproben arbeiten,  
gestützt (Choudhri und Kochin, 1980; Eichengreen  
und Sachs, 1985; und Bernanke und James, 1991).  
Die Ergebnisse dieser Studien sind im Ganzen ein-  
schlüssiges Argument dafür, dass das Festhalten an  
den alten Goldparitäten ein Fehler war, da die Grosse  
Depression dadurch vertieft und verlängert wurde.  
Sie stützen ausserdem die Auffassung, dass monetäre  
Faktoren einen wichtigen Beitrag zur Erklärung der  
Grossen Depression leisten.<sup>11</sup>

9 Siehe Eichengreen und Temin  
(2000) für eine aufschlussreiche  
Darstellung der sog. Goldstan-  
dardmentalität, d. h. der wirt-  
schaftspolitischen Ideen und  
Überzeugungen, die das Handeln  
der damaligen Eliten prägten.

10 Siehe Müller (2000) für die  
Geschichte der schweizerischen  
Abwertungsdiskussion.

11 Für Darstellungen der Erho-  
lungsphase siehe Temin (1989,  
S. 89–137) für die Weltwirtschaft  
und Romer (1992) für die USA.

## 2 Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise

Der erste Teil beschäftigt sich mit dem Zusammenspiel zwischen Goldstandard, Deflation und Depression. Im zweiten Teil wird nun die Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft behandelt. Zuerst werden mit dem Sozialprodukt und der Arbeitslosenquote zwei zentrale Konjunkturindikatoren erörtert. Es wird gezeigt, dass die entsprechenden Daten, die für die damalige Zeit verfügbar sind, nicht voll befriedigen können. Deshalb werden anschliessend verschiedene Indikatoren von Nachfragekomponenten behandelt, die zusammen ein recht nuanciertes Bild liefern. Die weiteren Abschnitte beschäftigen sich mit den Preisen und Löhnen, den Zinssätzen, den Wechselkursen, den Geldaggregaten und ihren Bestimmungsfaktoren sowie dem Geschehen im Bankensektor.

### 2.1 Sozialprodukt und Arbeitslosenquote

Die Schweiz hat erst seit 1948 eine Nationale Buchhaltung. Vorarbeiten dazu wurden aber bereits früher geleistet. Das Eidgenössische Statistische Amt legte Anfang der 1940er-Jahre eine Schätzung des nominellen Nettovolkseinkommens für 1938 vor und berechnete anschliessend nach der gleichen Methode die Werte für die Jahre von 1929 bis 1937. Vom bekannteren Konzept des Bruttosozialprodukts (BSP) unterscheidet sich das Nettovolkseinkommen da-

durch, dass die indirekten Steuern und die Abschreibungen auf dem Kapitalbestand abgezogen sind. Nun verfügen wir für jene Jahre zwar über Angaben zu den indirekten Steuern, doch nicht zu den Abschreibungen. Somit kann neben dem Nettovolkseinkommen auch das Nettosozialprodukt (NSP), nicht aber das BSP ausgewiesen werden.

Um eine Einkommensreihe zu konstanten Preisen zu erhalten, deflationierte das Eidgenössische Statistische Amt das nominelle Nettovolkseinkommen mit dem Landesindex der Konsumentenpreise (KPI). Spätere Autoren verfahren mit dem NSP auf die gleiche Weise (siehe Historische Statistik der Schweiz, 1996). Auch Andrist, Anderson und Williams (2000), die das reale Bruttoinlandprodukt von 1914 bis 1947 schätzen, gründen ihre Angaben für den Zeitraum von 1929 bis 1938 auf den mit dem KPI deflationierten offiziellen Schätzungen des nominellen NSP.<sup>12</sup>

Tabelle 1 zeigt den Verlauf des nominellen Nettovolkseinkommens, des nominellen NSP und des realen NSP (kalkuliert mit dem KPI als Deflator). Im vorliegenden Zusammenhang interessiert vor allem die Entwicklung des realen NSP. Dieses steigt 1930 noch leicht an, bevor es in den folgenden beiden Jahren um insgesamt rund 5% fällt. Im Vergleich zur schweizerischen Industrieproduktion wird das reale NSP von der Weltwirtschaftskrise also später und weniger stark erfasst. Nach einer vorübergehenden leichten Erholung (1933–34) folgt ein neuer Rückgang (1935–36). Erst im Jahr nach der Frankenabwertung tritt eine deutliche Erholung ein.

**Nettovolkseinkommen und Nettosozialprodukt**

Tabelle 1

Jahr	Nettovolkseinkommen	Indirekte Steuern	Nettosozialprodukt (NSP)	KPI, 1929=100	NSP deflationiert mit KPI (Index 1929=100)
1929	9469	284	9753	100,0	100,0
1930	9344	290	9634	98,3	100,5
1931	8609	296	8905	93,2	98,0
1932	7685	302	7987	85,9	95,3
1933	7698	308	8006	81,5	100,7
1934	7599	314	7913	80,3	101,0
1935	7429	320	7749	79,5	99,9
1936	7457	326	7783	80,9	98,6
1937	8160	332	8492	84,8	102,7
1938	8202	340	8542	85,0	103,1

<sup>12</sup> Es gelang mir nicht, die von Mitchell (1992) ausgewiesene Indexreihe für das reale NSP zu rekonstruieren. Die nominellen Werte entsprechen bis auf Rundungsdifferenzen den offiziellen Schätzungen. Der implizite Deflator weicht aber vom Konsumentenpreisindex ebenso ab wie vom Grosshandelspreisindex.

Das Problem dieser Schätzung des realen NSP ist die Verwendung des KPI als Deflator. Es handelt sich um eine Notlösung, die sich daraus ergibt, dass das Eidgenössische Statistische Amt für die Jahre vor dem Zweiten Weltkrieg keine eigens für das Sozialprodukt berechneten Deflatoren ausweist. Ein KPI und ein konventioneller Sozialproduktdeflator messen nicht dasselbe. Während ein KPI das Preisniveau von Gütern misst, die von Konsumenten gekauft werden, misst ein Sozialproduktdeflator die Preise der mit Schweizer Ressourcen produzierten Güter. Zwei konzeptionelle Unterschiede sind vor allem zu beachten:

Erstens gehen die Preise von importierten Gütern zwar in den KPI, aber nicht in den Sozialproduktdeflator ein. Da alle verfügbaren Daten darauf hindeuten, dass die Preise der importierten Güter in der Grossen Depression deutlich stärker fielen als die Preise der im Inland produzierten Güter, ergibt sich daraus, dass der KPI – unter sonst gleichen Bedingungen – den Rückgang des Sozialproduktdeflators überzeichnet.

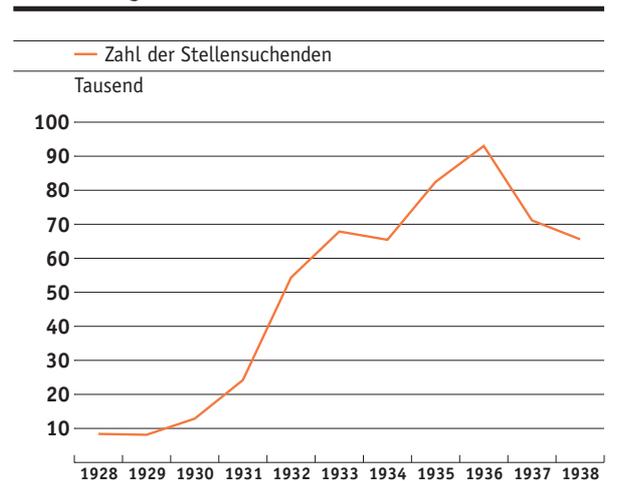
Zweitens basiert der KPI auf einem festen Warenkorb (Laspeyres-Index), während der Sozialproduktdeflator die Preise der Güter misst, die in der jeweiligen Periode produziert werden (Paasche-Index).<sup>13</sup> Der KPI ignoriert damit die Möglichkeit, dass die Konsumenten auf Veränderungen der relativen Preise reagieren und Güter, deren Preise gestiegen sind, durch solche, deren Preise gesunken sind, ersetzen. Als Folge davon weist der KPI, unter sonst gleichen Bedingungen, eine geringere Deflation aus als der Sozialproduktdeflator.

Die beiden konzeptionellen Differenzen wirken nicht in die gleiche Richtung und lassen daher keine eindeutigen qualitativen Schlussfolgerungen zu. Wenn nicht unplausibel hohe Substitutionselastizitäten unterstellt werden, so dürfte allerdings die zweite Differenz, d.h. die Unterscheidung zwischen Paasche- und Laspeyres-Index, deutlich geringere Auswirkungen haben als die erste. Daraus ergibt sich, dass der KPI wahrscheinlich stärker fiel, als ein konventioneller Sozialproduktdeflator dies getan hätte. Das mit dem KPI berechnete reale NSP der Schweiz dürfte in der Grossen Depression somit einen zu geringen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion anzeigen.

Schwierigkeiten anderer Art gibt es bei den Arbeitsmarktdaten. Die in Grafik 3 abgebildeten Zahlen der bei den Arbeitsämtern registrierten Arbeitslosen zeigen, dass im Jahre 1929 durchschnittlich rund 8000 Personen arbeitslos waren. In den folgenden Jahren nahm die Zahl der erfassten Arbeitslosen mit

Ausnahme des Jahres 1934 von Jahr zu Jahr zu und betrug im Jahre 1936 schliesslich 93 000 Personen. Der höchste Monatsstand wurde im Januar 1936 mit 124 000 Personen ausgewiesen (nicht saisonbereinigt). Wenn diese Zahlen ins Verhältnis zur Zahl der Erwerbstätigen gesetzt werden (1930: 1 943 000 Personen), so ergibt sich eine Arbeitslosenquote, die von durchschnittlich 0,4% im Jahre 1929 auf 4,8% im Jahre 1936 steigt und Anfang 1936 mit 6,4% (nicht saisonbereinigt) ihren Höchststand erreicht. Allerdings dürfte der Anreiz, sich als arbeitslos registrieren zu lassen, unter den damaligen Bedingungen für viele nicht allzu gross gewesen sein. Eine allgemeine und obligatorische Arbeitslosenversicherung gab es nicht und die Aussichten, über das Arbeitsamt eine Stelle zu erhalten, waren gering. Die tatsächliche Arbeitslosigkeit dürfte damit höher liegen, als in den offiziellen Zahlen zum Ausdruck kommt.

Arbeitslosigkeit Grafik 3



<sup>13</sup> Dieser Unterschied bezieht sich auf den damaligen KPI (1921=100). Der aktuelle KPI (Mai 2000=100) ist ein Kettenindex, bei dem die Gewichtung der Komponenten ein Mal pro Jahr angepasst wird.

Diesen Einwänden versucht eine zweite Art, die Arbeitslosenquote zu ermitteln, Rechnung zu tragen. Sie besteht darin, die Arbeitslosen, die bei öffentlichen und privaten Arbeitslosenkassen versichert sind, ins Verhältnis zum Total der Mitglieder dieser Kassen zu setzen.<sup>14</sup> Die so berechnete Arbeitslosenquote liegt wie erwartet deutlich über der auf herkömmliche Art berechneten Quote. Sie steigt auf 14,6% im Jahresdurchschnitt 1936 und erreicht im Januar 1936 mit 20,9% (nicht saisonbereinigt) ihren Höchststand.<sup>15</sup> Auch diese zweite Methode ist nicht ohne Schwächen. Zum einen decken die Daten nicht den ganzen Arbeitsmarkt ab und zum anderen war der Anreiz, einer Kasse beizutreten, für Berufsgruppen mit hohem Risiko, arbeitslos zu werden, wahrscheinlich grösser als für andere. Damit dürfte die anhand der Kassenmitglieder berechnete Quote die Arbeitslosigkeit tendenziell zu hoch ausweisen.

Die Schwächen der Daten des realen NSP und der Arbeitslosigkeit lassen erkennen, dass Vergleiche mit heute oder Vergleiche mit anderen Ländern nur eine ungefähre Vorstellung von der Wirklichkeit geben. Allerdings sollte die Relativierung nicht übertrieben werden. In den USA ging das reale BSP von 1929 bis 1933 um 30% zurück und waren im Jahre 1933 durchschnittlich 25% der Erwerbstätigen als arbeitslos registriert (siehe Mitchell, 1992). In Deutschland, dem anderen Zentrum der Krise, sank das reale NSP von 1928 bis 1932 um 23% und waren im Jahre 1932 durchschnittlich 30% der Erwerbstätigen als arbeitslos registriert (siehe Mitchell, 1993). Angesichts solcher Grössenordnungen kann kein Zweifel daran bestehen, dass die Grosse Depression in der Schweiz vergleichsweise mild war.

## 2.2 Industrieproduktion, Bauausgaben, Aussenhandel und Staatsausgaben

Es gibt eine Reihe weiterer Wirtschaftsindikatoren, die unser Bild der Grossen Depression in der Schweiz ergänzen. Dazu gehört zunächst die Industrieproduktion, die bereits für den internationalen Vergleich in Grafik 1 herangezogen wurde. Bei den Industrieproduktionsdaten handelt es sich um Schätzungen von David (1996), der verschiedene Branchenindizes zusammenfügte. Gemäss diesen Schätzungen fiel die Industrieproduktion von 100 im Jahre 1929 mit zunehmender Geschwindigkeit auf 79 im Jahre 1932. Anschliessend erholte sie sich leicht (1934: 88), bevor sie 1935 (80) und 1936 (82)

14 Die Berechnung basiert auf den Angaben von 15 öffentlichen Arbeitslosenkassen der Deutschschweiz und 15 privaten Arbeitslosenkassen (siehe Historische Statistik der Schweiz, 1996).

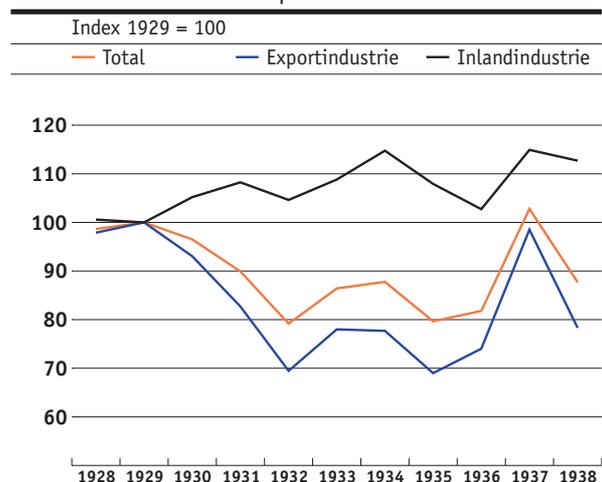
15 Die Teilarbeitslosigkeit ging der Ganzarbeitslosigkeit zeitlich voraus. Sie erreichte bereits 1932 ihren Höchststand (durchschnittlich 11,6% der Kassenmitglieder). Im Jahre 1935 betrug sie 4,9%.

nochmals nahe am Tiefstand von 1932 notierte. Erst die Abwertung des Frankens brachte die Wende: Im Jahre 1937 lag die Industrieproduktion wieder ungefähr auf dem Niveau von 1929 (103).

Die Branchengliederung verdeutlicht die auf die schweizerische Industrieproduktion wirkenden Kräfte. Am frühesten und stärksten wurde mit der Uhrenindustrie eine typische Exportbranche getroffen. Auch andere Exportbranchen wie die Maschinen- und Metallindustrie, die Textilindustrie oder die Chemie erlitten bereits in den ersten beiden Depressionsjahren deutliche Einbussen. Von all diesen Industriezweigen konnte sich nur die Chemie ab 1933 wieder relativ gut entwickeln; in allen anderen blieb die Produktion bis 1937 gedrückt. Ganz anders das Bild in den Industrien, die hauptsächlich für den einheimischen Markt produzieren. Die Produktion der Zementindustrie stieg bis 1931 deutlich an und auch die Nahrungsmittelindustrie wies 1931 noch ein besseres Resultat auf als 1929. Zwar verringerte sich die Produktion der Zementindustrie darauf kontinuierlich bis 1936, doch blieb die ohnehin nur ein schwaches zyklisches Muster aufweisende Nahrungsmittelindustrie weiterhin gut ausgelastet.

Grafik 4 zeigt die Entwicklung der von David (1996) berechneten Teilindizes der Export- und der Inlandindustrie.<sup>16</sup> Daraus geht hervor, dass die Produktion der Exportindustrie von 1929 bis 1932 um rund 30% fiel und erst im Jahre 1937 wieder ungefähr das Niveau von 1929 erreichte. Demgegenüber stieg die Produktion der Inlandindustrie von 1929 bis 1931 und von 1932 bis 1934 an. Darauf folgt zwar in den Jahren 1935 und 1936 ein deutlicher Rückgang, doch bewegte sie sich auch in diesen beiden Jahren noch leicht über dem Niveau von 1929.

Schweizerische Industrieproduktion Grafik 4



16 David (1996) berechnet Teilindizes nach Branchen und ordnet die Chemie, die Metall- und Maschinen-, die Schuh-, die Uhren- und die Textilindustrie der Exportindustrie zu; die Papierindustrie, die Nahrungsmittelindustrie und die Industrie Steine und Erden bilden die Inlandindustrie.

Die gegenläufige Entwicklung von Export- und Inlandindustrie liefert einen Grund für die Diskrepanz zwischen der Entwicklung des realen NSP und der Industrieproduktion zu Beginn der Grossen Depression. Während die Industrieproduktion ab 1929 zurückging, stieg das reale NSP 1930 noch an. Dieser Anstieg widerspiegelt die robuste Binnenkonjunktur, die im realen NSP deutlicher zum Ausdruck kommt als in der stärker durch die Exportwirtschaft geprägten Industrieproduktion.

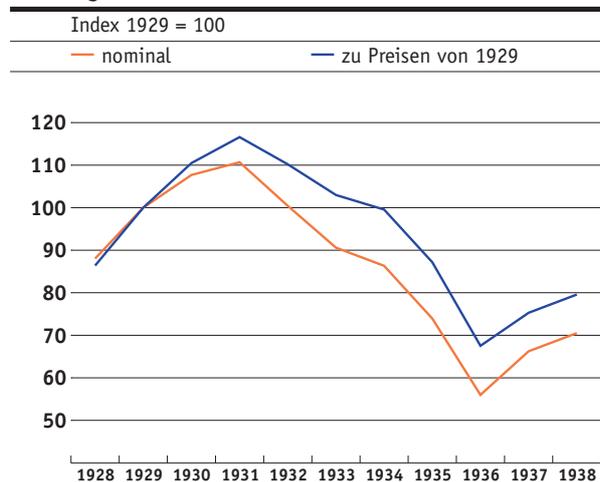
Die Binnenkonjunktur wurde in den ersten Depressionsjahren vor allem durch die Bauinvestitionen gestützt. Wie bereits erwähnt stieg die Produktion der Zementindustrie bis 1931 deutlich an. Bestätigt wird dies durch die Entwicklung der Bauausgaben. Wie Grafik 5 zeigt, stiegen die realen Bauausgaben von 1929 bis 1931 um 17%. Anschliessend fielen sie bis 1934 wieder auf den Stand von 1929; 1935 und 1936 nahmen sie nochmals deutlich ab. Das Niveau der ersten Hälfte der 1930er-Jahre erreichten die realen Bauausgaben erst in der Nachkriegszeit wieder.<sup>17</sup>

Der Einfluss der Auslandnachfrage kann am besten anhand der Aussenhandelsstatistik überprüft werden. Diese zeigt, dass die wertmässigen Warenexporte von 1929 bis 1932 um rund zwei Drittel sanken (Grafik 6). Ein Teil davon war zwar auf den Rückgang der Weltmarktpreise zurückzuführen. Aber auch die in Tonnen gemessenen Exporte nahmen in diesen drei Jahren um mehr als 50% ab (Grafik 7). In die gleiche Richtung weist die Entwicklung des Anteils der nominellen Warenexporte am nominellen NSP. Dieser Anteil sank von 22% im Jahre 1929 auf 10% im Jahre 1932. Anschliessend blieb er bis 1936 nahezu unverändert. Erst die Abwertung von 1936 brachte eine gewisse Erholung, doch blieb die Lage der Exportwirtschaft schwierig. In den Jahren 1937 und 1938 lag der Anteil der nominellen Exporte am NSP nur gerade auf dem Niveau von 1931 (15%).

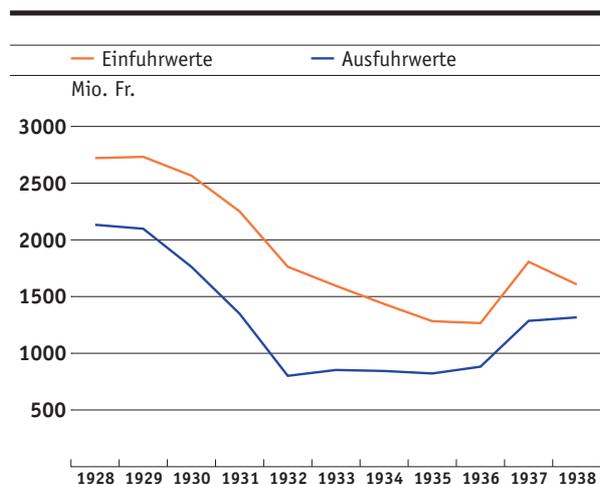
Während die Exporte in den ersten beiden Depressionsjahren fast allein mit der Auslandkonjunktur erklärt werden können, sind ab 1931 zwei weitere Faktoren zu beachten: die Währungsabwertungen wichtiger Abnehmerländer und der zunehmende Handelsprotektionismus. Die Schweiz reagierte darauf Ende 1931 mit der Umstellung von einer multilateralen zu einer bilateralen Handelspolitik. Die Devise war, die Importe in den Dienst der Exporte zu stellen. Das Instrument dieser Politik waren Kontingente. Im Verkehr mit den Ländern, welche Devisenkontrollen hatten, wurde ausserdem ein staatlich kontrollierter Verrechnungsverkehr (Clearing) einge-

17 Im Bausektor verfügen wir über Daten zu den nominellen Bauausgaben. Um die realen Bauausgaben zu erhalten, wurden die nominellen Bauausgaben mit dem Zürcher Baukostenindex deflationiert.

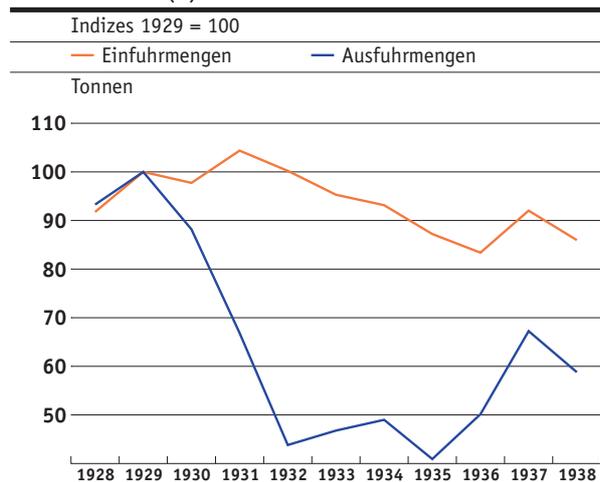
Bauausgaben Grafik 5



Aussenhandel Grafik 6



Aussenhandel (2) Grafik 7



führt, d.h. der Aussenhandel weitgehend ohne Devisen abgewickelt.<sup>18</sup> Insgesamt schloss die Schweiz von 1931 bis 1937 mit 12 verschiedenen Staaten Clearingabkommen ab, das wichtigste davon mit Deutschland (1934). Dieser handelspolitische Bilateralismus trug dazu bei, dass das Handelsbilanzdefizit, trotz der Währungsabwertungen im Ausland, relativ klein blieb. Wie Grafik 6 zeigt, nahm es nach einem deutlichen Anstieg in den Jahren 1931 und 1932 wieder ab. Ausgedrückt als Anteil am nominellen NSP stieg das Handelsbilanzdefizit von 7% im Jahre 1929 auf 12% im Jahre 1932, bevor es ziemlich regelmässig auf 5% im Jahre 1936 und 3% im Jahre 1938 fiel. Zwischen 1935 und 1938 lag es stets tiefer als am Anfang der Krise im Jahre 1929.

Zum Schluss ein Blick auf die Staatsausgaben und die Finanzpolitik. Tabelle 2 zeigt die Daten aus den Verwaltungsrechnungen des Bundes, der Kantone und der grossen Gemeinden (jeweils als Anteil am nominellen NSP).<sup>19</sup> Daraus geht hervor, dass der Anteil der öffentlichen Ausgaben am NSP in den Depressionsjahren moderat zunahm. Zwischen 1930 und 1936 stieg der Anteil der Bundesausgaben von 5,0% auf 6,7% und der Anteil der Kantonsausgaben von 6,1% auf 8,6%. Da gleichzeitig auch die Einnah-

men im Verhältnis zum NSP stiegen, blieben die Staatshaushaltsdefizite bescheiden. Der Bundeshaushalt wies nur gerade in den Jahren 1933 und 1934 einen kleinen Fehlbetrag auf. Die Haushalte der Kantone und der Gemeinden waren zwar ab 1931 ständig defizitär, doch blieben die Fehlbeträge mässig. Das Total der Verwaltungsrechnungsdefizite von Bund, Kantonen und grossen Gemeinden stieg nie über 1,2% des NSP (1933).

Die Entwicklung der Staatshaushalte deutet darauf hin, dass von der Finanzpolitik nur geringe konjunkturstützende Impulse ausgingen. Die Finanzpolitik war klar auf Budgetausgleich ausgerichtet. Die Erinnerung an die frühen 1920er Jahre, als Staatshaushaltsdefizite und Inflation in vielen Ländern Hand in Hand gingen, war noch wach. Zudem verstand man, dass eine lockere Finanzpolitik das Vertrauen der Märkte in die Währung untergraben konnte. Soweit Mehrausgaben zur Krisenbekämpfung (Arbeitsbeschaffungsprogramme, Arbeitslosenfürsorge usw.) notwendig waren, wurde deshalb versucht, durch Einsparungen in anderen Bereichen sowie durch die Erhöhung einzelner Steuern den Budgetausgleich wiederherzustellen.

Staatshaushalt (Verwaltungsrechnung)

Tabelle 2

Jahr	Ausgaben, in % des NSP			Einnahmen, in % des NSP			Überschuss, in % des NSP		
	Bund	Kantone	grosse Gemeinden	Bund	Kantone	grosse Gemeinden	Bund	Kantone	grosse Gemeinden
1929	3,9		2,8	5,3		2,9	1,4		0,1
1930	5,0	6,1	2,9	6,6	6,4	3,0	1,6	0,4	0,1
1931	4,5	7,1	3,4	5,5	7,1	3,4	1,0	-0,1	-0,0
1932	5,4	8,3	3,9	5,9	7,8	3,7	0,5	-0,5	-0,2
1933	5,6	8,6	4,0	5,5	7,7	3,8	-0,1	-0,9	-0,2
1934	6,3	8,6	4,0	6,1	7,9	3,9	-0,1	-0,7	-0,1
1935	6,5	8,6	4,2	6,8	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,1
1936	6,7	8,6	4,1	7,0	8,1	4,0	0,3	-0,5	-0,2
1937	6,3	8,1	3,8	6,6	8,0	3,7	0,3	-0,1	-0,0
1938	7,1	8,5	3,8	6,7	8,2	3,8	-0,4	-0,3	0,0

18 Nachdem die Schweiz 1931 mit Österreich und Ungarn die ersten beiden Clearingabkommen abgeschlossen hatte, erklärte die SNB den Clearingverkehr wie folgt: «Die Abwicklung des Zahlungsverkehrs geht in der Weise vor sich, dass die schweizerischen Käufer österreichischer Waren den Kaufpreis in Schweizer Franken auf ein Sammelkonto einzah-

len, das bei der Schweizerischen Nationalbank für die Österreichische Nationalbank geführt wird. In analoger Weise hat der österreichische Käufer schweizerischer Waren seine Schuld an den schweizerischen Verkäufer durch Einzahlung des Kaufpreises in österreichischen Schillingen bei der österreichischen Nationalbank für Rechnung der Schweizerischen Natio-

nalbank zu tilgen. Die Notenbanken verständigen sich gegenseitig über die erfolgten Einzahlungen und führen alsdann im Rahmen der gemäss Abkommen verfügbaren Summen die Auszahlungen an die Verkäufer aus.» (SNB Geschäftsbericht 1931, S. 9–10.) Siehe Frech (2001) für eine umfassende Darstellung des Clearingverkehrs mit Deutschland und Italien.

19 Die Gemeinden sind die Mitglieder des schweizerischen Städteverbandes. Je nach Jahr schwankt die Zahl zwischen 59 und 64. Um Doppelzählungen zu vermeiden, können die Bruttosummen der Bundes-, der Kantons- und der Gemeindehaushalte nicht einfach zusammengezählt werden.

## 2.3 Preise und Löhne

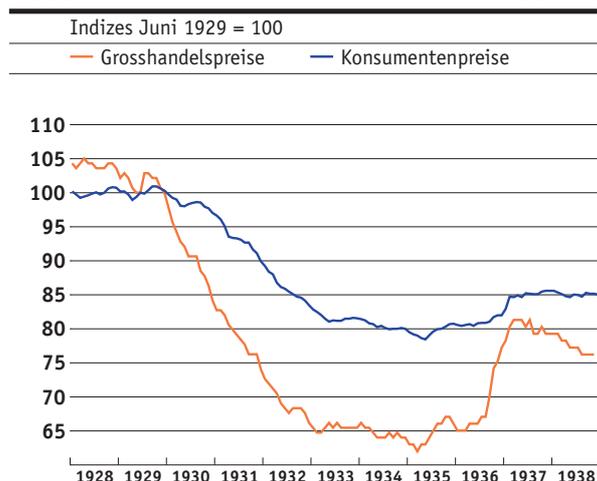
Ein Wesenszug der Grossen Depression war der massive Rückgang der Preise. Wie bereits gezeigt wurde, fielen die Grosshandelspreise von 1929 bis 1931, d.h. bevor die Währungsabwertungen ihren Lauf nahmen, im In- und Ausland ungefähr gleich schnell. Anschliessend fächerte sich die Entwicklung je nach Währungsregime stark auf (Grafik 2). Grafik 8 zeigt die schweizerischen Grosshandelspreise anhand von Monatsdaten, was eine präzisere Datierung der Wendepunkte ermöglicht. Demnach begann der Rückgang der Grosshandelspreise im August 1929 und setzte sich bis März 1933 nahezu ohne Unterbrechung fort. Der Tiefstand wurde im März 1935 erreicht (Juli 1929 bis März 1935:  $-39,6\%$ ). Nach der Abwertung des Frankens im September 1936 zogen die Grosshandelspreise sofort stark an, doch blieben sie bis zum Ende des Beobachtungszeitraums im Dezember 1938 stets deutlich unter dem Stand von 1929.

Die Konsumentenpreise schwanken in der Regel weniger als die Grosshandelspreise, da viele Komponenten des KPI dem internationalen Wettbewerb in geringerem Masse unterworfen sind. Wie aus Grafik 8 ersichtlich ist, sanken die Konsumentenpreise zwischen Mitte 1929 und der ersten Jahreshälfte 1935 nur etwa halb so stark wie die Grosshandelspreise. Der Rückgang der Konsumentenpreise setzt im November 1929, also etwas später als bei den Grosshandelspreisen ein. Der Tiefstand wurde ebenfalls etwas später als bei den Grosshandelspreisen, nämlich im Mai 1935 erreicht (Oktober 1929 bis Mai 1935:  $-22,0\%$ ).<sup>20</sup>

Anders als die Güterpreise gaben die Nominallöhne in den Jahren der Grossen Depression nur bescheiden nach. Wie Grafik 9 zeigt, stiegen sie bis 1931 sogar noch leicht an, bevor sie bis 1936 kontinuierlich fielen.<sup>21</sup> Der Rückgang gegenüber 1929 betrug aber in jedem Zeitpunkt weniger als 10%. Der deutliche Kontrast zwischen der Entwicklung der Preise und der Löhne bedeutet, dass die Reallöhne vor allem in den ersten Jahren der Grossen Depression deutlich stiegen. Die mit den Konsumentenpreisen deflationierten Nominallöhne zogen von 1929 bis 1933 um 17% an. Anschliessend verringerten sie sich bis 1937, lagen aber auch dann noch um gut 7% über dem Stand von 1929.

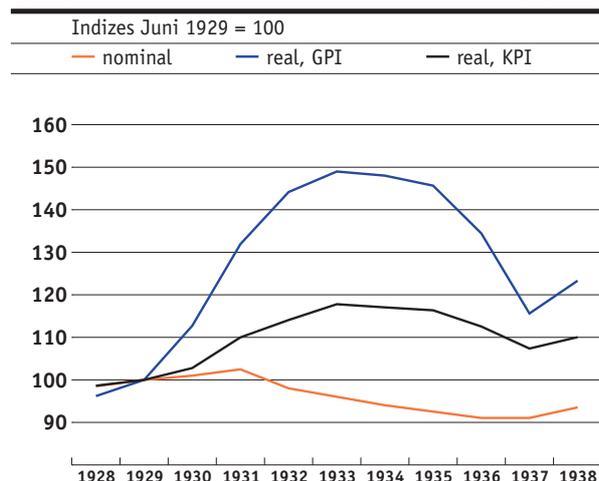
Von der Produzentenseite her betrachtet, sind die Nominallöhne mit den Produzentenpreisen zu deflationieren. Aufgrund der Datenlage müssen diese durch die Grosshandelspreise approximiert werden. Die so berechneten Reallöhne stiegen deutlich stärker als die mit Hilfe der Konsumentenpreise berechneten Reallöhne. Auch nach einer deutlichen Korrektur in den Jahren 1936 und 1937 lagen sie noch immer klar höher als zu Beginn der Grossen Depression. Trotz der mässigen Qualität der Daten bleibt damit der Eindruck stark steigender Reallöhne.

Preise Grafik 8



20 Die beiden Preisindizes übertrafen den durchschnittlichen Stand von 1929 erst 1940 (Grosshandelspreisindex) bzw. 1941 (Konsumentenpreisindex).

Löhne Grafik 9



21 Diese Angaben beziehen sich auf die nominalen Stundenverdienste verunfallter Arbeitnehmer. Die entsprechenden Angaben für die Wochenverdienste liefern nahezu identische Ergebnisse.

Die staatlichen Behörden waren sich bewusst, dass das hohe Reallohniveau ein Hindernis auf dem Weg zur Wiedererlangung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit war und zur steigenden Arbeitslosigkeit beitrug. Sie hatten jedoch keine Möglichkeit, auf die Lohngestaltung im privaten Sektor direkt Einfluss zu nehmen und mussten sich deshalb mit dem Versuch begnügen, die Löhne im öffentlichen Sektor zu reduzieren. Wie wenig populär diese Politik war, zeigte sich 1933, als Bundesrat und Parlament die Gehälter und Löhne der im Dienste des Bundes stehenden Personen für die Jahre 1933 und 1934 vorübergehend um 7,5% senken wollten. Gegen das Gesetz wurde das Referendum ergriffen und in der Volksabstimmung vom 28. Mai 1933 unterlag die Vorlage mit einer Mehrheit der Nein-Stimmen von 55%.<sup>22</sup>

Im Vergleich zu den Ländern, die den Goldstandard früh verlassen hatten, wies die Schweiz in der Grossen Depression einen sehr starken Anstieg der Reallöhne auf. Sie teilte damit das Schicksal aller Goldblockländer. Eichengreen und Sachs (1985) und Bernanke und Carey (1996) zeigen, dass Goldblockländer ab 1932 systematisch höhere Reallöhne hatten als die anderen Länder. Die fehlende Flexibilität der Löhne war damit ein Grund für die lange Dauer der Depression in den Goldblockländern.

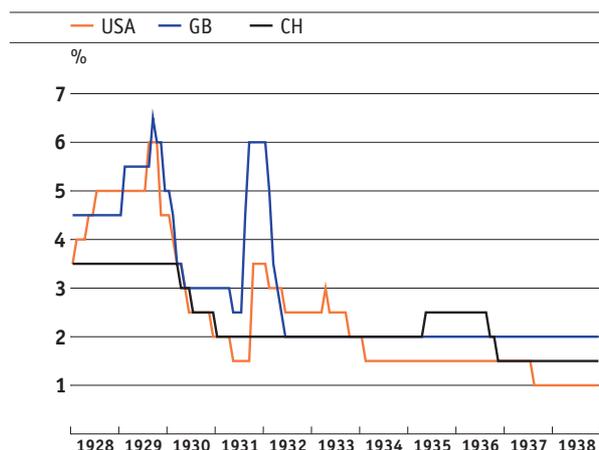
## 2.4 Zinssätze

In den nächsten beiden Abschnitten wenden wir uns den monetären Bedingungen zu, unter denen die schweizerische Wirtschaft in der Grossen Depression agierte, zunächst den Zinssätzen und dann den Wechselkursen. Das Zinsniveau war im Goldstandard, wie in jedem System fester Wechselkurse, der Kontrolle durch die Zentralbank weitgehend entzogen. Dies gilt vor allem für ein kleines Land wie die Schweiz. Mit dem Diskont- und dem Lombardsatz legte die SNB zwar direkt zwei Zinssätze fest, doch hatte sie damit Rücksicht auf den Wechselkurs und die Metalldeckung des Notenumlaufs zu nehmen. Das Münzgesetz vom 3. Juni 1931 setzte den Goldwert des Frankens auf 290,322 mg fest und das Nationalbankgesetz schrieb eine Metalldeckung des Notenumlaufs von 40% vor.

Zwischen Anfang 1930 und Anfang 1931 reduzierte die SNB den Diskontsatz in drei Schritten um jeweils 1/2 Prozentpunkt von 3,5% auf 2% (3. April 1930, 10. Juli 1930 und 22. Januar 1931). Anschließend blieb der Diskontsatz während mehr als vier Jahren unverändert. 1935 geriet der Franken indessen so stark unter Druck, dass die SNB den Diskontsatz von 2 auf 2,5% erhöhte (3. Mai 1935). Kurz vor der Abwertung des Frankens reduzierte sie ihn wieder auf 2% (9. September 1936). Dies deutet darauf hin, dass sich die SNB wenige Wochen vor der Abwertung sehr sicher fühlte. Nach der Abwertung senkte die SNB den Diskontsatz auf 1,5% (26. November 1936), das niedrigste Niveau seit der Gründung der SNB im Jahre 1907. Der Lombardsatz bewegte sich immer über dem Diskontsatz. Die Differenz betrug vom 8. Februar 1933 bis zum 3. Mai 1935 1/2 Prozentpunkt; vorher und nachher belief sie sich auf 1 Prozentpunkt.

Offizielle Diskontsätze

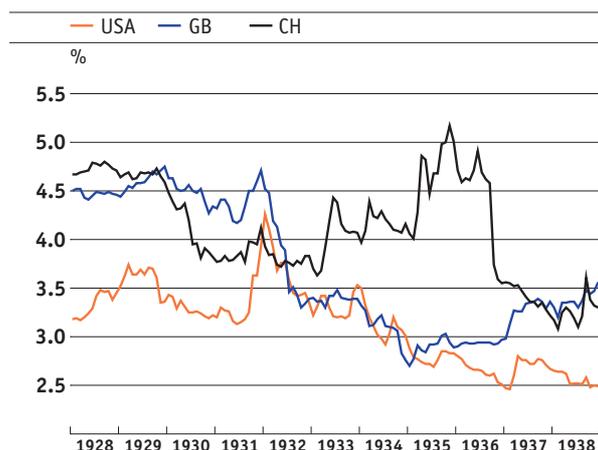
Grafik 10



<sup>22</sup> In leicht veränderter Form wurde das gleiche Anliegen indessen später über einen dringlichen Bundesbeschluss durchgesetzt. Siehe Rutz (1970, S. 185).

Obligationenrenditen

Grafik 11



Grafik 10 weist neben dem Schweizer Diskontsatz auch die Diskontsätze der USA und Grossbritanniens aus. Sie zeigt die Straffung der amerikanischen Geldpolitik in den Jahren 1928–29, welche nach Auffassung Hamiltons (1987) die Rezession verursachte, die schliesslich in die Grosse Depression mündete. Grossbritannien wurde durch die Anhebung des amerikanischen Zinsniveaus gezwungen, seinen Diskontsatz ebenfalls zu erhöhen. Hingegen blieb der schweizerische Diskontsatz in dieser Phase unverändert. Dasselbe wiederholte sich im Jahre 1931, als Deutschland, Grossbritannien und die USA ihre Diskontsätze vorübergehend auf 10%, 6% bzw. 3,5% erhöhten, während die SNB ihren Satz wiederum unverändert liess. Beides weist darauf hin, dass das Vertrauen der Märkte in den Franken in den ersten Jahren der Grossen Depression gross war.

Die Situation drehte sich, nachdem Grossbritannien und die USA mit der Freigabe des Wechselkurses ihre geldpolitische Handlungsfähigkeit erlangt hatten. Nun waren es die Goldblockländer, die ihre Goldparitäten mit einer Anhebung des Diskontsatzes zu verteidigen suchten, während Grossbritannien seinen Diskontsatz auf 2% belies und die USA ihren Satz schrittweise auf 1% senkten. Im Vergleich zu anderen Goldblockländern blieb die Situation für die Schweiz aber verhältnismässig komfortabel. Sie erhöhte ihren Diskontsatz vorübergehend nur gerade auf 2,5% (3. Mai 1935), während Frankreich seinen Satz zeitweise bis auf 6% hinaufsetzte.

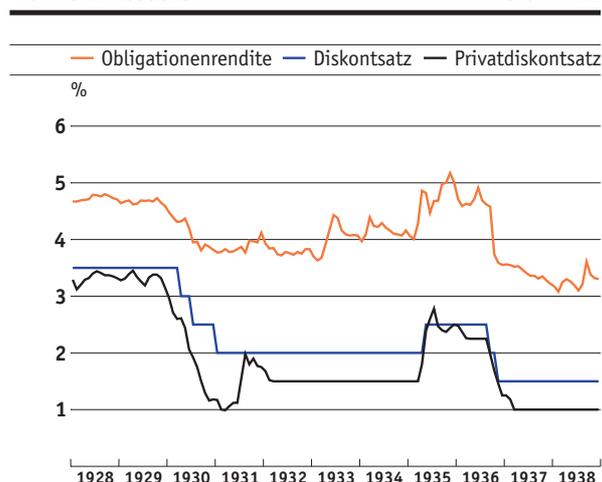
Die Gründe für das schwindende Vertrauen in die Goldparität des Frankens lagen im Frühjahr 1935 vor allem in der schwachen Gesamtnachfrage, die sich immer stärker von der Exportwirtschaft auf die Binnenwirtschaft übertrug und zu einem starken An-

stieg der Arbeitslosigkeit führte. Dazu kam die von den Gewerkschaften und Jungbauern eingereichte Initiative zur Bekämpfung der Krise (sog. Kriseninitiative), die im Juni 1935 zur Abstimmung kam. Die Kriseninitiative war ein Versuch, die Wirtschaftskrise mit staatsdirigistischen Mitteln zu lösen. Die Gegner der Initiative argumentierten, bei einer Annahme der Initiative sei eine Abwertung unvermeidbar. Am 2. Juni 1935 wurde die Kriseninitiative in der Volksabstimmung mit 423 000 gegen 563 000 Stimmen und 4 gegen 18 Kantone verworfen.<sup>23</sup>

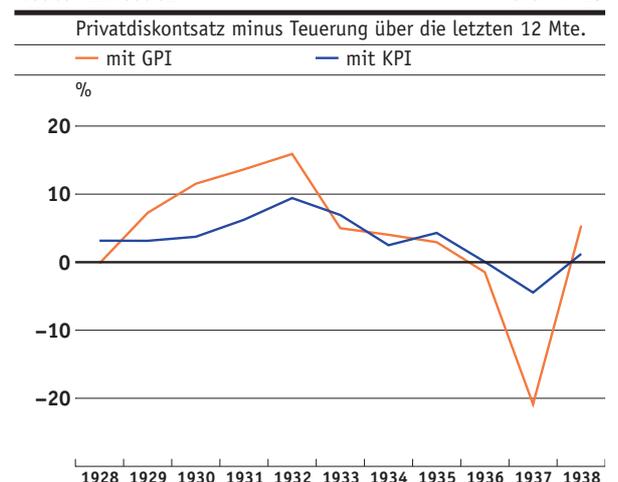
Ein ähnliches Bild wie die Diskontsätze zeichnen auch die Obligationenrenditen (Grafik 11). Die Durchschnittsrendite der Bundesobligationen fiel von Ende 1929 bis Anfang 1933 um etwas mehr als 1 Prozentpunkt. Anschliessend stieg sie wieder an und lag 1935 sowie 1936 zumeist zwischen 4,5 und 5%. Nach der Abwertung im September 1936 ging die Obligationenrendite schlagartig zurück und bewegte sich wie bereits 1928 und 1929 wieder auf dem Niveau der britischen Renditen. Der Verlauf der Obligationenrenditen bestätigt also, dass die Länder, die den Goldstandard verliessen, in den Genuss tieferer Zinssätze kamen.

Für den Einfluss der Zinssätze auf die Realwirtschaft sind nicht die nominellen, sondern die realen Zinssätze entscheidend. Wie hoch müssen diese während der Grossen Depression veranschlagt werden? Die erste Schwierigkeit besteht darin, dass sich Inflations- und Deflationserwartungen nicht direkt beobachten lassen. Im Folgenden wird deshalb vereinfachend davon ausgegangen, dass die Märkte die Preisentwicklung aus der Vergangenheit einfach fortschreiben. Die über die nächsten 12 Monate erwartete Inflation ist somit gleich der über die vergange-

Frankenzinssätze Grafik 12



Realer Zinssatz Grafik 13



23 Siehe Müller (2000) zur Auseinandersetzung über die Kriseninitiative.

nen 12 Monate realisierten Inflation.<sup>24</sup> Die zweite Schwierigkeit besteht darin, dass keine kurzfristigen Frankenzinssätze mit festen Laufzeiten verfügbar sind. Wir approximieren daher den nominellen Zinssatz auf einer Geldmarktanlage von 12 Monaten mit dem Privatdiskontsatz, der damals als guter Indikator für die Verhältnisse am Geldmarkt galt.<sup>25</sup>

Unter diesen Annahmen ist der reale Geldmarktzins gleich dem Privatdiskontsatz abzüglich der über die letzten 12 Monate realisierten Teuerungsrate. Die in Grafik 13 abgebildeten Jahresdaten beziehen sich jeweils auf den Juni des betreffenden Jahres. Die Resultate deuten darauf hin, dass die kurzfristigen Realzinsen von 1930 bis 1932 sehr hoch waren. Dies gilt vor allem dann, wenn das Preisniveau am Grosshandelspreisindex gemessen wird. Ein deutlicher Rückgang der Realzinsen erfolgt erst nach der Abwertung des Frankens im September 1936. Die fallenden Nominalzinsen und das steigende Preisniveau tragen gemeinsam dazu bei, dass vorübergehend negative Realzinsen resultieren.

## 2.5 Wechselkurse

Eine zweite wichtige monetäre Variable neben dem Zinssatz ist der Wechselkurs. Da die meisten Länder ihre Währungen gegenüber dem Gold früher abwerteten als die Schweiz, hatte die schweizerische Wirtschaft im Zeitraum von 1931 bis 1936 unter einem massiven Anstieg des Aussenwerts des Frankens zu leiden. Dieser Anstieg senkte die in Franken ausgedrückten Preise der international gehandelten Güter und verschärfte damit die Krise vor allem in der Exportindustrie und im Tourismus.

Die Grafiken 14a–d zeigen die Entwicklung des Frankenkurses der wichtigsten ausländischen Währungen (amerikanischer Dollar, britisches Pfund, französischer Franken, Deutsche Reichsmark) von 1928 bis 1938. Ein Rückgang des als Index (Juni 1929=100) abgebildeten Wechselkurses ist also gleichbedeutend mit einer Höherbewertung des Frankens. Neben den nominellen Kursen werden zwei um das Verhältnis zwischen schweizerischem und jeweiligem ausländischen Preisniveau bereinigte, reale Kurse abgebildet. Die beiden realen Kurse unterscheiden sich darin, dass die Preisniveaus an den Konsumenten- bzw. an den Grosshandelspreisindizes gemessen werden.

Die Grafiken zeigen, dass die nominelle und reale Höherbewertung des Frankens vor allem gegenüber dem Pfund und dem Dollar zum Ausdruck

kommt. Da die amerikanischen und britischen Konsumentenpreise vor der Abkehr dieser Länder vom Gold etwas schneller fielen als die schweizerischen, gewann der Franken bereits in den ersten Jahren der grossen Depression real an Wert. Die Situation verschärfte sich aber dramatisch, als zuerst Grossbritannien (1931) und dann die USA (1933) ihre Währungen frei schwanken liessen. Das Pfund und der Dollar verloren darauf deutlich an Wert. Als der Dollar Anfang 1934 stabilisiert wurde, bewegte sich der nominelle Wechselkurs um rund 40% unter dem Stand vom Juni 1929. Der mit den Konsumentenpreisen berechnete reale Wechselkurs lag praktisch ebenso tief, während der mit den Grosshandelspreisen berechnete reale Kurs rund 30% eingebüsst hatte. Erst mit der Abwertung des Frankens im September 1936 kam der mit den Grosshandelspreisen berechnete Wechselkurs wieder etwa auf das Niveau von 1931 zu liegen.<sup>26</sup>

Gegenüber dem französischen Franken blieb der nominelle Frankenkurs beinahe über die ganze Beobachtungsperiode unverändert. Im September 1936 werteten beide Länder ihre Währungen im gleichen Ausmass ab, so dass der bilaterale Wechselkurs davon nicht betroffen wurde. Aufgrund der Teuerung, die sich in Frankreich ab Mitte 1935 immer stärker bemerkbar machte, stand der französische Franken allerdings schon kurz nach der Abwertung wieder unter Druck. Wenige Monate später überliess die französische Regierung den französischen Franken seinem Schicksal.

Der Frankenkurs der Reichsmark ist für uns im vorliegenden Zusammenhang von geringerem Interesse. Deutschland reagierte auf die Banken- und Währungskrise im Jahre 1931 mit der Einführung von Devisenkontrollen. Der in Grafik 14d abgebildete Wechselkurs von Sichtdevisen, der sich auch nach 1931 an der offiziellen Goldparität der Reichsmark orientierte, ist deshalb wenig aussagekräftig. Deutsche Banknoten wurden im Ausland mit einem deutlichen Abschlag gehandelt. Dasselbe gilt auch für die verschiedenen Marksorten, die aus dem Stillhalteabkommen von 1931 (später regelmässig erneuert) und dem Transfermoratorium von 1933 (verschärft 1934) erwachsen. Tabelle 3 zeigt die Kursentwicklung für drei dieser Marksorten: Registermark, Effektenspermark und Reisemark. Alle drei wurden mit einem grossen, im Laufe der Zeit steigenden Abschlag gehandelt.

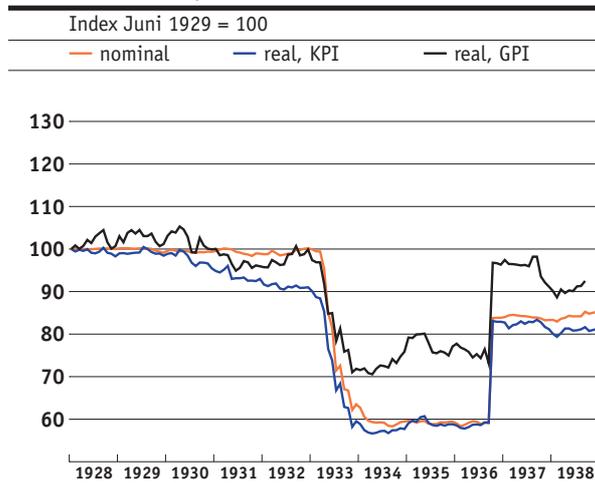
24 Eine Alternative wäre, perfekte Voraussicht zu unterstellen, d.h. die für einen bestimmten Zeitraum erwartete Inflation mit der über den gleichen Zeitraum realisierten Inflation gleichzusetzen. Diese Alternative wurde hier nicht gewählt, weil die Deflation die Märkte im ersten Jahr der

Grossen Depression wahrscheinlich weitgehend unerwartet traf (siehe Hamilton, 1992) und auch die Abwertung von 1936, wie wir im nächsten Abschnitt sehen werden, die Märkte überraschte.

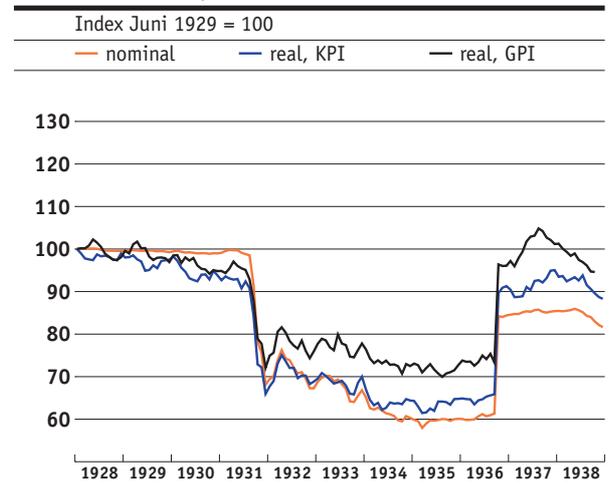
25 Der Privatdiskontsatz wurde allerdings zeitweise durch eine Vereinbarung zwischen den Banken fixiert.

26 Die Abwertung des Frankens um 30% (ausgedrückt in Goldheiten pro Franken) entspricht einem Anstieg des Wechselkurses um 43% (ausgedrückt als Franken pro Gold- oder Deviseneinheit).

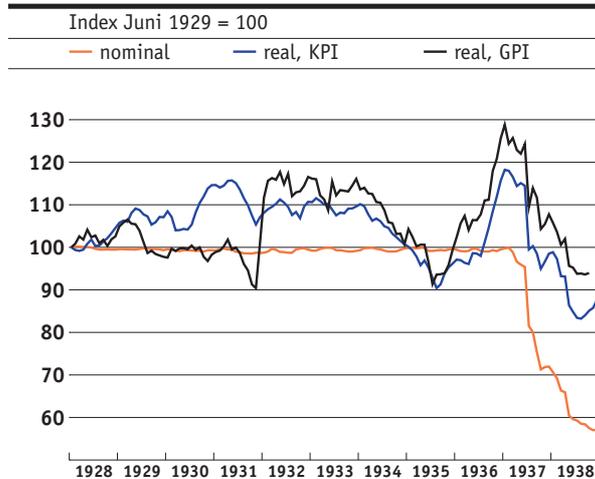
Wechselkurs CHF per USD Grafik 14a



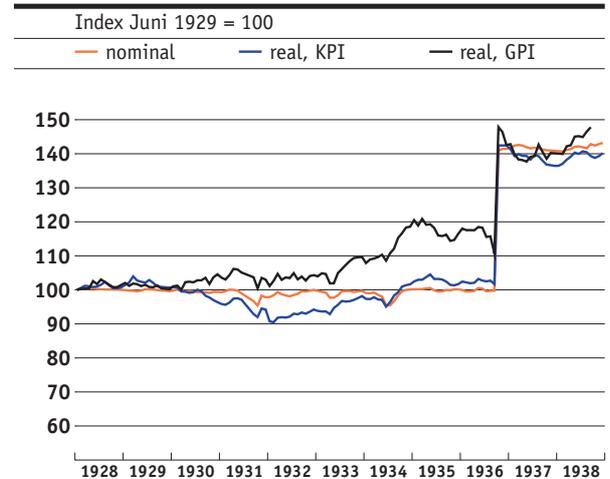
Wechselkurs CHF per GBP Grafik 14b



Wechselkurs CHF per FRF Grafik 14c



Wechselkurs CHF per RM Grafik 14d



Die Grafiken machen insgesamt deutlich, dass die schweizerische Wirtschaft ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die sie zwischen 1931 und 1933 gegenüber einem grossen Teil der übrigen Welt verloren hatte, erst mit der Abwertung vom September 1936 zurückgewann. Es gelang der Schweiz nur in geringem Masse, die nominelle Abwertung wichtiger ausländischer Währungen durch eine im Vergleich zum Ausland grössere Deflation (oder geringere Inflation) auszugleichen.

Rutz (1970) argumentiert in seiner Untersuchung zur schweizerischen Wirtschaftspolitik, dass die Anpassungspolitik durch viele behördliche Massnahmen, welche die Preise tendenziell stützten, unterlaufen wurde.<sup>27</sup> Die SNB sah die Situation im Rückblick auf das Jahr 1936 ähnlich und wies über-

dies auf die Rolle der hohen Hypothekarverschuldung hin: «Bis zum 26. September 1936 war die Wirtschaftspolitik des Bundesrates auf eine Anpassung des schweizerischen Preisniveaus durch Senkung der Preise und Löhne an dasjenige des Auslandes gerichtet (...). Der praktischen Durchführung dieser Richtlinie wirkte aber der Schutz notleidender Wirtschaftszweige entgegen. Nicht zuletzt stand der Anpassung die verhältnismässig grosse hypothekarische Verschuldung der privaten Wirtschaft im Wege.» (SNB Geschäftsbericht, 1936, S. 11.)

Vor dem Hintergrund der gescheiterten Anpassungspolitik drängt sich die Frage auf, ob die Abwertung vom 27. September 1936 erwartet worden war oder nicht. Ein Indikator für die Wechselkurs-erwartungen der Märkte ist der Terminwechsel-

27 Zu den angebotsreduzierenden Massnahmen gehörten die Kartellisierung der Uhrenindustrie, das Hotelbauverbot, das Verbot der Eröffnung und Erweiterung von Warenhäusern und ähnliche Massnahmen zugunsten der Stickereiindustrie, der Schuh-

industrie und des Schuhmacher-gewerbes. Zu den nachfragerhöhen Massnahmen gehörten Abnahmegarantien in der Landwirtschaft und die Stützung des Milchpreises.

Jahr	Sichtdevisen	Clearing	Banknoten	Registermark	Effekten- sperrmark	Reisemark
	Durchschnitt Dezember	Jahresende	Jahresende	Jahresende	Jahresende	Jahresende
1934	123.82	123.50	113.50	75.50	49.50	85.00
1935	123.86	123.60	–	64.75	27.75	77.00
1936	174.90	174.50	–	80.50	36.25	95.00
1937	174.16	174.00	88.00	92.50	29.00	109.00
1938	177.05	176.85	53.50	76.00	18.75	105.00

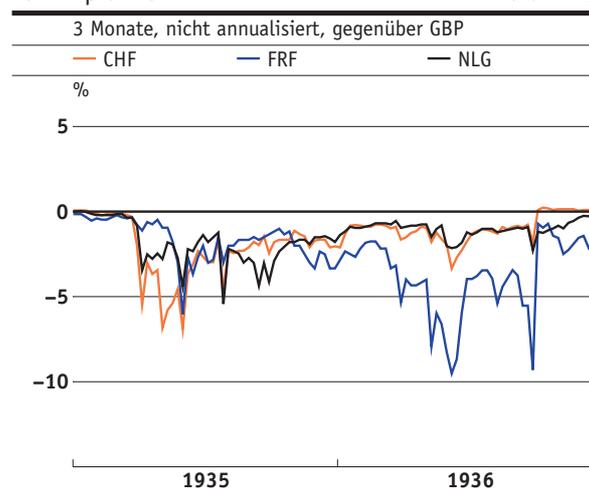
kurs. Grafik 15 zeigt den Verlauf der Dreimonatsprämie des Schweizer Frankens gegenüber dem britischen Pfund von Anfang 1935 bis Ende 1936. Zum Vergleich werden auch die entsprechenden Prämien des französischen Frankens und des holländischen Guldens angegeben, d.h. der beiden anderen im Jahre 1936 noch übrig gebliebenen Goldblockwährungen.

Die Grafik zeigt, dass alle drei Währungen am Terminmarkt mit einem Abschlag gehandelt wurden.<sup>28</sup> Dieser Abschlag betrug auf dem Schweizer Franken in ruhigen Phasen rund 1% (Dreimonatsprämie, nicht annualisiert). Grössere spekulative Attacken erfolgten im April 1935, nachdem Belgien seine Währung abgewertet hatte, und erneut im Juni 1936 nach dem Wahlsieg des Linksbündnisses in Frankreich. In diesen beiden Phasen erhöhte sich der Abschlag auf rund 6% bzw. 2 $\frac{1}{2}$ %.

In den Wochen vor der Abwertung vom 27. September 1936 bewegte sich der Abschlag des Schweizer Frankens zumeist knapp unter 1%. Am 26. September betrug er 1,8%. Im gleichen Zeitraum stieg der Abschlag des französischen Frankens deutlich. Ein Abschlag von 1,8% impliziert die Erwartung, dass der in britischen Pfund ausgedrückte Wechselkurs des Schweizer Frankens in den nächsten drei Monaten um 1,8% fallen wird. Die Wahrscheinlichkeit einer 30%-Abwertung wurde mit anderen Worten mit bloss etwa 6% veranschlagt. Die Entwicklung des Terminkurses stützt somit den Eindruck, dass die Abwertung des Schweizer Frankens weit herum überraschte.

<sup>28</sup> Ein Abschlag (-) bedeutet, dass die drei Goldblockwährungen am Terminmarkt zu tieferen Kursen (ausgedrückt in britischen Pfund) gehandelt wurden als am Kassamarkt. Beachte, dass der Wechselkurs in Grafik 15 als briti-

sche Pfund per Schweizer Franken, in Grafik 14 hingegen als Schweizer Franken per Einheit Fremdwährung ausgedrückt ist.

Terminprämien Grafik 15

## 2.6 Geldaggregate und Goldbewegungen: Niveaus

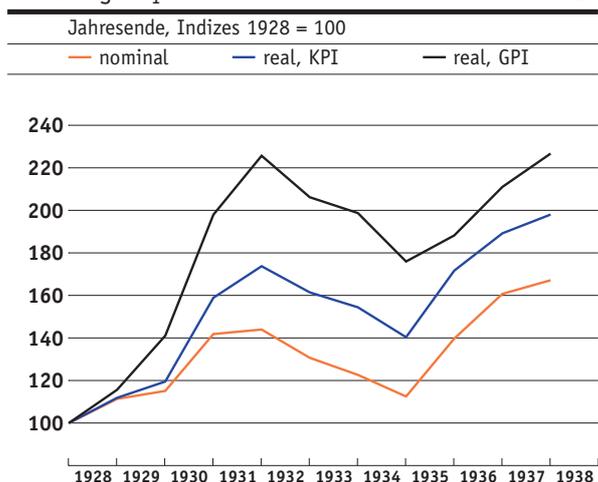
Die Geldaggregate und ihre Komponenten bieten eine andere Perspektive auf die monetäre Entwicklung als Zinssätze und Wechselkurse. In der Literatur zur Grossen Depression spielen sie seit Friedman und Schwartz (1963) eine grosse Rolle. Friedman und Schwartz argumentierten, dass der von Bankzusammenbrüchen begleitete Rückgang der Geldmenge in den USA der Hauptgrund für den massiven Rückgang der Gesamtnachfrage war und die amerikanische Zentralbank dies hätte verhindern müssen: «Prevention or moderation of the decline in the stock of money, let alone the substitution of monetary expansion, would have reduced the contraction's severity and almost as certainly its duration» (Friedman und Schwartz, 1963, S. 301). Die Frage ist, ob das Federal Reserve diesen Spielraum hatte, ohne mit dem Goldstandard in Konflikt zu geraten. Für die USA, die über rund 40% der weltweiten Goldreserven der Zentralbanken verfügten, trifft dies wahrscheinlich zu (siehe Bordo und Schwartz, 2001). Aber für kleine Länder waren die Möglichkeiten, auf die Geldmengenentwicklung Einfluss zu nehmen, wohl eher gering.<sup>29</sup>

Dennoch ist es aufschlussreich, die Entwicklung der schweizerischen Geldaggregate zu untersuchen. Die Grafiken 16 und 17 zeigen die nominelle und die reale Entwicklung der Geldaggregate  $M_1$  und  $M_3$ . Das

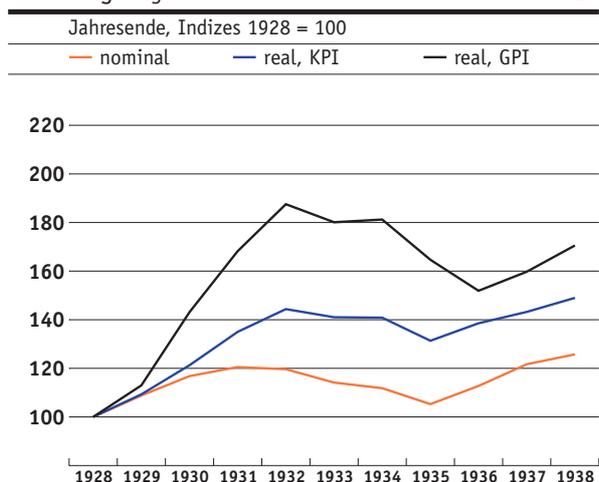
Geldaggregat  $M_1$  umfasst den Bargeldumlauf und die Sichteinlagen des Publikums bei den Banken und bei der Post.  $M_3$  schliesst darüber hinaus auch die Termineinlagen und die Spareinlagen des Publikums bei den Banken ein. Alle Daten sind Jahresendwerte.

Die Grafiken zeigen, dass die nominellen Geldaggregate unter teilweise grossen Schwankungen tendenziell stiegen. Sie bewegten sich von 1929 bis 1938 immer über dem Niveau von Ende 1928. Das Geldaggregat  $M_1$  nahm vor allem im Jahre 1931, in dem Grossbritannien den Goldstandard verliess und Deutschland Devisenkontrollen einfuhrte, deutlich zu. 1931 und 1932 liegt  $M_1$  um mehr als 40% über dem Stand von Ende 1928. In den folgenden drei Jahren büsste  $M_1$  den grössten Teil dieses Anstiegs wieder ein und lag am Jahresende 1935 wieder ungefähr auf dem Niveau von Ende 1929 oder Ende 1930. Erst 1936 stieg  $M_1$  wieder kräftig. Das breiter definierte Geldaggregat  $M_3$  entwickelte sich zwar weniger dynamisch als  $M_1$ , doch war das Entwicklungsmuster dasselbe. Die Wendepunkte lassen sich mit Hilfe von Quartalszahlen, die ab dem vierten Quartal 1931 verfügbar sind, näher bestimmen. Demnach erreichten die beiden nominellen Geldaggregate im ersten Quartal 1932 ihren einstweiligen Höchststand und im zweiten Quartal 1935 ( $M_1$ ) bzw. dritten Quartal 1935 ( $M_3$ ) einen Tiefstand.

Geldmenge  $M_1$  Grafik 16



Geldmenge  $M_3$  Grafik 17



<sup>29</sup> Das Versagen der amerikanischen Geldpolitik wird von Meltzer (2003) vor allem damit begründet, dass sich das Federal Reserve in seinem geldpolitischen Handeln durch die sog. real bills doctrine leiten liess. Die Publikationen und Sitzungsprotokolle der SNB zeigen, dass die real bills

doctrine auch in der SNB ihre Anhänger hatte. Weber (1983) ist allerdings zuzustimmen, wenn er schreibt, dass die Auswirkungen im schweizerischen Fall gering waren, da sich die SNB in der Praxis letztlich allein an den Erfordernissen des Goldstandards orientierte.

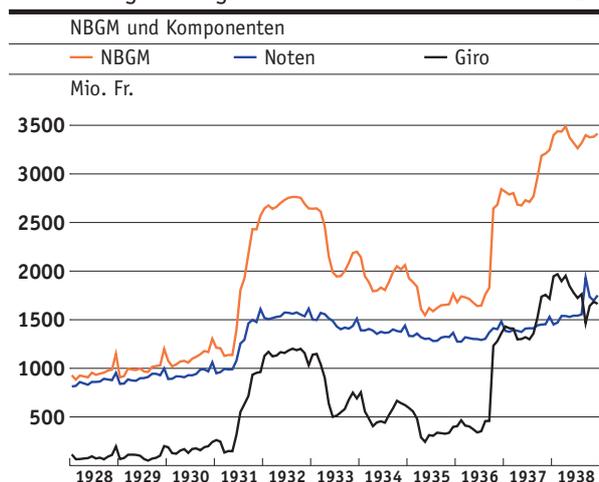
Die Entwicklung der nominellen Geldaggregate  $M_1$  und  $M_3$  macht deutlich, dass die Preise in der Schweiz fielen, obwohl die nominellen Geldaggregate stiegen. Das bedeutet, dass die realen Geldaggregate insgesamt deutlich stärker zunahm als die nominellen. Die Grafiken 16 und 17, die neben den nominellen auch die mit zwei verschiedenen Preisindizes berechneten realen Aggregate ausweisen, illustrieren dies. Die hohen realen Kassabestände können mit den niedrigen Zinssätzen und der Deflation erklärt werden. Beides machte die Geldhaltung relativ attraktiv und erhöhte die reale Geldnachfrage. Die Entwicklung des realen NSP, das ab 1931 unter Druck geriet, reduzierte zwar die reale Geldnachfrage, konnte die Gegenkräfte aber offensichtlich nicht kompensieren.

Ein enger definiertes Geldaggregat als  $M_1$  ist die Notenbankgeldmenge, für die Monatsdaten verfügbar sind. Wir definieren die Notenbankgeldmenge als das Total aus dem Notenumlauf und den «täglich fälligen Verbindlichkeiten» der SNB. Sie drückt das von der SNB geschaffene Geld aus, berücksichtigt das von den Banken geschaffene Depositengeld also nicht.<sup>30</sup> Grafik 18 zeigt die Entwicklung dieses Aggregats von 1928 bis 1938. Daraus geht hervor, dass sich die Notenbankgeldmenge im Jahre 1931 innert weniger Monate verdoppelte und sich anschliessend auf hohem Niveau stabilisierte. Dieser Anstieg der Notenbankgeldmenge entfiel zu rund zwei Drittel auf die Giro Guthaben und zu einem Drittel auf den Notenumlauf. Beim Notenumlauf waren es vor allem die grossen Abschnitte (1000er- und 500er-Noten), die vermehrt nachgefragt wurden. Die Situation blieb bis ins erste Quartal 1933 ruhig. Nach der Aufhebung der

Goldkonvertibilität des amerikanischen Dollar geriet der Franken hingegen mehrmals unter spekulativen Druck, so dass die Notenbankgeldmenge bis zur Abwertung im Jahre 1936 unter grossen Schwankungen abnahm. Nach der Abwertung von 1936 nahm die Notenbankgeldmenge wieder zu und übertraf schon bald das hohe Niveau von 1932.

In den Jahren 1933 bis 1935 lassen sich drei Wellen von spekulativen Attacken auf den Schweizer Franken unterscheiden, die jeweils die Notenbankgeldmenge beträchtlich reduzierten. Die erste Welle dauerte von März bis Juli 1933 und stand im Zusammenhang mit Spekulationen, dass nach der Abkehr der USA vom Goldstandard auch die Schweiz gezwungen sein könnte, ihre Goldparität aufzugeben. Das Vertrauen in den Schweizer Franken kehrte erst zurück, als die Schweiz zusammen mit Frankreich und anderen Ländern den Goldblock gründete (8. Juli 1933). Die zweite Spekulationswelle dauerte von Februar bis April 1934. Auslöser war die Stabilisierung des Dollar auf 59% seiner alten Parität (31. Januar 1934), die das Vertrauen in den Dollar stärkte und zu erneuten Zweifeln an der Goldparität des Frankens und der anderen Goldblockwährungen führte. Die dritte zog sich vom Januar bis Juni 1935 hin. Sie wurde zunächst vor allem durch die Bankenkrise in Belgien und durch die Abwertung der belgischen Währung (31. März 1935) vorangetrieben. Anschliessend führte der hart geführte Abstimmungskampf um die Kriseninitiative der Gewerkschaften und Jungbauern zu einer erneuten Verunsicherung. Die Situation beruhigte sich erst nach der Verwerfung der Initiative in der Volksabstimmung (2. Juni 1935).

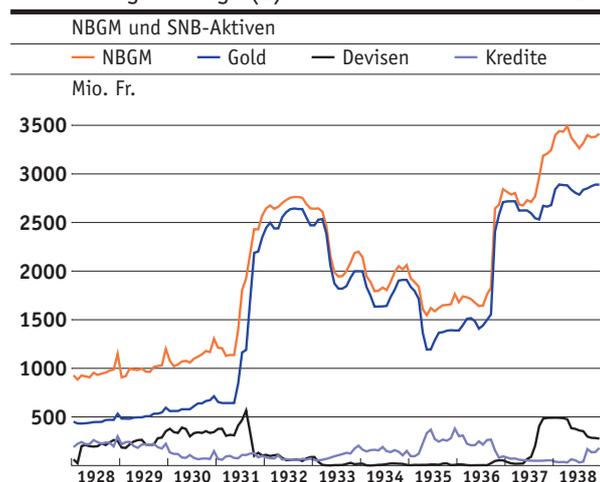
Notenbankgeldmenge Grafik 18



30 Die «täglich fälligen Verbindlichkeiten» setzen sich aus den Giro- und Deponentenkonti zusammen. Sie schliessen die Konti der Bundesverwaltung (nach der Abwertung auch das sog. Goldaufwertungskonto, dem zunächst der Aufwertungsgewinn gutgeschrieben wurde) ein, die eigent-

lich nicht zur Notenbankgeldmenge gehören. Die Konti der Bundesverwaltung wurden in der Jahresrechnung gesondert ausgewiesen. Siehe Gruebler (1958) und Weber (1983) für Berechnungen der Notenbankgeldmenge bzw. der monetären Basis mit Jahresdaten.

Notenbankgeldmenge (2) Grafik 19



Die SNB verfügt über verschiedene Instrumente, mit denen sie eine Veränderung der Notenbankgeldmenge herbeiführen kann. Nach dem Nationalbankgesetz von 1929 konnte sie Gold, Devisen und staatliche Schuldverschreibungen erwerben sowie Diskont- und Lombardkredite einräumen.<sup>31</sup> Grafik 19 zeigt die Entwicklung der wichtigsten Aktivpositionen, die im SNB-Ausweis publiziert wurden. Daraus geht hervor, dass der Goldbestand ab 1931 den weitaus grössten Teil der Aktiven der SNB ausmachte. Zu Beginn des Berichtszeitraums waren die Devisen und die Refinanzierungskredite zusammen noch etwa ebenso gross wie der Goldbestand. Die Refinanzierungskredite wurden dann im Laufe des Jahres 1930 stark reduziert. Dasselbe geschah 1931 innerhalb von zwei Monaten mit dem Devisenbestand. Erst als sich die Krise 1935 und 1936 zuspitzte, stiegen die Refinanzierungskredite vorübergehend wieder an. Mit Devisenkäufen wartete die SNB noch länger (1937).

Der Gewinn von 539 Mio. Franken, der bei der Neubewertung des Goldbestandes Anfang Oktober 1936 entstand, wurde nicht ausgeschüttet, sondern unter «täglich fällige Verbindlichkeiten» einem Währungsausgleichsfonds gutgeschrieben. Dieser Fonds sollte der SNB bei der Durchführung ihrer währungspolitischen Aufgaben dienen und als Reserve für allfällige Währungsverluste zur Verfügung stehen.<sup>32</sup> Die Interpretation des SNB-Ausweis wird durch den Fonds zeitweise erschwert. Fest steht, dass die SNB in den 2–3 Wochen nach der Abwertung am Markt Gold zulasten des Girokontos des Währungsausgleichsfonds (sog. Goldaufwertungskonto) kaufte. Damit können die «täglich fälligen Verbindlichkeiten», die vorübergehend stark durch dieses Girokonto geprägt wurden, bereits Ende Oktober 1936 wieder als guter Indikator für die Liquidität des Marktes betrachtet werden. Dafür muss man bei der Deutung der Gold- und Devisenbestände im SNB-Ausweis bis zur Aufhebung des Währungsausgleichsfonds im Jahre 1940 vorsichtig sein. Die Anlagen des Währungsausgleichsfonds wurden im Ausweis zunächst gar nicht und ab Ende 1936 nur pauschal und getrennt von den normalen Gold- und Devisenbeständen ausgewiesen. Aus diesem Grund geben die Angaben in Grafik 19, die auf dem SNB-Ausweis basieren, ab Oktober 1936 auch nicht die wahren Gold- und Devisenbestände der SNB an, da die Anlagen des Währungsausgleichsfonds darin nicht enthalten sind.

## 2.7 Geldaggregate und Goldbewegungen: Bernanke Ratios

Es ist oft nützlich und interessant, die Entwicklung der Geldaggregate anhand von einfachen Verhältniszahlen zu beschreiben und zu interpretieren. Friedman und Schwartz (1963) machten dies mit dem Geldschöpfungsmultiplikator und dessen Zerlegung in die Bargeldrate (*currency-deposit ratio*) und die Reserverate (*reserve-deposit ratio*). Weber (1983) ging in seiner Untersuchung der schweizerischen Geldaggregate den gleichen Weg. Eine alternative Zerlegung der Geldmenge, die sich für den Goldstandard aufdrängt, ist von Bernanke (1995) in die Literatur eingeführt und von Faber (1997) auf die Schweiz angewandt worden. Die entsprechende Definition lautet

$$M \equiv \frac{M}{BASE} \cdot \frac{BASE}{RES} \cdot \frac{RES}{GOLD} \cdot QGOLD \cdot PGOLD,$$

wobei  $M$  das Geldaggregat  $M_1$ ,  $BASE$  die monetäre Basis (in unserem Fall die Notenbankgeldmenge),  $RES$  die in Franken bewerteten Währungsreserven (Total aus Gold und Devisen),  $GOLD$  den in Franken bewerteten Goldbestand,  $QGOLD$  die Goldmenge und  $PGOLD$  den Goldpreis (Ankaufspreis der SNB) bezeichnen.  $RES$  und  $GOLD$  unterscheiden sich von den in Grafik 19 ausgewiesenen Werten darin, dass sie auch die Anlagen des Währungsausgleichsfonds einschliessen und der Goldbestand zum offiziellen Ankaufspreis der SNB und nicht zu den Buchhaltungskursen bewertet ist.<sup>33</sup>

Anhand dieser Zerlegung von  $M$  kann die Herkunft der Bewegungen der Geldmenge veranschaulicht werden. Bernanke und Mihov (2000) haben dies für acht verschiedene Länder gemacht (USA, Deutschland, Frankreich, Grossbritannien, Kanada, Japan, Polen, Schweden). Die Grafiken 20a–f zeigen unsere Resultate für die Schweiz. Um den Vergleich mit den entsprechenden Resultaten von Bernanke und Mihov zu erleichtern, sind sie gleich wie dort als kumulierte Veränderungen der logarithmierten Monatsreihen ab Juni 1928 ausgewiesen (ausgenommen  $M/BASE$ , die auf Jahresendwerten basiert).

31 In der Praxis machte die SNB vom Instrument der Offenmarktpolitik nur in sehr geringem Umfang Gebrauch. Das Nationalbankgesetz erlaubte der SNB den «Erwerb von zinstragenden, auf den Inhaber lautenden, leicht realisierbaren Schuldverschreibungen des Bundes, der Kantone und auswärtiger Staaten, jedoch nur zum Zwecke vorübergehender

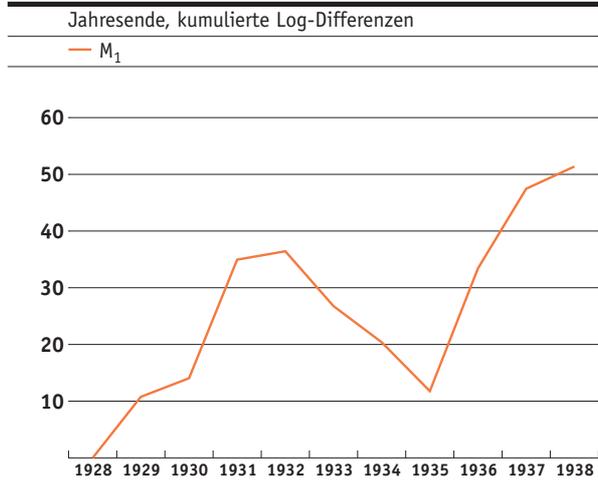
Anlage von Geldern.» (Art. 14 Abs. 7 NBG).

32 Die Währungslage entwickelte sich so, dass die SNB davon kaum Gebrauch machte. Im Mai 1940 wurde der Währungsausgleichsfonds aufgehoben, wobei die Mittel (533 Mio. Franken) zwischen Bund (325 Mio.), Kantonen (150 Mio.) und SNB (58 Mio.) aufgeteilt wurden.

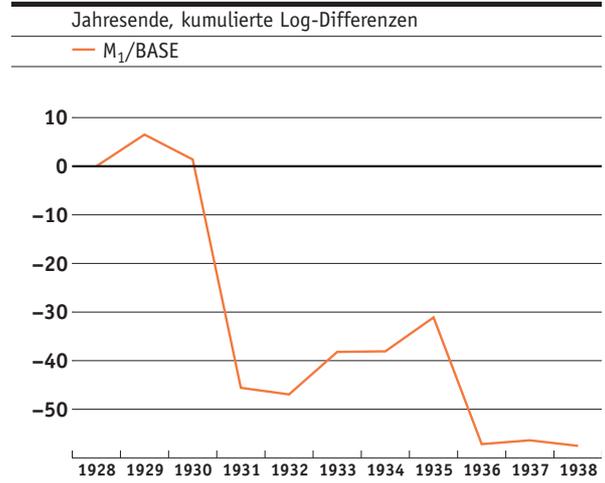
33 Die Angaben zu den Anlagen des Währungsausgleichsfonds wurde Jaquemet (1974, Anhang 3) entnommen. Dessen Monatsdaten beginnen Ende Dezember 1936. Da die Bank bereits am 15. Oktober neu eingegangenes Gold besass, das nicht mehr an den Fonds weitergegeben werden konnte (Jaquemet, 1974, S. 88), gehen

wir davon aus, dass der Fonds Ende Oktober und Ende November voll in Gold investiert war.

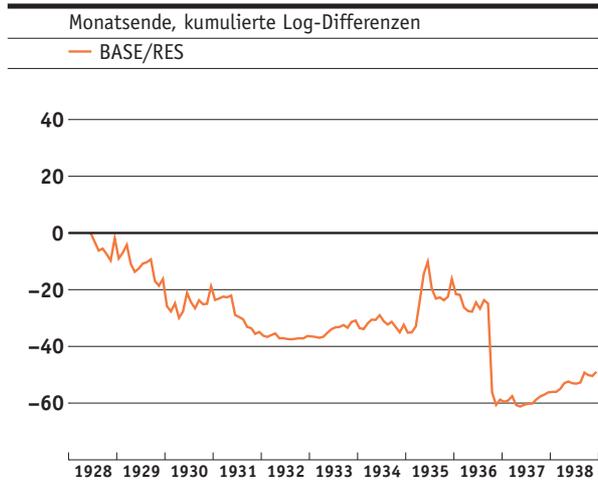
M<sub>1</sub> Grafik 20a



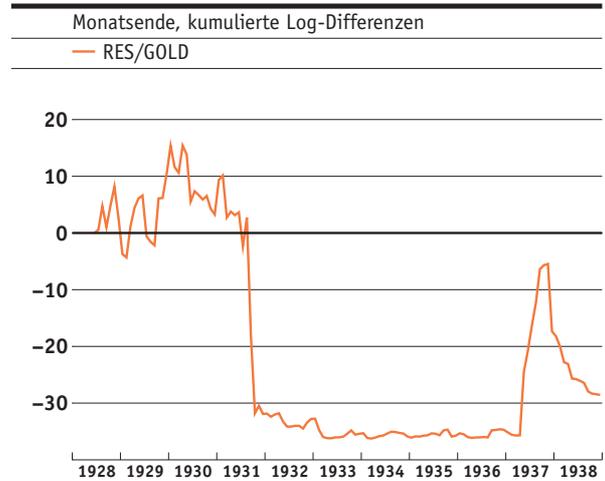
M<sub>1</sub>/BASE Grafik 20b



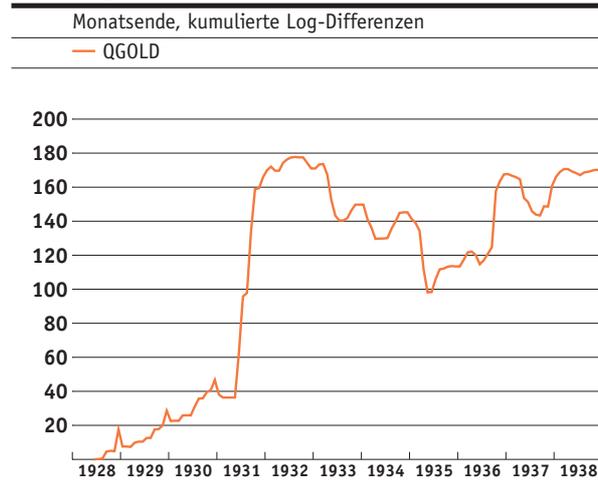
BASE/RES Grafik 20c



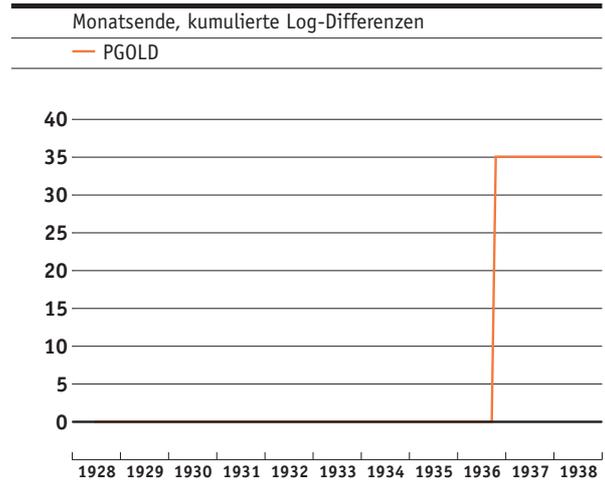
RES/GOLD Grafik 20d



Goldmenge Grafik 20e



Goldpreis Grafik 20f



Der erste Ausdruck auf der rechten Seite der Definition von  $M$  ist  $M/BASE$ , der Geldschöpfungsmultiplikator. Der Geldschöpfungsmultiplikator hängt negativ von der Bargeld- und der Reserverate ab. Nach Bernanke (1995) ist der Geldschöpfungsmultiplikator in der Grossen Depression vor allem ein Indikator für Banken Krisen. Zweifel an der Sicherheit der Banken bewegen das Publikum dazu, vermehrt Bargeld statt Bankeinlagen zu halten. Dies wiederum zwingt die Banken, ihre Liquiditätsreserven zu erhöhen, um gegen einen plötzlichen starken Abzug von Depositen gewappnet zu sein. Beide Veränderungen senken den Geldschöpfungsmultiplikator  $M/BASE$ .

In der Schweiz belief sich der Geldschöpfungsmultiplikator Ende 1929 auf 2,7. Wie Grafik 20b zeigt, fiel er im Jahre 1931 massiv, stieg dann bis 1935 wieder leicht an und bildete sich 1936 bis 1938 auf neue Tiefstände zurück. Der massive Rückgang im Jahre 1931 trifft mit der internationalen Bankenkrise zusammen, die sich in diesem Jahr ausgehend von Deutschland und Österreich auch auf die Schweiz auswirkte. Zwei Grossbanken (Schweizerische Volksbank, Banque d'Escompte Suisse) gerieten in Schwierigkeiten und mussten Bundeshilfe in Anspruch nehmen.

Neben der Bankenkrise dürfte sich aber auch die internationale Währungskrise direkt auf den schweizerischen Geldschöpfungsmultiplikator ausgewirkt haben. Erstens galt der Franken 1931 als relativ sicher, so dass die Spekulation gegen andere Währungen zu einem starken Zustrom von Geldern aus dem Ausland führte. Da die Banken damit rechneten, dass ein Teil dieser Gelder nach einer Beruhigung der Situation rasch wieder abfliessen würde, erhöhten sie ihre Reserverate. Zweitens führte Deutschland 1931 Devisenkontrollen ein. Da Noten sich dazu eignen, Devisenkontrollen zu umgehen, dürfte sich dies in einer höheren Nachfrage nach Frankennoten und einem Anstieg der Bargeldrate niedergeschlagen haben.

Der zweite Quotient auf der rechten Seite der Geldmengendefinition ist  $BASE/RES$ , das Verhältnis zwischen monetärer Basis und Währungsreserven. Der invertierte Quotient,  $RES/BASE$ , erinnert an die gesetzlichen Deckungsvorschriften.<sup>34</sup> Bernanke behandelt  $BASE/RES$  als Indikator für die Geldpolitik. Er zeigt, ob die Zentralbank die Auswirkungen von Veränderungen der Währungsreserven auf die monetäre Basis durch kompensierende Diskont- und Lombardgeschäfte sterilisierte, oder ob sie diese Auswirkungen zulies (und möglicherweise noch verstärkte). Wie Grafik 20c zeigt, ging  $BASE/RES$  in den ersten Jahren der Grossen Depression tendenziell zurück. In

dieser Phase wurde der grösste Teil der Wirkungen der gestiegenen Währungsreserven auf die monetäre Basis durch den Abbau der Refinanzierungskredite neutralisiert. Der Abbau der Refinanzierungskredite war aber weitgehend abgeschlossen, als die Währungsreserven in der zweiten Jahreshälfte 1931 ihren stärksten Zuwachs verzeichneten.  $BASE/RES$  nahm erst im April 1935 wieder deutlich zu und bewegte sich anschliessend bis zur Abwertung im September 1936 auf einem durchschnittlichen Niveau, das etwa jenem aus dem Zeitraum von Mitte 1929 bis Mitte 1931 entsprach. Dieser Verlauf deutet darauf hin, dass die SNB auf die periodischen Vertrauenskrisen, von denen der Franken ab 1933 erfasst wurde, zunächst kaum reagierte, unter den wirtschaftlich zunehmend kritischen Verhältnissen von 1935 und 1936 aber bemüht war, die Schweizer Wirtschaft gegen die Wirkungen der spekulativen Attacken auf den Franken abzuschirmen. Der scharfe Einbruch von  $BASE/RES$  im Oktober 1936 widerspiegelt nicht eine restriktivere Geldpolitik, sondern die Neubewertung des Goldbestandes. Da der Abwertungsgewinn nicht ausgeschüttet, sondern einem Währungsausgleichsfonds gutgeschrieben wurde, fällt  $BASE/RES$  um rund 35 Log-Punkte.

Der dritte Quotient auf der rechten Seite der Geldmengendefinition ist  $RES/GOLD$ , das Verhältnis zwischen Währungsreserven und Goldbestand. Dieser Quotient gibt darüber Auskunft, wie die SNB ihren Devisenbestand einsetzte. Der in Grafik 20d abgebildete Verlauf von  $RES/GOLD$  ist durch einen kräftigen Einbruch im September und Oktober 1931 geprägt. In diesen zwei Monaten sank der Quotient um 29 Log-Punkte. Zwei Faktoren bestimmen diese Bewegung. Zum einen führte die Währungs- und Bankenkrise im Ausland zu einem massiven Anstieg des Goldbestandes und zum anderen wechselte die SNB ihre Sterlingguthaben in Gold um. Im Jahre 1937 erhöhte die SNB den Anteil der Devisen in ihren Währungsreserven vorübergehend stark. Sie reagierte damit auf Diskussionen über eine Herabsetzung des internationalen Goldpreises (Jaquemets, 1974, S. 89). Um die Märkte nicht zu beunruhigen, wurde der Grossteil dieser Umschichtung in den Anlagen des Währungsausgleichsfonds vorgenommen.

Die beiden letzten Teilgrafiken, 20e und 20f, zeigen die Entwicklung des in Gewichtseinheiten gemessenen Goldbestandes,  $QGOLD$ , und den Goldpreis,  $PGOLD$ .  $QGOLD$  umfasst den gesamten Goldbestand der SNB, also auch die Goldanlagen des Währungsausgleichsfonds.  $PGOLD$  basiert auf dem offiziellen Goldankaufspreis der SNB. Der Abwer-

34 Allerdings gibt es Unterschiede. Das Nationalbankgesetz sah vor, dass der Notenumlauf (also nicht die monetäre Basis) zu 40% mit Edelmetall (also nicht mit Währungsreserven) gedeckt sein musste. Für die Metalldeckung konnte bis 31. März 1930

Gold und Silber, nachher nur noch Gold eingesetzt werden. Das Gesetz sah ausserdem vor, dass 100% des Notenumlaufs durch einen weiteren Kreis von Aktiven, der insbesondere auch die Diskont- und Lombardkredite einschloss, gedeckt sein musste.

tungsbeschluss wies die SNB an, den Goldwert des Frankens zwischen 190 und 215 Milligramm Feingold zu halten, was einer Abwertung des Frankens um mindestens 25,9% und höchstens 34,6% gleichkommt. Kurz darauf beauftragte der Bundesrat die SNB damit, den Goldwert des Frankens auf einem Stand zu halten, der einer Abwertung von ungefähr 30% entspricht. Dies deckt sich mit der Erhöhung des in Franken ausgedrückten Ankaufspreises des Goldes von 42% (oder 35 Log-Punkten).

Als Fazit kann festgehalten werden, dass sich  $RES/GOLD$ ,  $BASE/RES$  und  $M/BASE$  in den ersten Jahren der Grossen Depression alle stark verringerten. Als Folge davon stieg die Geldmenge  $M_1$  ( $M$ ) zwischen Ende 1929 und Ende 1932 um 26 Log-Punkte, obwohl der Goldbestand ( $QGOLD$ ) um 142 Log-Punkte zunahm. Nach der Abwertung vom September 1936 stiegen  $QGOLD$ ,  $RES/GOLD$  und  $BASE/RES$  allesamt an, so dass auch  $M$  deutlich wuchs, obwohl  $M/BASE$  nochmals zurückging.

Ein Vergleich mit den acht von Bernanke und Mihov (2000) behandelten Ländern zeigt, dass der schweizerische Fall die grössten Parallelen zu Frankreich aufweist. Auch in Frankreich sanken  $RES/GOLD$  und  $M/BASE$  in der zweiten Jahreshälfte 1931 deutlich. Frankreichs  $M_1$  und Goldbestand stiegen zwischen Ende 1929 und Ende 1932 allerdings nur um 1 Log-Punkt bzw. 69 Log-Punkte. Die Schweiz weist einen deutlich stärkeren relativen Anstieg des Goldbestandes auf als alle von Bernanke und Mihov behandelten Länder. Der Goldzufluss war so stark, dass  $M_1$  in diesem Zeitraum – trotz des massiven Rückgangs der drei Quotienten – deutlich zunahm. Der Goldzufluss sorgte also dafür, dass die schweizerische Volkswirtschaft und das schweizerische Bankensystem liquider waren, als dies sonst der Fall gewesen wäre. Damit trug er auch dazu bei, dass die Schweiz die Grosse Depression lange Zeit besser überstand als andere Länder.

## 2.8 Die Banken

Es gibt zwei Gründe, sich zum Schluss nochmals etwas ausführlicher mit den Banken zu beschäftigen. Erstens waren die Schwierigkeiten im Bankensektor eine wichtige Ursache des im letzten Abschnitt beschriebenen Rückgangs des Geldschöpfungsmultiplikators und zweitens können Schwierigkeiten im Bankensektor dazu führen, dass die Banken ihre Kredite verteuern oder einzelnen Kundensegmenten überhaupt keine Kredite mehr gewähren. Da Bankkredite für die meisten Firmen und Haushalte die einzige Form der Fremdfinanzierung sind, resultiert daraus eine negative Wirkung auf Produktion und Beschäftigung.<sup>35</sup>

Einen Einblick in die Entwicklung des Bankensektors liefern die Bankbilanzen. Tabelle 4 zeigt, dass die nominelle Bilanzsumme 1930 noch leicht zunahm (5%), bevor sie sich bis 1935 kontinuierlich verringerte (1930–1935: –19%); erst im Abwertungsjahr 1936 setzte eine Erholung ein. Auf der Aktivseite der Bankbilanzen zeigt sich zudem eine markante Verschiebung zugunsten sicherer Anlagen. Der Anteil der Kassamittel nimmt stark, jener der Wertschriften moderat zu.<sup>36</sup> Einen Zuwachs weist auch der Anteil der Hypothekaranlagen auf. Rückläufig sind im Gegenzug die Anteile der gewährten Darlehen und Vorschüsse (Kundendebitoren, Bankdebitoren und Wechsel).<sup>37</sup> Dieses Muster ist das, was man unter den damaligen Umständen von einer risikobewussten Bank erwarten würde. Die Banken wappneten sich gegen die Gefahr unerwarteter Depositenabzüge mit höheren Kassamitteln und Wertschriften (zulasten der Debitoren und der Wechsel). Ausserdem reagierten sie auf die verminderte Qualität der Schuldner, indem sie den Anteil der gedeckten Kredite erhöhten.

Wir wissen nicht, wie gross die Abschreibungen waren, welche die Banken in der Grossen Depression auf ihren Aktiven machen mussten. Sicher ist, dass die Zahlungsschwierigkeiten der Bankkunden unter dem Druck von Deflation und Depression zunahmen und die notleidenden Kredite in den Büchern der Banken stiegen. Grafik 21 zeigt die Entwicklung der in der Schweiz registrierten Firmenkongresse. Daraus geht hervor, dass die Kongresse im Jahre 1936 den Höchststand erreichten. Dies deckt sich mit dem Bild anderer Indikatoren, wonach die Krise ab 1932 immer stärker auf die durch eine grosse Zahl mittlerer und kleiner Firmen geprägte Binnenwirtschaft übergriff.

35 Siehe Bernanke (1983) für ein frühes Beispiel dieser Argumentation und Calomiris (1993) für eine Literaturübersicht.

36 Kasse umfasst auch die Giro- und Postcheckguthaben. Wertschriften umfasst auch die dauernden Beteiligungen.

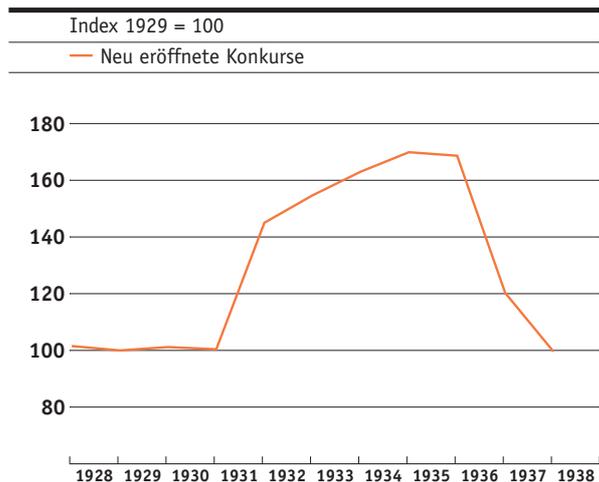
37 Die Debitoren sind das Total aus den Kontokorrentdebitoren und den Festen Vorschüssen und Darlehen. Seit 1930 wird auch der Anteil der gegen hypothekarische Deckung gegebenen Festen Vorschüsse und Darlehen ausgewiesen. Dieser Anteil nahm ab 1930 von Jahr zu Jahr zu (ausser 1934).

Jahr	Kasse	Wertschriften	Wechsel	Banken-debitoren	Debitoren	Hypothekar-anlagen	Bilanzsumme
	in %	in %	in %	in %	in %	in %	in Mio. Fr.
1929	1,8	6,4	9,4	10,7	34,0	33,7	20 493
1930	2,2	6,5	9,4	11,2	34,8	33,2	21 530
1931	6,3	7,1	6,8	5,7	34,1	36,9	20 467
1932	6,3	7,5	5,8	4,4	32,3	40,7	19 945
1933	5,4	7,1	5,0	3,9	31,4	43,9	19 150
1934	5,0	7,0	5,0	3,5	30,6	46,0	18 646
1935	3,1	7,5	3,9	3,7	25,0	49,2	17 552
1936	7,3	7,8	3,8	4,3	21,8	47,6	18 080
1937	8,8	8,5	3,9	5,2	19,7	47,1	18 497
1938	9,3	8,8	3,5	4,5	18,9	48,2	18 297

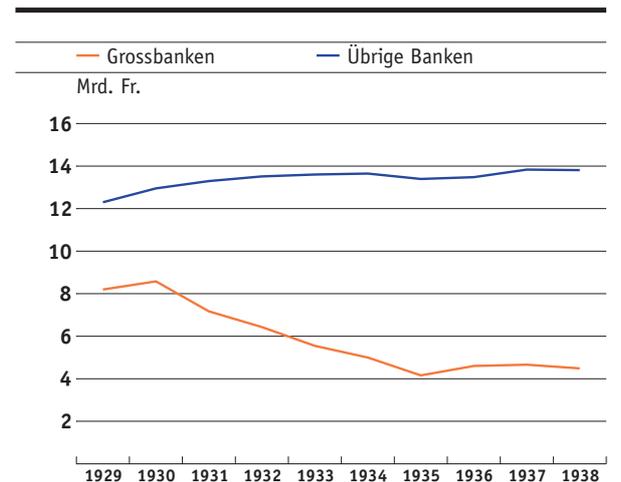
Der zweite wichtige Grund, weshalb die Banken Abschreibungen auf ihren Aktiven vornehmen mussten, war die Blockierung der Guthaben in Deutschland (und in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern). Im September 1931 schloss Deutschland mit seinen Bankgläubigern ein Stillhalteabkommen ab, das in den folgenden Jahren regelmässig erneuert wurde. Zwar gab es einen Markt, auf dem die Stillhalte-Bankguthaben gehandelt werden konnten, doch wurde die entsprechende Marksorte (Registermark) mit einem massiven Abschlag gehandelt. Noch schwieriger war die Liquidation von anderen Anlagen (Wertschriften, Hypotheken usw.). So gestaltete sich die Rückführung der blockierten Guthaben aus Deutschland mühevoll und teuer.<sup>38</sup>

Nicht alle Bankengruppen waren von den Schwierigkeiten in gleichem Masse betroffen. Am stärksten unter Druck gerieten die Grossbanken. Darunter verstand man damals die acht grössten Handelsbanken (Schweizerischer Bankverein, Schweizerische Kreditanstalt, Schweizerische Volksbank, Banque d'Escompte Suisse, Schweizerische Bankgesellschaft, Eidgenössische Bank, Basler Handelsbank, Bank Leu). Alle Grossbanken hatten Anfang der 1930er-Jahre grosse Kreditausstände in Deutschland und wurden deshalb von den Transferbeschränkungen und der daraus resultierenden Verunsicherung der Anleger hart getroffen. Grafik 22 illustriert dies anhand der Bilanzsumme. Die Bilanzsumme der acht Grossbanken fiel zwischen 1929 und 1938 auf etwa die Hälfte, während jene der übrigen Banken praktisch konstant blieb.

Konkurse Grafik 21



Bilanzsumme der Banken Grafik 22



38 Siehe Fior (2000) und Perrenoud et al. (2002) für die Entwicklung des Engagements einzelner Schweizer Grossbanken in Deutschland.

Von den acht Grossbanken hatten nur gerade zwei, die Schweizerische Kreditanstalt und der Schweizerische Bankverein, ausreichend hohe Reserven, um ihre Verluste ohne Rückgriff auf das Aktienkapital zu decken. Drei Institute (Basler Handelsbank, Eidgenössische Bank und Schweizerische Bankgesellschaft) zogen zur Deckung ihrer Verluste die Aktionäre heran. Ein Institut (Bank Leu) belastete neben den Aktionären auch die Gläubiger. Die Schweizerische Volksbank konnte dies vermeiden, sah sich aber nach einer starken Reduktion des Genossenschaftskapitals gezwungen, vorübergehend Bundeshilfe in Anspruch zu nehmen. Noch schlimmer traf es die Banque d'Escompte Suisse, die trotz Bundeshilfe und mehrjährigen Sanierungsbemühungen am 30. April 1934 ihre Schalter schloss und liquidiert werden musste. Tabelle 5 zeigt eine Zusammenstellung der Beiträge, welche die Aktionäre und Gläubiger dieser sechs Grossbanken bis Ende 1937 leisteten. Sie macht deutlich, dass die Banque d'Escompte Suisse und die Schweizerische Volksbank die beiden grössten und teuersten Fälle waren.<sup>39</sup>

Die 28 Kantonalbanken, die zweite wichtige Bankengruppe neben den Grossbanken, überstanden die Krise im grossen Ganzen in guter Verfassung. Sie hatten kein nennenswertes Auslandsgeschäft und profitierten wahrscheinlich auch von der Staatsgarantie. So blieb es bei drei Sanierungen (Banque Cantonale

Neuchâteloise, 1935; Kantonalbank von Bern, 1939; Bündner Kantonalbank, 1939). Diese wurden vor allem deshalb notwendig, weil wichtige Wirtschaftszweige der betreffenden Kantone von der Krise hart betroffen waren (Uhrenindustrie, Hotellerie).

Der Staat reagierte auf die Bankenkrise mit zwei Reformen. Erstens wurde die Eidgenössische Darlehenskasse geschaffen (1932), die auch solche Wechsel zum Diskont entgegennahm, welche die SNB nicht akzeptierte. Damit wurde die von Bagehot (1873) beschriebene traditionelle Aufgabe einer Zentralbank als *lender of last resort* teilweise ausgelagert. Für die Verbindlichkeiten der Darlehenskasse haftete ein Garantiefonds, an dem der Bund mit 75 Mio. Franken, die Banken und Versicherungen mit 25 Mio. beteiligt waren. Zweitens wurde das Bankengesetz verabschiedet (1934), das neben Vorschriften zum Gläubigerschutz verschiedene Bestimmungen enthielt, die bei Zahlungsschwierigkeiten einer Bank zur Anwendung kommen sollten (Fälligkeitsaufschub, Stundung, Konkurs). Damit wurde der spezifischen Situation einer Bank Rechnung getragen, die wegen der Möglichkeit von Bankpaniken eine andere Regelung erforderte als ein Gewerbe- oder Industriebetrieb.<sup>40</sup> Im Zeitraum von 1935 bis 1938 verlangten 12 Banken einen Fälligkeitsaufschub, 15 Banken eine Bankenstundung, 21 eine Nachlassstundung und 8 Banken gerieten in Konkurs (Ehrsam, 1985, S. 84).

Sanierungen von Grossbanken (in Mio. Franken)

Tabelle 5

Bank	Opfer			Bilanzsumme Ende 1930
	Aktionäre	Gläubiger	Total	
Banque d'Escompte Suisse	165	85	250	677
Schweizerische Volksbank	195		195	1680
Bank Leu	33	31	64	416
Basler Handelsbank	55		55	835
Schweizerische Bankgesellschaft	40		40	983
Eidgenössische Bank	33		33	854
Total	521	116	637	5445

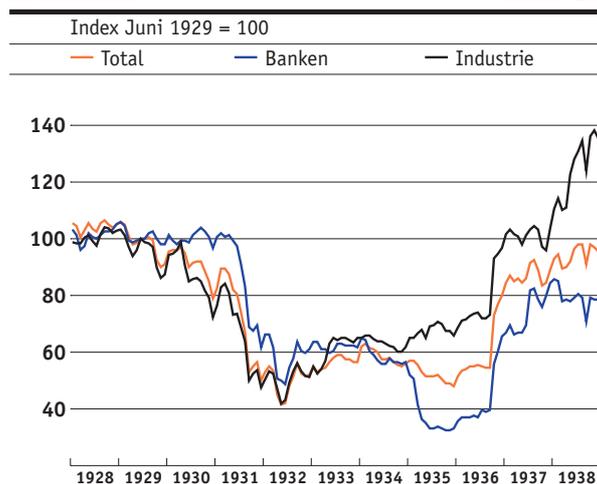
39 Die Angaben aus Tabelle 5 stammen von Paul Rossy, zitiert nach Ehrsam (1985, S. 90). Zum Untergang der Banque d'Escompte Suisse siehe Scheuss (1960) und Ehrsam (1985, S. 93–97). Zur Sanierung der Schweizerischen Volksbank siehe Ehrsam (1985, S. 97–101).

40 Zur Entstehungsgeschichte des Bankengesetzes siehe Bänziger (1986).

Wie gross waren die Schwierigkeiten der Schweizer Banken im Vergleich zu jenen anderer Wirtschaftszweige? Die Einschätzung der Finanzmärkte widerspiegelt sich in der Entwicklung der Aktienkurse. Grafik 23 zeigt die Entwicklung des Gesamtindex der Schweizer Aktien sowie der beiden Branchenindizes der Bank- und Industrieaktien. Daraus geht hervor, dass Bankaktien bis 1934 ungefähr gleich stark fielen wie Industrieaktien. 1935 stürzten die Bankaktien aber noch tiefer, während die Industrieaktien sich bereits auf einem leichten Aufwärtstrend bewegten. Die Grafik zeigt ausserdem auf, dass der Aktienmarkt auf die Abwertung vom September 1936 mit einem Kursfeuerwerk reagierte, von dem die Bankaktien am meisten profitierten. In den letzten drei Monaten des Jahres 1936 stiegen die Kurse der Bankaktien um nicht weniger als 65%. Die Kurse der Industrieaktien legten im gleichen Zeitraum um 35% zu. Die verbreitete Auffassung, dass das Festhalten am Goldstandard im Interesse der Banken lag, ist im Lichte dieser Zahlen wenig überzeugend. Zumindest die Finanzmärkte waren am Ende offenkundig anderer Meinung.

Die Rückwirkung der Bankenkrise auf die Wirtschaftsentwicklung ist schwer zu beurteilen. Im internationalen Vergleich scheinen die Schweizer Banken mit ihren Schwierigkeiten noch verhältnismässig gut fertig geworden zu sein. Teilweise verheerende Bankenkrisen trafen vor allem die USA, Deutschland und Belgien sowie die meisten mittel- und osteuropäischen Länder. Viele davon mündeten in allgemeine Moratorien und die vorübergehende Schliessung der Banken (*bank holidays*). In den USA scheiterte zwischen 1929 und 1933 ein Drittel aller Banken und viele der übrigen schlossen sich zusammen, so dass die Zahl der Banken auf etwa die Hälfte zurück ging. Im Unterschied dazu gab es in der Schweiz zwar verschiedene Restrukturierungen, aber nur wenige Zusammenschlüsse und Liquidationen (darunter mit der Banque d'Escompte Suisse allerdings eine Grossbank). Die Zahl der Banken bewegte sich zwischen 1928 und 1938 nur wenig und schwankte ohne klaren Trend zwischen 357 (1934) und 365 (1937 und 1938).<sup>41</sup> Auch kam es in der Schweiz zu keinen allgemeinen, den ganzen Sektor betreffende Moratorien oder *bank holidays*.

Aktienkurse Grafik 23



41 Ohne Privatbanken und Finanzgesellschaften, siehe Historische Statistik der Schweiz (1996, S. 818).

### 3 Schlussbemerkungen

In diesem Aufsatz wurde die Grosse Depression in der Schweiz aus der Perspektive der Auffassungen von Temin (1989) und Eichengreen (1992) nachgezeichnet, die dem internationalen Goldstandard eine zentrale Rolle bei der Verbreitung und Vertiefung der Krise geben.

Die Ursachen der Grossen Depression lagen im Ausland und die ersten Opfer waren denn auch die verschiedenen Branchen der Exportindustrie. Die festen Wechselkurse des Goldstandards übertrugen die Deflation rasch auf die Schweiz und als Folge davon stiegen die Reallöhne, die realen Zinssätze und die reale Schuldenlast der Nominalschuldner. Damit geriet mit einer gewissen Verzögerung auch die Binnenwirtschaft unter Druck, die in den ersten Jahren noch als Wachstumsstütze gewirkt hatte.

Das kritische Jahr war auch für die Schweiz 1931, als Grossbritannien den Wechselkurs des britischen Pfundes freigab und Deutschland Kapitalverkehrscontrollen einführte. Von da an hatte die Schweiz mit einer überbewerteten Währung und mit der Hypothek der in Deutschland blockierten Guthaben zu leben. Die Währungs- und Bankenkrise im Ausland brachten indessen auch massive Goldzuflüsse. Diese trugen dazu bei, dass die Geldmenge im Unterschied zu vielen anderen Ländern nicht unter das Niveau von 1929/30 fiel. Gleichwohl war der hohe Goldbestand ein gemischtes Glück, denn er trug seinen Teil dazu bei, dass die Schweiz an der alten Goldparität festhielt und die Wiederherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit über die sog. Anpassungspolitik zu erreichen versuchte. Diese Politik scheiterte: Die Reallöhne und der reale Aussenwert des Frankens verharrten weit über dem Niveau von 1929/30 und die Wiedererlangung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit rückte in weite Ferne. Erst die Abwertung des Frankens von 1936, die durch die Abwertung des französischen Frankens erzwungen wurde, brachte die Wende.

Alles deutet darauf hin, dass das Festhalten am Goldstandard die Depression in der Schweiz vertiefte und verlängerte. Sicher wäre die Krise auch bei einem früheren Abgehen von der alten Goldparität nicht zu vermeiden gewesen, denn auf die Weltkonjunktur, den internationalen Handelsprotektionismus oder die Blockierung der ausländischen Guthaben in Deutschland hatte die Abwertung keinen Einfluss. Aber das Festhalten an der alten Goldparität verhinderte, dass die Deflationserwartungen verschwanden, das Preisniveau stieg und der reale Wechselkurs zu Ländern

wie den USA oder Grossbritannien sich normalisierte. Ausserdem führte das Festhalten an der alten Goldparität dazu, dass die schweizerische Wirtschaftspolitik in vielen Bereichen zu marktfremden Massnahmen Zuflucht nahm. Es entbehrt deshalb nicht der Ironie, dass die Verteidigung des Goldstandards, der seinen Anhängern als Eckpfeiler einer liberalen Wirtschaftsordnung galt, unter den Bedingungen der 1930er-Jahre letztlich zu vermehrten Staatseingriffen führte.

Für die Geldpolitik liefert die Grosse Depression vor allem drei Lehren. Erstens hat sie gezeigt, wie gefährlich ein internationaler Goldstandard sein kann. Der Goldstandard wirkte unter den Bedingungen der 1930er-Jahre deflationär. Zudem liess er – wie jedes System fester Wechselkurse – einem kleinen Land wie der Schweiz keinen Spielraum für eine eigenständige Geldpolitik. Es vergingen nach dem Zweiten Weltkrieg allerdings noch rund 30 Jahre, bis sich diese Erkenntnis durchsetzte. Das in Bretton Woods (1944) gestaltete Weltwährungssystem war wiederum ein Gold-Devisen-Standard und damit ein Festkurssystem. Auch dieses System brach schliesslich zusammen, diesmal jedoch nicht als Folge der Deflation, sondern der Inflation. Im Unterschied zu den 1930er-Jahren reagierte die Schweiz diesmal vergleichsweise rasch und gehörte Anfang 1973 zu den ersten Ländern, die zu frei schwankenden Wechselkursen übergingen.

Zweitens hat die Grosse Depression gezeigt, wie wichtig ein stabiles Bankensystem für das reibungslose Funktionieren einer Volkswirtschaft ist. Dazu gehört die Aufgabe der Zentralbanken als *lender of last resort* (Bagehot, 1873). Diese Rolle wurde in der Grossen Depression von vielen Zentralbanken nur zaghaft ausgefüllt. Ein Grund waren die Restriktionen des Goldstandards und die damit verbundene Furcht vor spekulativen Attacken auf die Währungsreserven. Die Scheu der Zentralbanken, die Aufgabe als *lender of last resort* im Sinne von Bagehot beherzt anzugehen, zeigt sich auch in der Schweiz. Als deutlich wurde, dass die SNB infolge der gesetzlichen Beschränkung ihres Geschäftskreises Banken manchmal nicht wirkungsvoll helfen konnte, wurde nicht der Geschäftskreis der SNB erweitert, sondern die Eidgenössische Darlehenskasse geschaffen. Diese belehnte Vermögenswerte, die von der SNB nicht bevorschusst werden konnten. Heute ist allgemein anerkannt, dass die Zentralbanken einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems zu leisten haben und die Umschreibung des Geschäftskreises der Erfüllung dieser Aufgabe nicht im Wege stehen sollte.

Drittens hat die Grosse Depression gezeigt, wie schädlich Deflation sein kann. Dies hat sich in vielen Ländern im gesetzlichen Notenbankauftrag niederschlagen. Eine auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik, wie sie heute in vielen Ländern gesetzlich verankert ist, überträgt der Notenbank ausdrücklich die Aufgabe, Deflation ebenso zu verhindern wie Inflation. Die operationellen Ziele sind zudem in vielen Ländern so definiert, dass die Wahrscheinlichkeit einer Deflation reduziert wird. Einerseits werden die Ziele in Form von Jahresteuerraten und nicht in Form eines Pfades für das Preisniveau ausgedrückt. Dies bedeutet, dass eine Jahresteuerrate, die über dem Ziel liegt, in den nächsten Jahren nicht durch eine unter dem Ziel liegende Jahresteuerrate kompensiert werden muss. Andererseits wird das Ziel in den meisten Ländern als eine leicht positive KPI-Jahresteuerrate definiert. Beide Faktoren tragen dazu bei, dass eine Deflation weniger wahrscheinlich ist.

## Anhang: Datenquellen

Alle Angaben beziehen sich auf die in den Grafiken und Tabellen verwendeten Daten. Falls nicht anders angegeben, handelt es sich um Daten für die Schweiz.

Einzig (1937): Terminprämie Frankenkurs des britischen Pfundes.

Historische Statistik der Schweiz (1996): Grosshandelspreise; Konsumentenpreise; Löhne (Wochenlöhne); Stellensuchende; Geldaggregate (Grüebler, 1958); Industrieproduktion (David, 1985); Bauausgaben; Zürcher Baukosten; Aussenhandel; Konkurse; Nettovolkseinkommen; Indirekte Steuern; Nettosozialprodukt; Staatshaushalt (Bund und Kantone).

Jaquemet (1974): Anlagen des Währungsausgleichsfonds.

Mitchell (1992, 1993): Industrielle Produktion (USA, D, GB, F); Grosshandelspreise, Jahresdaten (USA, D, GB, F).

National Bureau of Economic Research (macro-historical database): Obligationenrenditen (USA, GB).

Schweizerische Nationalbank, Monatsbericht, diverse Jhg.: Konsumentenpreise (USA, D, F, GB); Grosshandelspreise, Monatsdaten (USA, D, F, GB); Diskontzinssätze (USA, GB).

Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes (1944): Aktienindex; Obligationenrendite; Privatdiskontsatz; Diskontsatz; Wechselkurse; Bankbilanzen; Notenumlauf; Girobestand; Diskontkredite; Lombardvorschüsse; Devisenbestand; Goldbestand; Goldpreis; Staatshaushalt (Gemeinden).

## Literaturverzeichnis

- Andrist, F., R. G. Anderson und M. M. Williams. 2000. Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–1947. Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 82(3), 43–69.
- Bänziger, H. 1986. *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*. Dissertation, Universität Bern. Bern: P. Haupt.
- Bagehot, W. 1873. *Lombard Street*. London: Kegan.
- Bernanke, B. S. 1983. Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. *American Economic Review* 73, 257–276. Wiederabgedruckt in Bernanke (2000), 41–69.
- Bernanke, B. S. 1995. The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach. *Journal of Money, Credit, and Banking* 27, 1–28. Wiederabgedruckt in Bernanke (2000), 5–37.
- Bernanke, B. S. 2000. *Essays on the Great Depression*. Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B. S. und K. Carey. 1996. Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression. *The Quarterly Journal of Economics* 105, 853–883. Wiederabgedruckt in Bernanke (2000), 276–302.
- Bernanke, B. S., M. Gertler und S. Gilchrist. 1996. The Financial Accelerator and the Flight to Quality. *The Review of Economics and Statistics* 78 (1), 1–15.
- Bernanke, B. S. und H. James. 1991. The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison. In *Financial Markets and Financial Crises*, Hrsg. R. G. Hubbard, 33–68. Chicago: University of Chicago Press. Wiederabgedruckt in Bernanke (2000), 70–107.
- Bernanke, B. S. und I. Mihov. 2000. Deflation and Monetary Contraction in the Great Depression. In B. S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, 108–160. Princeton: Princeton University Press.
- Bordo, M. D., E. U. Choudhri und A. J. Schwartz. 1999. Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint. NBER Working Paper No. 7125.
- Brunner, K. (Hrsg.). 1981. *The Great Depression Revisited*. Boston: Martinus Nijhoff Publishing.
- Calomiris, Ch. W. 1993. Financial Factors in the Great Depression. *Journal of Economic Perspectives* 7, 61–85.
- Cassel, G. 1936. *The Downfall of the Gold Standard*. Oxford: Clarendon.
- Choudhri, E. und L. Kochin. 1980. The Exchange Rate and the International Transmission of Business Cycles: Some Evidence from the Great Depression. *Journal of Money, Credit, and Banking* 12, 565–574.
- David, Th. 1996. Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres. *Schweizerische Zeitschrift für Geschichte* 45, 109–130.
- Ehrensam, P. 1985. Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz. In *50 Jahre eidgenössische Bankenaufsicht*, Hrsg. Eidgenössische Bankenkommision, 83–118. Zürich: Schulthess.
- Eichengreen, B. 1992. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1929–1939*. New York: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. 2002. Still Fettered After All These Years. Unpublished manuscript. University of California, Berkeley.
- Eichengreen, B. und J. Sachs. 1985. Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s. *Journal of Economic History* 45, 925–946. Wiederabgedruckt in: B. Eichengreen, *Elusive Stability*, 215–238, Cambridge: Cambridge University Press.
- Eichengreen, B. und J. Sachs. 1986. Competitive Devaluation and the Great Depression: A Theoretical Reassessment. *Economics Letters* 22, 67–71.
- Eichengreen, B. und P. Temin. 2000. The Gold Standard and the Great Depression. *Contemporary European History* 9, 183–207.
- Einzig, P. 1937. *The Theory of Forward Exchange*. London: Macmillan.
- Faber, S. 1997. Die Ursachen der Deflation in der Schweiz in den dreissiger Jahren. Unveröffentlichter Beitrag an der Jahrestagung der Schweizerischen Gesellschaft für Statistik und Volkswirtschaft, 20.–21. März 1997.
- Feinstein, Ch. H., P. Temin und G. Toniolo. 1997. *The European Economy Between the Wars*. Oxford: Oxford University Press.
- Fior, M. 2002. *Les banques suisses, le franc et l'Allemagne*. Genève: Librairie Droz.
- Fisher, I. 1933. The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1, 337–357.
- Frech, S. 2001. *Clearing: Der Zahlungsverkehr der Schweiz mit den Achsenmächten*. Veröffentlichung der Unabhängigen Expertenkommission Schweiz – Zweiter Weltkrieg. Zürich: Chronos.
- Friedman, M. und A. J. Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton: Princeton University Press.
- Grüebler, Ch. 1958. *Die Geldmenge der Schweiz 1907–1954*. Zürcher Dissertation. Zürich: Polygraphischer Verlag.

- Hamilton, J. 1987. Monetary Factors in the Great Depression. *Journal of Monetary Economics* 19, 145–169.
- Hamilton, J. 1992. Was the Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from the Commodity Futures Market. *American Economic Review* 82(1), 157–178.
- Hawtrey, R. G. 1939. *The Gold Standard in Theory and Practice*. 4<sup>th</sup> edition. London: Longmans.
- Historische Statistik der Schweiz. 1996. Unter der Leitung von H. Siegenthaler herausgegeben von H. Ritzmann-Blickenstorfer. Zürich: Chronos.
- Jaquemet, G. 1974. Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936. Schweizerische Nationalbank, vervielfältigt.
- Kneschaurek, F. 1952. *Der schweizerische Konjunkturverlauf und seine Bestimmungsfaktoren, dargestellt aufgrund der Periode 1929 bis 1939*. Dissertation Handelshochschule St. Gallen.
- Meltzer, A. H. 2003. *A History of the Federal Reserve, Volume I, 1913–1951*. Chicago: University of Chicago Press.
- Mitchell, B. R. 1992. *International Historical Statistics: Europe 1750–1988*. 3<sup>rd</sup> edition. London: Macmillan Press.
- Mitchell, B. R. 1993. *International Historical Statistics: The Americas 1750–1988*. 2<sup>nd</sup> edition. New York: Stockton Press.
- Müller, Ph. 2000. La bataille pour le franc: La Suisse entre déflation et dévaluation. Mémoire de licence, Université de Lausanne, Faculté des Lettres, section d'histoire,.
- Niehans, J. 1978. *The Theory of Money*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Nurkse, R. 1944. *International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period*. Economic, Financial and Transit Department of the League of Nations. Princeton: Princeton University Press.
- Perrenoud, M., R. Lopez, F. Adank, J. Baumann, A. Cortat, S. Peters. 2002. *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme*. Publication de la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale. Zurich: Chronos.
- Romer, Ch. D. 1992. What Ended the Great Depression? *The Journal of Economic History* 52(4), 757–784.
- Rutz, W. 1970. *Die schweizerische Volkswirtschaft zwischen Währungs- und Beschäftigungspolitik in der Weltwirtschaftskrise – wirtschaftspolitische Analyse der Bewältigung eines Zielkonflikts*. Dissertation, Hochschule St. Gallen. Zürich: Polygraphischer Verlag.
- Scheuss, W. 1960. *Der Zusammenbruch und die Liquidation der Schweizerischen Diskontbank: Ein Kapitel Bankpolitik aus der Zwischenkriegszeit*. Dissertation, Hochschule St. Gallen. Winterthur: Verlag P. G. Keller.
- Schweizerische Nationalbank. Geschäftsbericht. Verschiedene Ausgaben.
- Schweizerische Nationalbank. Monatsbericht. Verschiedene Ausgaben.
- Statistisches Handbuch des schweizerischen Geld- und Kapitalmarktes. 1944. Mitteilungen der Volkswirtschaftlichen und Statistischen Abteilung der Schweizerischen Nationalbank, 26. Heft. Hrsg. E. Ackermann. Zürich: Schulthess.
- Temin, P. 1978. *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* New York: W.W. Norton.
- Temin, P. 1989. *Lessons from the Great Depression*. Cambridge, Mass.: The MIT Press.
- Temin, P. und Th. Ferguson. 2001. Made in Germany: the German Currency Crisis of 1931. Working Paper 01–07 (February 2001). MIT, Department of Economics.
- Weber, E. J. 1983. The Great Depression in Switzerland, Sweden and the United States: The Money Hypothesis Versus the Spending Hypothesis. Ph.D. Thesis, University of Rochester, Rochester NY.





## Botschaft zum Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe

Der Bundesrat verabschiedete am 21. Mai 2003 die Botschaft zu einem Bundesgesetz über die internationale Währungshilfe (WHG) und zu einem gleichnamigen Bundesbeschluss (WHB). Mit dem neuen Bundesgesetz, das an die Stelle des Bundesbeschlusses über die Mitwirkung der Schweiz an internationalen Währungsmassnahmen tritt, beabsichtigt der Bundesrat, eine klare und umfassende Grundlage für die Finanzierungsverpflichtungen zu schaffen, welche die Schweiz im Rahmen der internationalen Währungszusammenarbeit eingeht. Die entsprechenden Aktionen lassen sich in drei Hauptkategorien einteilen: die Teilnahme an Finanzhilfen zur Verhütung oder Behebung ernsthafter Störungen des internationalen Währungssystems (sog. systemische Hilfe), die Beteiligung an Spezialfonds des Internationalen Währungsfonds (IWF), insbesondere zur Finanzierung von zinsvergünstigten Krediten an einkommensschwache Länder, sowie die Gewährung von Krediten an Staaten, mit denen die Schweiz besonders eng zusammenarbeitet (z.B. Mitglieder der schweizerischen Stimmrechtsgruppe im IWF).

Die Finanzierung von Bürgschaften bzw. Krediten im Rahmen der bilateralen und multilateralen Währungszusammenarbeit soll über einen Rahmenkredit erfolgen; im Entwurf des Bundesbeschlusses über die internationale Währungshilfe (WHB) ist dafür ein Plafond von 2500 Mio. Franken vorgesehen. Für die Beteiligungen der Schweiz an Spezialfonds und anderen Einrichtungen des IWF (Darlehen und à-fonds-perdu-Beiträge) sollen weiterhin besondere Verpflichtungskredite bei den eidg. Räten beantragt werden.

## Zusatzvereinbarung über die Ausschüttung von Erträgen auf den freien Aktiven

Am 12. Juni 2003 schlossen das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) und die Schweizerische Nationalbank eine Zusatzvereinbarung über die Ausschüttung von Erträgen auf den freien Aktiven ab. Danach wird die SNB die Erträge aus ihren freien Aktiven (sog. «Goldvermögen») ab Frühjahr 2004 zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone ausschütten. Der jährliche Ausschüttungsbetrag wird mit fortschreitenden Goldverkäufen von 300 Mio. Franken im Jahr 2004 auf 500 Mio. Franken ab 2006 ansteigen. Die Zusatzvereinbarung stellt eine Übergangslösung dar; sie gilt bis zum Inkraft-

treten einer anders lautenden Rechtsgrundlage für die Verwendung der für die Geld- und Währungspolitik nicht mehr benötigten 1300 Tonnen Gold.

Die Zusatzvereinbarung ergänzt die Gewinnausschüttungsvereinbarung von EFD und SNB vom 5. April 2002, welche eine jährliche Ausschüttung von 2,5 Mrd. Franken an Bund und Kantone für die Geschäftsjahre 2003–2012 festlegt. Die Hauptvereinbarung trägt den Erträgen auf den reinvestierten Golderlösen noch nicht Rechnung. Während die Hauptvereinbarung vom April 2002 die laufenden Nationalbankgewinne und den Abbau überschüssiger Rückstellungen zum Inhalt hat, bezieht sich die Zusatzvereinbarung ausschliesslich auf die Erträge, die auf den freien Aktiven der SNB anfallen. Die Ertragsprognosen, die der Zusatzvereinbarung zugrunde liegen, werden gleichzeitig mit den Prognosen für die Hauptvereinbarung im Jahr 2007 einer Überprüfung unterzogen. Daraus kann sich eine Anpassung der Ausschüttungen ergeben.

## Mediengespräch vom 13. Juni

Die Nationalbank beschloss, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei 0,0%–0,75% zu belassen und den Dreimonats-Libor bis auf weiteres im unteren Bereich des Zielbandes bei 0,25% zu halten.

## Bundesbeschluss über die Verlängerung der Allgemeinen Kreditvereinbarungen des IWF

Am 20. Juni 2003 stimmten die eidgenössischen Räte der Verlängerung der Mitgliedschaft der Schweiz bei den Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) bis Ende 2008 zu. Die Schweiz ist seit 1964 an den AKV assoziiert und seit 1984 Mitglied. Die Nationalbank ist teilnehmende Institution. Die AKV erlauben dem Internationalen Währungsfonds (IWF), im Falle eigener Mittelknappheit zusätzlich Mittel im Umfang von 17 Mrd. SZR (Sonderziehungsrechte) aufzunehmen, um eine ausserordentliche, das internationale Währungssystem bedrohende Krise abzuwenden bzw. zu beheben. Die Darlehenszusage der Nationalbank beträgt 1020 Mio. SZR. Die AKV gelten jeweils für fünf Jahre. Die Verlängerung der schweizerischen Teilnahme wird weiterhin von den eidgenössischen Räten beschlossen werden und nicht, wie in der bundesrätlichen Botschaft vorgeschlagen, vom Bundesrat im Einvernehmen mit der Nationalbank.

**Herausgeber**

Schweizerische Nationalbank  
Volkswirtschaft  
Börsenstrasse 15  
Postfach  
8022 Zürich

**Gestaltung**

Weiersmüller Bosshard Grüniger WBG, Zürich

**Satz**

Visiolink AG, Zürich

**Druck**

Waser Druck AG, Buchs (ZH)

**Copyright**

Nachdruck unter Quellenangabe gestattet  
Belegexemplare erwünscht

**Abonnemente**

Das Quartalsheft der Schweizerischen Nationalbank erscheint separat in deutscher (ISSN 1423-3789) und in französischer Sprache (ISSN 1423-3797). Es kann beim Zürichsee Zeitschriftenverlag, Postfach, Seestrasse 86, CH-8712 Stäfa, Telefon 01 928 55 25, Telefax 0848 80 55 20, abonniert werden.

**Preis**

Fr. 25.– pro Jahr (Ausland: Fr. 30.–).  
Für die Abonnenten des Statistischen Monatshefts: Fr. 15.– pro Jahr (Ausland: Fr. 20.–).  
Preise Inland inkl. 2,4% MWSt.  
Postkonto 80-148-3

**Internet**

<http://www.snb.ch>



