

Referat von Dr. Philipp M. Hildebrand,
Präsident des Direktoriums,
an der Generalversammlung der Aktionäre der
Schweizerischen Nationalbank vom 30. April 2010

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

I. Die Rezession ist überwunden

Vor gut einem Jahr standen wir noch mitten in der schwersten Finanzkrise der Nachkriegszeit. Es gab zwar erste, zaghafte Anzeichen für eine mögliche Wende zum Besseren. Die Lage war aber noch sehr unsicher. Heute liegt das Schlimmste hinter uns. Wir können mit einem gewissen Optimismus in die Zukunft blicken. Die Herausforderungen, welche uns diese Krise hinterlässt, bleiben aber gross.

Während das Jahr 2008 wohl als „annus horribilis“ für die Finanzmärkte in die Geschichte eingehen wird, war das Jahr 2009 von der düsteren Konjunkturlage geprägt. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg schrumpfte die Weltwirtschaft. Der massive Vertrauensverlust an den Finanzmärkten im Herbst 2008 führte zu einem regelrechten Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Ein besonderes Merkmal dieser Rezession war denn auch der abrupte und starke Rückgang des Wirtschaftswachstums in vielen Ländern.

Angesichts der dramatischen Lage sahen sich Regierungen und Zentralbanken in weiten Teilen der Welt gezwungen, rasch innovative und im Ausmass einmalige Stützungs- und Rettungsmassnahmen zu ergreifen. Es galt, das globale Finanzsystem zu stabilisieren und den konjunkturellen Einbruch zu begrenzen.

Das dezidierte wirtschaftspolitische Eingreifen trug wesentlich dazu bei, die Märkte zu beruhigen, die Abwärtsspirale zu stoppen und den Weg für eine konjunkturelle Erholung zu ebnen.

Die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft konnte sich der globalen Rezession nicht entziehen. Der starke Rückgang der Wirtschaftstätigkeit, der im zweiten Halbjahr 2008 begonnen hatte, setzte sich im ersten Halbjahr 2009 fort. Um die Jahresmitte war die Talsohle dann durchschritten und die Wirtschaft begann wieder zu wachsen. Insgesamt sank das Bruttoinlandprodukt 2009 um 1,5%, was der stärksten Abnahme seit 1975 entspricht.

Gleichwohl hat die Schweiz die Folgen der Finanzkrise bisher besser gemeistert als die meisten Industriestaaten. Dies mag angesichts der grossen Bedeutung unseres Finanzplatzes überraschen. Entscheidend für die vergleichsweise milde Rezession in der Schweiz war, dass sich insbesondere der private Konsum als eigentliche Wachstumsstütze erwies. Zudem wurden keine massgebenden Verzerrungen am Immobilienmarkt verzeichnet, und die Banken haben ihr Kreditangebot nicht limitiert. Schliesslich hat nicht zuletzt auch die rasche und entschiedene Lockerung der Geldpolitik stützend gewirkt.

Trotz dieser insbesondere im internationalen Vergleich positiven Bilanz hinterlässt die Krise auch in der Schweiz tiefe Spuren. So ist die Arbeitslosigkeit deutlich gestiegen, und die Industrie leidet unter einer nach wie vor geringen Auslastung der technischen Kapazitäten. Schliesslich haben die Entwicklungen in den vergangenen zweieinhalb Jahren deutlich gemacht, wie hoch die Verwundbarkeit unseres Landes im Fall von Banken Krisen und vor allem von Krisen bei grossen Banken ist.

Als Erstes möchte ich daher einige Überlegungen der Nationalbank zur sogenannten Too-big-to-fail-Problematik darlegen. Anschliessend werde ich nach einem kurzen Rückblick auf die Geldpolitik des Jahres 2009 die Herausforderungen in diesem Bereich erläutern. Den Schluss meiner heutigen Ausführungen werde ich der kürzlich entfachten Diskussion um die angemessene Höhe der Inflationsrate widmen.

II. Die Too-big-to-fail-Problematik

Die Schweiz wäre ohne entsprechende Gegenmassnahmen den Auswirkungen einer Bankenkrise weiterhin stark ausgesetzt. Die Grossbanken haben zwar das Volumen ihrer Bilanzen klar reduziert. Die Nationalbank begrüsst dies explizit. Die Bilanzen betragen

aber immer noch ein Vielfaches unseres Bruttoinlandprodukts. Darüber hinaus bleibt die Stellung unserer Grossbanken im inländischen Kredit- und Anlagewesen dominant. Sie sind damit nach wie vor „too big to fail“.

Der Staat und die Nationalbank würden in einer vergleichbaren Krise erneut vor einer unmöglichen Wahl stehen: Entweder sie akzeptieren die für unsere Volkswirtschaft verheerenden Folgen eines Ausfalls einer Grossbank. Oder aber sie tragen das erhebliche finanzielle Risiko von Stabilisierungsmassnahmen. Im schlimmsten Fall wäre es sogar denkbar, dass die zur Stützung notwendigen Mittel die finanzielle Kapazität unseres Staates überschreiten.

Die grösste Last im Zusammenhang mit den Stabilisierungsmassnahmen für den Schweizer Finanzplatz hat die Nationalbank getragen. Deshalb setzt sie sich entschieden dafür ein, dass die Too-big-to-fail-Problematik angegangen und entschärft wird. Dabei hat die Nationalbank stets die Notwendigkeit eines politischen Entscheides betont.

Der Bundesrat hat im November 2009 eine Expertenkommission eingesetzt, damit diese Lösungsansätze für die Too-big-to-fail-Problematik vorschlägt. Die Nationalbank ist durch ihren Vizepräsidenten Thomas Jordan vertreten. Die Expertenkommission hat letzte Woche ihren Zwischenbericht publiziert. Der Bericht schlägt Massnahmen in den Bereichen Eigenmittel, Liquidität, Risikoverteilung und Organisationsstruktur vor. Diese Massnahmen sollen zum einen präventiv wirken, in dem sie die Ausfallwahrscheinlichkeit eines systemrelevanten Instituts reduzieren. Zum anderen sollen sie die volkswirtschaftlichen Kosten minimieren, falls es dennoch zu einem Ausfall kommen sollte. Damit soll verhindert werden, dass sich im Krisenfall erneut eine Staatsintervention aufdrängt.

Der Bericht der Expertenkommission stellt ein wichtiges Zwischenergebnis in der Too-big-to-fail-Debatte dar. Die Nationalbank unterstützt die von der Kommission vorgeschlagene Stossrichtung. Sie teilt die Meinung der Expertenkommission, welche die Schaffung einer gesetzlichen Grundlage als notwendig erachtet, um den systemrelevanten Banken besondere Anforderungen auferlegen zu können. Der von der Expertenkommission vorgeschlagene Gesetzesentwurf ist nach Auffassung der Nationalbank eine gute Grundlage zur Entschärfung des Too-big-to-fail-Problems. Sie erachtet es als wichtig, dass der

gesetzgeberische Prozess möglichst rasch nach Vorliegen des Schlussberichts der Expertenkommission beginnt. Die Eckwerte für die besonderen Anforderungen, wie zum Beispiel die minimal und maximal zu haltenden Eigenmittel oder die zulässigen Einschränkungen bei der Organisation, werden noch in einer Verordnung des Bundesrates konkretisiert werden müssen.

Zentral wird sein, dass die Eigenmittelanforderungen progressiv ausgestaltet werden. Diese Progression soll die Banken zu einer Reduktion ihrer systemischen Bedeutung bewegen. Die Eigenmittelanforderungen müssen so streng sein, dass sie die Banken dazu veranlassen, die Risiken, die sie bis jetzt auf die Allgemeinheit abwälzen konnten, selbst zu tragen.

Höhere Eigenmittelanforderungen können zudem eine wichtige Grundlage für ein zukunftssträchtiges, auf Nachhaltigkeit ausgerichtetes Geschäftsmodell sein. In denjenigen Geschäftsbereichen, in denen die traditionelle Stärke der Schweizer Finanzinstitute liegt, haben gut kapitalisierte Banken durchaus einen Wettbewerbsvorteil.

Im Weiteren ist die Nationalbank der Ansicht, dass auch die Organisation und die rechtliche Struktur der Grossbanken anzupassen sind, damit eine geordnete Liquidation in extremen Krisensituationen möglich wird. Insbesondere soll die Weiterführung systemrelevanter Funktionen gewährleistet werden, ohne dass ein gesamter Konzern gerettet werden muss.

Auf internationaler Ebene werden ebenfalls Massnahmen vorgeschlagen, um die Too-big-to-fail-Problematik anzugehen. Mit Blick auf die globale Wettbewerbsfähigkeit unseres Finanzplatzes sind diese internationalen regulatorischen Entwicklungen zu berücksichtigen. Wie die vergangenen rund zweieinhalb Jahre jedoch eindrücklich gezeigt haben, muss im Krisenfall jedes Land die Verantwortung für seine Banken selber übernehmen. Bei der Erarbeitung und Umsetzung der Massnahmen auf nationaler Ebene muss den Besonderheiten des Landes Rechnung getragen werden. Hierzulande ist die Too-big-to-fail-Problematik besonders ausgeprägt. Deshalb braucht es auch ein „Swiss Finish“.

Die Reform der Finanzsektorregulierung und -überwachung ist zweifellos eine grosse Herausforderung. Die Nationalbank sieht sich aber auch im Bereich der Geldpolitik grossen Herausforderungen gegenüber.

III. Rückblick auf die Geldpolitik 2009

Die geldpolitische Tätigkeit der Nationalbank war 2009 gänzlich darauf ausgerichtet, die Finanz- und Wirtschaftskrise und die damit einhergehenden Deflationstendenzen zu bekämpfen. Oberstes Gebot blieb dabei die Wahrung der Preisstabilität, welche weder mit Deflation noch mit Inflation vereinbar ist.

Bereits im Herbst 2008 hatte die Nationalbank infolge der zunehmend ungünstigen Konjunkturperspektiven und der auf absehbare Zeit niedrigen Inflation einen geldpolitisch expansiven Kurs eingeschlagen. Zwischen Oktober und Dezember 2008 reduzierte sie das Zielband für den Dreimonats-Libor um ganze 225 Basispunkte auf nur noch 0,0%–1,0%. Die Nationalbank stellte sicher, dass der Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgt war.

Bis zum Frühjahr 2009 verschlechterte sich die Wirtschaftslage weiter. Ausserdem hatte die durch die Finanzkrise verursachte Unsicherheit zu einer kräftigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro geführt. Angesichts der damaligen konjunkturellen Lage in der Schweiz bestand das Risiko einer ernsthaften deflationären Entwicklung, insbesondere bei einer weiteren Aufwertung des Frankens. Dieses Risiko verlangte eine weitere Lockerung unserer Geldpolitik.

Die massive Lockerung der geldpolitischen Bedingungen wurde daher im März 2009 mit einer erneuten Reduktion des Libor-Zielbands um 25 Basispunkte fortgesetzt. Das neue Band lag somit bei 0,0%–0,75%. Es ist bis heute unverändert geblieben. Die Nationalbank ist bestrebt, den Libor im unteren Bereich des Bands, also um 0,25%, zu halten; der einwöchige Repo-Satz liegt bereits seit Ende 2008 nahezu bei null.

Das klassische Zinsinstrument war im März 2009 damit faktisch ausgeschöpft. Um die monetären Bedingungen weiter zu lockern, erhöhte die Nationalbank die Liquidität stark. Dazu setzte sie unkonventionelle geldpolitische Instrumente ein. Sie schloss Repo-Geschäfte mit längeren Laufzeiten ab und erwarb Obligationen privater Schuldner. Zudem

kaufte sie Fremdwährungen am Devisenmarkt und liess bis zum Jahresende keine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu.

Vor dem Hintergrund der Konjunkturerholung wirkt die Nationalbank seit der Lagebeurteilung im Dezember nur noch einer übermässigen Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden entgegen. Zudem hat sie den Kauf von Schweizerfranken-Obligationen privater Schuldner eingestellt. Die Entwicklung des Frankens gegenüber dem Euro in den letzten Monaten hat denn auch eine gewisse Straffung der monetären Bedingungen herbeigeführt. Insgesamt bleibt die Geldpolitik jedoch expansiv. Der Dreimonats-Libor ist mit 0,25% weiterhin auf einem Tiefpunkt, und wir stellen den Banken nach wie vor viel Liquidität zur Verfügung.

Ich möchte mich nun dem Ausblick auf das Jahr 2010 und den geldpolitischen Herausforderungen zuwenden.

IV. Ausblick 2010

Die Weltwirtschaft befindet sich seit Mitte 2009 in einer Erholungsphase. Die Nationalbank geht davon aus, dass sich diese Entwicklung fortsetzen wird. Der Aufschwung bleibt jedoch mit Risiken behaftet und fällt regional sehr unterschiedlich aus.

Am stärksten werden die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens expandieren. Die ganze Region profitiert insbesondere vom starken Wachstum der chinesischen Inlandnachfrage. In den Industrieländern wird die Erholung nach wie vor durch die zu Beginn der Krise eingeleiteten expansiven geld- und fiskalpolitischen Massnahmen gestützt. Gleichzeitig belasten jedoch verschiedene Faktoren die Wachstumsperspektiven. Die hohe Arbeitslosigkeit, die wachsende Staatsverschuldung und die schlechtere Vermögenssituation der Haushalte dürften in vielen Ländern die privaten Konsumausgaben dämpfen. Aufgrund der nicht ausgelasteten Kapazitäten und der eingeschränkten Kreditvergabe ist auch nicht mit einer kräftigen Erholung der Unternehmensinvestitionen zu rechnen. Zudem werden die Lage am Immobilienmarkt und damit die Aussichten für die Bauwirtschaft in mehreren Ländern schwierig bleiben.

Für die Schweiz erwarten wir für 2010 zurzeit ein BIP-Wachstum von rund 1,5%. Einerseits ist unsere Exportwirtschaft der relativ zögerlich expandierenden Nachfrage in Europa ausgesetzt. Andererseits ist die Schweiz gut für eine Erholung gerüstet. Die öffentlichen Haushalte befinden sich in einer relativ gesunden Verfassung, die Finanzlage sowohl der Privaten wie auch der Firmen ist solide und der Arbeitsmarkt flexibel.

Angesichts der konjunkturellen Erholung hat sich das Deflationsrisiko verringert. Die letzte Inflationsprognose von Mitte März zeigt, dass die Preisstabilität in der kurzen Frist nicht gefährdet ist. Die Nationalbank verfügt über genügend Spielraum, um ihre expansive Geldpolitik im Moment beizubehalten. Aus der Inflationsprognose geht aber auch hervor, dass der gegenwärtige geldpolitische Kurs nicht über den gesamten Prognosehorizont weitergeführt werden kann, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden.

Die Inflationsprognose bleibt zudem mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die jüngsten Sorgen an den Finanzmärkten um die Staatsfinanzen einzelner Euroländer stellen in dieser Hinsicht ein bedeutendes Risiko dar. In den vergangenen Jahren hat die Schweiz von der Einführung des Euro und der damit gestärkten europäischen Währungsstabilität profitiert. Eine Gefährdung dieser Währungsstabilität würde sich zwangsweise negativ auf die Schweiz auswirken, vor allem wenn sich der Franken in seiner Funktion als sicheren Hafen stark aufwerten sollte. Die Nationalbank wird aber nicht zulassen, dass über eine solche Entwicklung ein neues Deflationsrisiko für die Schweiz entsteht. Deshalb wirkt sie einer übermässigen Aufwertung des Frankens entschieden entgegen.

Die Nationalbank hat im Zuge der Krisenbekämpfung den Banken in grossem Masse Liquidität zur Verfügung gestellt. Die über Repogeschäfte oder Devisenswaps entstandene Liquidität ist befristet und fliesst bei Nichterneuerung der Geschäfte automatisch zurück. Da das Volumen dieser Geschäfte in den letzten Monaten stark zurückgegangen ist, hat sich die über Repos und Swaps geschaffene Liquidität bereits deutlich reduziert.

Diejenige Liquidität, die wir durch den Erwerb von Devisen oder Franken-Anleihen geschaffen haben, ist allerdings permanenter Natur. Sie muss rechtzeitig wieder abgeschöpft werden, damit die mittel- und langfristige Preisstabilität gewährleistet werden kann. Die Nationalbank verfügt über die notwendigen Instrumente, um bei Bedarf rasch und in grossen Mengen Liquidität abzuschöpfen. Hier stehen insbesondere die

eigenen Schuldverschreibungen, die sogenannten SNB Bills, im Vordergrund. Darüber hinaus können wir auch Reverse-Repos einsetzen.

Technisch gesehen ist die Abschöpfung überschüssiger Liquidität also kein Problem. Die Herausforderung besteht jedoch in der Wahl des richtigen Zeitpunkts für eine Normalisierung der Geldpolitik. Massgebend für diese Wahl wird die weitere Entwicklung der Inflationsaussichten sein. Die Inflationsprognose der Nationalbank ist der Hauptindikator für den geldpolitischen Entscheid. Das Direktorium reagiert aber im Rahmen des geldpolitischen Konzepts nicht mechanisch auf diese Prognose. Faktoren wie die Unsicherheit rund um die konjunkturelle Entwicklung und die Lage an den Finanzmärkten werden beim geldpolitischen Entscheid miteinbezogen.

V. Wahrung der Preisstabilität

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich zum Schluss noch einmal betonen: Oberstes Gebot für die Nationalbank bleibt die Wahrung der Preisstabilität. Preisstabilität heisst für uns eine Inflation unter zwei Prozent im Jahresdurchschnitt und zugleich das Vermeiden von Deflation. Der Grund, warum ich dies betone, liegt darin, dass die Finanzkrise auch eine Debatte um die angemessene Höhe der Inflation ausgelöst hat. Insbesondere wurde vorgeschlagen, dass Zentralbanken in normalen Zeiten eine höhere Inflation anvisieren sollten. Die Argumentation läuft wie folgt: Wenn die Leitzinsen der Notenbanken niedrig sind, ist auch der Spielraum für Zinssenkungen gering, denn unter null Prozent kann der Nominalzins nicht fallen. Die Möglichkeit der Notenbanken, auf eine schwere Krise zu reagieren – so die Argumentation – sei daher begrenzt. Eine höhere Inflation würde dagegen zu höheren Nominalzinsen führen. Diese könnten als Puffer für den Fall eines grossen Schocks dienen. Die Geldpolitik könnte dann den Leitzins stärker senken und die Gefahr einer Deflation verringern. Mit anderen Worten: Der Handlungsspielraum zur Lockerung der Geldpolitik in Krisenzeiten wäre grösser.

Die Argumentation überzeugt nicht. Erstens ist sehr zu bezweifeln, ob weitere Zinssenkungen alleine ausgereicht hätten, um die Krise zu bewältigen. Zweitens wird bei dieser Argumentationslinie unterstellt, die Geldpolitik sei unwirksam, wenn sie einmal an der Nullzinsgrenze angelangt ist. Wie sie aber meinen Ausführungen entnehmen konnten,

zeigt unsere Erfahrung, dass der Spielraum für die Geldpolitik auch an der Nullzinsgrenze nicht ausgeschöpft ist. Mit den erwähnten unkonventionellen Massnahmen gelang es der Nationalbank sehr wohl, die geldpolitischen Rahmenbedingungen weiter zu lockern und somit die Deflationsgefahr erfolgreich abzuwenden.

In Krisenzeiten wäre der geldpolitische Spielraum bei einer höheren Teuerungsrate also nur vermeintlich grösser. Eine höhere Teuerungsrate würde zudem in normalen Zeiten Kosten verursachen und die makroökonomische Stabilität gefährden. Kosten entstünden selbst dann, wenn es einer Zentralbank gelingen würde, die Inflation konstant auf dem gewünschten Niveau zu halten und Unternehmen und Haushalte damit in der Lage wären, die Inflationsrate korrekt zu antizipieren.

Erfahrungsgemäss lässt sich die Inflationsrate aber nicht feinsteuern, und ein höheres Inflationsniveau geht regelmässig auch mit grösseren Schwankungen der Inflationsraten einher. Es wird damit fast unmöglich, die Inflation im Voraus richtig einzukalkulieren, wodurch Fehlallokationen von Ressourcen sowie willkürliche und unerwünschte Einkommens- und Vermögensumverteilungen entstehen. Es sind zudem in der Regel die sozial schwächsten Mitglieder der Gesellschaft, die am meisten unter der Inflation leiden, da sie nur beschränkte Möglichkeiten haben, sich dagegen zu schützen.

Höhere und schwankende Inflationsraten würden aber vor allem das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Zentralbank untergraben. Die während Jahrzehnten mühevoll aufgebaute Glaubwürdigkeit wäre rasch verloren. Die Zentralbank würde die Kontrolle über die Inflation und die Inflationserwartungen verlieren. Mit zunehmender Inflation würden ausserdem vermehrt Geldwertleistungen wie Löhne indexiert, was die Trägheit der Inflation erhöhen würde. Indexierungen und eine fehlende Verankerung von Inflationserwartungen würden aber die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen und zu grösseren Schwankungen der Zinsen, der Wirtschaftsaktivität und der Beschäftigung führen.

Wir sind daher überzeugt, dass es die falsche Lehre aus der Krise wäre, höhere Teuerungsraten zuzulassen. Preisstabilität, das heisst weder Inflation noch Deflation, ist ein zentrales öffentliches Gut. Preisstabilität ist entscheidend für ein nachhaltiges

Wirtschaftswachstum und für Wohlstand, und nicht zuletzt für die soziale Stabilität der Gesellschaft.

Die Schweiz hat lange und gute Erfahrungen gemacht mit tiefer Inflation und niedrigen Nominalzinsen. Die Nationalbank ist und bleibt der Preisstabilität verpflichtet. Durch ihr geldpolitisches Konzept verfügt sie über den nötigen Spielraum zur dezidierten Bekämpfung von sowohl Inflation wie auch Deflation.

VI. Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, das Schlimmste der Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Sommer 2007 begann, liegt hinter uns. Die Folgen der Krise werden uns aber noch lange beschäftigen. Die Schweizer Volkswirtschaft wird hoffentlich auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zurückkehren. Bis es soweit ist, steht die Nationalbank weiterhin vor grossen Herausforderungen. Das Direktorium stellt sich diesen Herausforderungen mit grossem Respekt, aber auch mit Zuversicht und Überzeugung. Dazu sind wir einmal mehr auf den ausserordentlichen Einsatz jeder Mitarbeiterin und jedes Mitarbeiters der Nationalbank angewiesen. Unseren Aktionärinnen und Aktionären danken wir für ihre treue Unterstützung und das Interesse, das sie der Tätigkeit der Nationalbank entgegenbringen.