

**Sperrfrist: 28. November 2012, 18.15 Uhr**

# **Geldpolitik und Anlagepolitik der Nationalbank im Zeichen der Frankenstärke**

Thomas J. Jordan\*

Präsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Volkswirtschaftliche Gesellschaft des Kantons Bern

Bern, 28. November 2012

---

\*Der Referent dankt Peter Kuster für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Katrin Assenmacher, Erich Gmür, Rita Kobel und Sandro Streit für ihre wertvollen Kommentare.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2012

Im Juni 2007 war die Welt noch in Ordnung. An der damaligen geldpolitischen Lagebeurteilung erhöhte die Schweizerische Nationalbank (SNB) das Zielband für den Dreimonats-Libor um einen Viertelprozentpunkt auf 2% bis 3%, um sicherzustellen, dass die Inflationsaussichten günstig bleiben würden. Die Konjunktur in der Schweiz präsentierte sich in einer starken Verfassung, die Wirtschaftsentwicklung in Europa übertraf die Erwartungen der SNB. Die Abschwächung des Frankens zum Euro stärkte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft weiter. Ein Euro kostete 1.65 Franken, die Rendite zehnjähriger Anleihen der Eidgenossenschaft notierte um 3%. Die SNB sah sich veranlasst, die Jahreswachstumsprognose 2007 für die Schweizer Wirtschaft auf «gegen 2,5%» anzuheben.

Heute kostet ein Euro etwas mehr als 1.20 Franken. Zehnjährige Bundesanleihen werfen eine Rendite von kaum 0,5% ab. Der Dreimonats-Libor beträgt praktisch 0%. Die SNB verfügt über 430 Mrd. Devisenanlagen (Stand Ende 3. Quartal), fast zehnmal so viel wie vor fünf Jahren. Entsprechend hat sich auch unsere Bilanz ausgeweitet. Im Juni 2007 betrug die Bilanzsumme noch 109 Mrd., derzeit steht sie bei 509 Mrd. Franken.

## **Geldpolitik und Anlagepolitik in der alten und in der neuen Welt**

Meine Damen und Herren, ich habe diese Gegenüberstellung nicht gemacht, um in den schönen alten Zeiten zu schwelgen, als die Geldpolitik noch weitgehend gemäss Lehrbuch funktionierte. Vielmehr möchte ich Ihnen damit illustrieren, wie sich die Zentralbankwelt von damals und diejenige von heute in wichtigen Bereichen fundamental unterscheiden. Oder anders gesagt: Die SNB steht heute vor völlig anderen Herausforderungen als noch vor wenigen Jahren!

Bereits Anfang 2009 stiessen nämlich die Zinsen im Zuge der Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise weltweit an die Nullgrenze und konnten deshalb nicht weiter gesenkt werden. Um die Geldpolitik weiter lockern zu können, haben danach in vielen Ländern die Zentralbanken ihre Bilanzen durch den Ankauf von Wertpapieren markant ausgedehnt. In unserem Fall kam der starke Franken hinzu, der als sicherer Hafen im Sturm wahrgenommen wurde. Die SNB intervenierte daher bereits von März 2009 bis Mitte 2010 am Devisenmarkt, um sich einer Aufwertung bzw. einer übermässigen Aufwertung des Frankens

entgegenzustemmen. Nach einer von internationalen Ereignissen ausgelösten, aussergewöhnlich starken und jähen Aufwertung im Sommer 2011 reagierte die SNB zuerst mit einer massiven Liquiditätsausweitung am Frankengeldmarkt. Da der Aufwertungsdruck anhielt, griffen wir zu einer Extremmassnahme und legten am 6. September 2011 einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Wir setzen diesen Mindestkurs seither am Devisenmarkt mit aller Konsequenz durch, wenn nötig mit unbeschränkten Devisenkäufen. Diese Geldpolitik schlägt sich in der Bilanz der SNB nieder. Sie hat aber auch die Bedeutung der Währungsreserven verändert und wirkt sich auf unsere Anlagepolitik aus.

Bevor ich darauf eingehe, möchte ich Ihnen darlegen, weshalb der Mindestkurs weiterhin die richtige Massnahme ist, um unseren Auftrag im Gesamtinteresse unseres Landes zu erfüllen. Gemäss Nationalbankgesetz haben wir die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Der Franken ist auf dem aktuellen Niveau immer noch hoch bewertet. Dies belastet viele Unternehmen – zumal in einer Phase, in der das Wirtschaftswachstum global bescheiden ist. In Europa, unserem Haupthandelspartner, schwächt sich das Wachstum sogar noch weiter ab. Damit verbunden vermag die Auslandnachfrage kaum für positive Impulse sorgen. Die jüngsten Meldungen zeigen, dass darunter nicht mehr «nur» die Margen der Unternehmen leiden, sondern zunehmend auch der Arbeitsmarkt. Würde sich der Franken in dieser fragilen Lage erneut aufwerten, träfe dies die Schweizer Wirtschaft im Mark. Die Preisstabilität wäre in Gefahr, und die konjunkturelle Entwicklung litte schwer darunter. Der Mindestkurs ist also bis auf Weiteres notwendig, um unser Mandat wahrzunehmen.

Ich habe vorhin festgestellt, dass sich die Bedeutung der Währungsreserven gewandelt hat. Was ist darunter zu verstehen? Die Währungsreserven der Nationalbank setzen sich zusammen aus Devisen, die zum grössten Teil in Wertschriften angelegt sind, sowie aus Gold, das überwiegend in Form von Barren gehalten wird. In der alten Welt, mit der Sie und ich sehr gut vertraut sind, werden Währungsreserven gehalten, weil sie im Kriegs- und Krisenfall zum Beispiel für die Bezahlung der für die Landesversorgung unentbehrlichen Importe eingesetzt werden können. Aus der Zeit der festen Wechselkurse stammt auch die Einsicht, dass die Nationalbank über Währungsreserven verfügen muss, um bei Bedarf mit Devisenmarktinterventionen den Kurs des Frankens zu beeinflussen. Dieses Argument verliert auch in einem Regime flexibler Wechselkurse, wie wir es nach dem Zusammenbruch des

Bretton-Woods-Systems kennen, seine Gültigkeit nicht gänzlich. Sollte sich die eigene Valuta stark und ungerechtfertigt abwerten, muss eine Zentralbank unter Umständen ihre Währungsreserven einsetzen, um dem Wertzerfall und der damit verbundenen Inflationsgefahr entgegenzuwirken. Zudem sind in einem kleinen Land wie der Schweiz Währungsreserven für das Vertrauen in den Finanzplatz wichtig. Denn Währungsreserven gestatten es der SNB, in einer Krise als Geldgeberin der letzten Instanz Liquiditätsengpässe des Schweizer Finanzsektors auch in Fremdwährung zu decken. In die heutige Terminologie übersetzt heisst dies, dass die SNB mit ihren Währungsreserven einen Beitrag zur Erhaltung der Finanzstabilität leistet.

In der alten Welt bestimmte weitgehend die Höhe der Erträge abzüglich der Ausschüttung an Bund und Kantone das Wachstum der Währungsreserven. Die Erträge, die nicht den Rückstellungen – der wichtigsten Eigenkapitalkomponente der SNB – zugewiesen werden, gelangen geglättet über die Zeit zur Ausschüttung. Wird ein grosser Teil der Erträge ausgeschüttet, bleibt folglich weniger für die Aufstockung der Rückstellungen. Es ist daher nicht erstaunlich, dass sich die Höhe der Währungsreserven und der Rückstellungen in der Vergangenheit tendenziell im Gleichschritt bewegten.

Somit waren in der alten Welt die Veränderung der Währungsreserven auf der Aktivseite unserer Bilanz eng verbunden mit der Veränderung der Rückstellungen für Währungsreserven auf der Passivseite. Doch wie bestimmt sich die Höhe unserer Währungsreserven und damit der Rückstellungen? Artikel 99 der Bundesverfassung hält fest, dass die SNB aus ihren Erträgen ausreichende Währungsreserven zu bilden hat. Artikel 30 des Nationalbankgesetzes verpflichtet uns dazu, Rückstellungen zu bilden, die es erlauben, die Währungsreserven auf der geld- und währungspolitisch erforderlichen Höhe zu halten. Dabei haben wir uns «an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft» zu orientieren. Bei der Bildung von Rückstellungen richten wir uns am Wachstum des nominalen Bruttoinlandprodukts der Schweiz aus. Die Rückstellungen sind somit das Eigenkapitalpolster, das es uns gestattet, die Bewertungsrisiken auf den Währungsreserven zu tragen. Der verbleibende, nicht für Rückstellungen benötigte Ertrag steht für die Gewinnausschüttung zur Verfügung.

Zwar ist immer klar gewesen, dass die Währungsreserven unersetzlich sind, um in speziellen Konstellationen wichtige geldpolitische Funktionen zu erfüllen. In der Umsetzung der

Geldpolitik im courant normal der alten Welt übernahmen sie allerdings keine tragende Rolle. Damals nämlich gestaltete die SNB die monetären Bedingungen über Repogeschäfte. Über diese führte sie dem Frankengeldmarkt Liquidität zu und steuerte so den Libor für dreimonatige Frankenanlagen innerhalb des Zielbandes.

Heute leben wir jedoch wie gesagt in einer neuen Welt, in der sich einiges geändert hat. Sichtbarstes Zeichen dafür ist in der Schweiz der Mindestkurs. Die Höhe der Währungsreserven wird direkt von der Umsetzung der Geldpolitik bestimmt. Sind Devisenkäufe nötig, um den Mindestkurs durchzusetzen, nehmen automatisch unsere Währungsreserven zu, und unsere Bilanz wächst. Das Wachstum der Währungsreserven hängt somit nicht wie früher in erster Linie von der Höhe der nicht ausgeschütteten Erträge ab. Mit dem starken Anstieg der Devisenreserven kreisen die Diskussionen deshalb auch nicht mehr wie früher um die angemessene Höhe der Währungsreserven. Diese wird heute nämlich direkt durch die Geldpolitik bestimmt. Vielmehr geht es in der aktuellen Diskussion darum, wie die Devisen am besten angelegt werden können und wie hoch das Eigenkapital zur Abdeckung der Risiken der Währungsreserven bemessen sein soll.

Die geldpolitisch bedingte Akkumulation von Währungsreserven hat sich nicht nur in einem präzedenzlosen Wachstum unserer Notenbankbilanz niedergeschlagen. Wir müssen davon ausgehen, dass aufgrund der neuen Bilanzgrösse und Bilanzstruktur auch die Wertschwankungen künftig ein Vielfaches dessen ausmachen können, was wir uns aus der Vergangenheit gewohnt sind. Um diese Wertschwankungen aufzufangen, benötigen wir ausreichend Eigenkapital. Über die letzten Jahre ist allerdings die Bilanz erheblich stärker gewachsen als unser Eigenkapital, und das Verhältnis von Eigenkapital zu Währungsreserven hat sich verschlechtert. Damit sind wir weniger in der Lage, Wertschwankungen mittels Eigenkapital zu absorbieren als früher.

Gute Zwischen- oder auch Jahresergebnisse dürfen uns nicht darüber hinwegtäuschen, dass erhebliche Risiken auf unserer Bilanz lasten. Die geld- und währungspolitisch erforderliche Höhe der Währungsreserven wird auf absehbare Zeit grösser sein als in der Vergangenheit. Dem müssen wir bei der Frage, wie hoch unser Eigenkapital künftig sein muss, Rechnung tragen. Gestiegene Bilanzrisiken im Zuge der Krisenbewältigung waren übrigens schon vor der Festlegung des Mindestkurses ein Thema. Der Bankrat reagierte bereits Ende 2009

darauf, indem er beschloss, die jährliche Zuweisung an die Rückstellungen zu verdoppeln. Damit kann das Eigenkapital stetig über die Zeit aufgebaut werden, um sich der grösseren Bilanz allmählich anzupassen und den höheren Währungsreserven gerecht zu werden.

## **Die Anlagepolitik im Dienste der Geldpolitik**

Diese neue Welt im Zeichen der Frankenstärke stellt unsere Geldpolitik und unsere Anlagepolitik vor neuartige Aufgaben. Heute wie früher gilt allerdings, dass es sich bei der Geld- und Anlagepolitik nicht um ein gleichberechtigtes Paar handelt: Vorrang genießt die Geldpolitik; die Anlagepolitik hat sich deren Erfordernissen zu fügen und sie wenn nötig zu unterstützen.

Um unsere gegenwärtige Geldpolitik umzusetzen, müssen wir den Mindestkurs Tag und Nacht am Devisenmarkt sicherstellen. Unsere Devisenhändler haben sich dabei in einem Markt zu bewegen, der grossen und abrupten Schwankungen unterliegt. Die Nachfrage nach Franken hängt dabei massgeblich von der Risikoneigung der Anleger ab. Ihre Stimmung wird seit geraumer Zeit nicht nur wie üblich von Konjunktur- und Unternehmensnachrichten beeinflusst, sondern ausgeprägt von Fortschritten und Rückschlägen bei der Bewältigung der Schuldenkrise in europäischen Staaten.

Für die Anlagepolitik besteht die Aufgabe darin, einen grossen Bestand an Devisenreserven möglichst liquid, sicher und ertragsbringend zu bewirtschaften und zu diversifizieren.<sup>1</sup> Im gegenwärtigen Umfeld sehr tiefer Zinsen und damit niedriger laufender Erträge sowie eines tendenziell schrumpfenden Universums an sicheren Anlagen ist dies nicht einfach. Darüber hinaus müssen unsere Asset-Manager mit potenziell sehr hohen Neuzuflüssen rechnen, wobei sie weder Höhe noch Zeitpunkt steuern oder prognostizieren können, weil diese Flüsse Produkt der Umsetzung der Geldpolitik sind. Zudem begrenzt das Primat der Geldpolitik den Spielraum für die Bewirtschaftung unserer Anlagen insgesamt. Unsere Anlagepolitik steht also voll und ganz im Dienste unserer Geldpolitik.

Wie gut haben wir unsere Aufgaben in dieser neuen Welt bislang gemeistert? In der Geldpolitik ist es gelungen, den Mindestkurs seit dem 6. September 2011 am Devisenmarkt

---

<sup>1</sup> Siehe dazu Referat von Fritz Zurbrügg, «Das Wachstum der Devisenreserven der SNB und die damit verbundenen Herausforderungen», Geldmarkt-Apéro, Genf, 8. November 2012.

konsequent durchzusetzen. Wir haben damit schweren Schaden von unserer Volkswirtschaft abgewendet und die Preisstabilität gesichert. Mir ist es aber wichtig, an dieser Stelle zu betonen, dass der Mindestkurs eine Antwort auf ausserordentliche Umstände darstellt und nicht als Medikament gegen Beschwerden aller Art oder zur Feinsteuerung der Konjunktur taugt.

Unsere Anlagepolitik und unser Anlageprozess haben sich auch unter diesen extremen Umständen und den damit verbundenen notwendigen Devisenkäufe als belastbar erwiesen. Es hat sich gelohnt, dass die SNB schon vor 15 Jahren begonnen hat, die Grundsätze der modernen Vermögensverwaltung zu beherzigen und ihr Asset Management entsprechend zu strukturieren. Insbesondere die für eine Zentralbank überdurchschnittliche Offenheit in Bezug auf den Kreis der zulässigen Anlagen hat sich bei uns sehr bewährt. Ich beziehe mich dabei auf die Tatsache, dass wir heute in Anleihen diverser Schuldnerkategorien und in ausländische Aktien investieren und zudem den Fächer für nichtklassische Reservewährungen geöffnet haben. Die SNB hält derzeit immerhin 12% ihrer Devisenreserven in ausländischen Aktien und tätigt auch Anlagen in schwedischer und dänischer Krone, Kanada-, Singapur- und Australien-Dollar sowie koreanischem Won.

Unser in den letzten 15 Jahren aufgebautes Anlagewissen erlaubt es uns heute, auch sehr hohe Volumen an Währungsreserven diversifiziert zu investieren, ohne damit in irgendeiner Weise die Geldpolitik und die Finanzmärkte negativ zu tangieren. Dass wir den Mindestkurs jederzeit ohne Wenn und Aber durchsetzen können, gründet daher nicht zuletzt auf unserer Fähigkeit, auch substantielle Zuflüsse an Devisen störungsfrei zu absorbieren. Dabei hat es sich in der Krise als grosser Vorteil herausgestellt, dass unsere Anlagepolitik einerseits mit Blick auf die Anlageklassen ein hohes Mass an Flexibilität erlaubt. Andererseits basiert sie auf Prinzipien, die sich auch in der Krise und in einem schwierigen Anlageumfeld als robust und umsetzbar erwiesen haben. Wir mussten daher in der Anlagepolitik keine unvermittelten Kurswechsel vornehmen, die unter Umständen zu zusätzlicher Volatilität an den Märkten hätten führen können.

Weil wir unsere Devisenbestände nach zeitgemässen Grundsätzen bewirtschaften, unterscheidet uns von aussen betrachtet in mancherlei Hinsicht wenig von einem normalen grossen Investor. Unsere Anlagekriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag sind nicht

einzigartig, und auch unser Prinzip, hinreichend marktschonend zu investieren, ist nicht einmalig. Auch der Umstand, dass wir nach einer möglichst grossen Diversifikation streben und deshalb laufend weitere Anlageklassen und Währungen in verschiedenen Märkten prüfen, bildet kein besonderes Merkmal. Schliesslich unterscheidet auch die Art und Weise, wie wir Anlagerisiken überwachen, kontrollieren und steuern, uns nicht grundsätzlich von der Aussenwelt.

Und doch lässt sich die SNB nicht mit einem normalen Investor vergleichen, weil die reine Anlagelogik zu kurz greift. Zum einen verhalten wir uns zwar manchmal ähnlich, doch mitunter aus unterschiedlichen Motiven. Ein Beispiel: Wie ein anderer grosser Investor geht auch die SNB marktschonend vor, weil Bewegungen an den Märkten sie teuer zu stehen kommen könnten. Doch sie hat zugleich ein zweites und gewichtigeres Motiv dafür: Sie achtet auch deswegen darauf, weil sie mit ihrer Anlagetätigkeit keinerlei Signale aussenden möchte, die an den Märkten möglicherweise falsch verstanden werden könnten.

Zum anderen ergibt sich aus dem Primat der Geldpolitik ein ganz fundamentaler Unterschied. Während der Grossteil der Investoren das Fremdwährungsrisiko ganz oder teilweise absichern kann, ist dies der SNB nicht möglich. Eine Absicherung des Frankenrisikos liefe der aktuellen Geldpolitik direkt zuwider. Die SNB muss bereit sein, das Risiko beträchtlicher Wechselkursverluste auf ihren Anlagen in Kauf zu nehmen, wenn dies nötig ist, um den geldpolitischen Auftrag zu erfüllen.

In diesem Zusammenhang komme ich auf eine wichtige Eigenheit der SNB zu sprechen. Die SNB ist nämlich in der Lage, grosse Risiken zu tragen und vorübergehend auch hohe Verluste zu absorbieren. Sie wirkt über ihre Geldpolitik damit als Puffer für die schweizerische Volkswirtschaft und federt die Wirkung von gravierenden Schocks ab.

Dank des Notenmonopols wird die Nationalbank nie illiquid. Selbst wenn im Extremfall hohe Verluste vorübergehend zu negativem Eigenkapital führen würden, bliebe sie voll geschäfts- und handlungsfähig. Der Franken ist gesetzliches Zahlungsmittel. Weil die SNB dank des Notenmonopols unbeschränkt Franken schaffen kann, vermag sie ihre Verbindlichkeiten jederzeit vollumfänglich zu bedienen. Sie wird nicht wie eine Geschäftsbank, ein privates Unternehmen oder ein institutioneller Anleger dazu gezwungen, bei negativem Eigenkapital



Sanierungsmassnahmen einzuleiten oder gar die Bilanz zu deponieren. Sie geniesst zudem gegenüber anderen Investoren dank ihres Geldschöpfungsprivilegs einen systembedingten Finanzierungsvorteil und erzielt langfristig Ertragsüberschüsse. Das heisst, die Erträge auf ihren Aktiven sind in der langen Frist durchschnittlich höher als die Zinsaufwände auf ihren Passiven. Eine Zentralbank wie die SNB kann darum nach Verlusten über die Zeit im Regelfall von selber wieder das nötige Eigenkapital aufbauen.<sup>2</sup>

Wenn die SNB weder illiquid werden kann, noch sonstwie in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt zu werden droht – weshalb habe ich dann vorher unterstrichen, wie wichtig es sei, angesichts der gestiegenen Bilanzrisiken die Rückstellungen und damit das Eigenkapital angemessen zu dotieren? Ist dies nicht ein Widerspruch? Nein, denn für eine Zentralbank ist es immer besser, wenn sie nicht zu lange in eine Situation mit zu wenig oder gar negativem Eigenkapital gerät. Dies deshalb weil sie unter Umständen an Glaubwürdigkeit einbüsst oder ihre Unabhängigkeit längerfristig in Frage gestellt werden könnte. Schmälern Verluste das Eigenkapital zu sehr oder führen sie gar zu negativem Eigenkapital, muss dem Wiederaufbau des Kapitals unbedingt Priorität vor den Ausschüttungen eingeräumt werden, und zwar solange, bis das Eigenkapital wieder eine vernünftige Höhe erreicht hat. In diesem Sinne trägt die SNB ihrer Kapitalbasis Sorge, damit sie auf lange Sicht ihr geldpolitisches Mandat im Gesamtinteresse des Landes uneingeschränkt wahrnehmen kann.

## **Ein Staatsfonds ist für die Aktiven der SNB kein Königsweg**

Ich habe bereits erwähnt, dass heute die Anlage unserer Devisenreserven intensiv diskutiert wird. Die mit unseren Anlagen verbundenen Risiken beschäftigen die Bevölkerung. Angesichts der Dynamik und der Dimensionen unseres Anlagevolumens habe ich grosses Verständnis dafür, dass diese Thematik in der Öffentlichkeit engagiert und breit debattiert wird. Solche Diskussionen zeichnen eine offene Gesellschaft aus und gehören zu unserem demokratischen System. Sie sind uns ein zusätzlicher Ansporn, unsere Anlagepolitik immer wieder kritisch zu prüfen, zu überdenken und unsere Argumente zu härten.

---

<sup>2</sup> Siehe Referat von Thomas Jordan, «Braucht die Schweizerische Nationalbank Eigenkapital?», Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft, Basel, 28. September 2011.

Eine Idee, die in der Öffentlichkeit auf eine gewisse Resonanz stösst, ist der Staatsfonds. Ein solcher Fonds könnte die Rendite langfristig optimieren, dabei einen ausgesprochen langen Anlagehorizont verfolgen und sich auch in weniger liquiden, vor allem realen Anlagen engagieren, versprechen sich seine Verfechter. Leider wird dabei verkannt, dass unser Anlagebedarf von der Geldpolitik vorgegeben und damit durch Geldschöpfung finanziert wird. Darin unterscheidet sich die Situation der Schweiz fundamental von derjenigen in Ländern mit Staatsfonds, die durch Einnahmenüberschüsse vornehmlich aus Rohstoffexporten gespeist werden. Grösse und Zusammensetzung der Notenbankbilanz sind heute direkter Ausdruck der Geldpolitik. Wir müssen die Zusammensetzung unserer Bilanz bestimmen können und uns, wenn es die Geldpolitik verlangt, jederzeit von Aktiven auch trennen können. Das spricht gegen einen sehr langen Anlagehorizont. Die Flexibilität, über die eine Zentralbank mit Blick auf die Erreichung ihres Auftrags verfügt, sollte möglichst gross sein. Wir wissen nicht, welche Massnahmen morgen nötig sind, um unseren Auftrag zu erfüllen. Doch wir wissen, was die Voraussetzung dafür ist, dass dies uns gelingen kann: Es sollte uns eine möglichst breite Palette von Instrumenten zur Verfügung stehen, so dass wir rasch und resolut handeln können. Mit einem Staatsfonds würde aber just diese Handlungsfähigkeit der SNB über Bilanzrestriktionen beschnitten.

Zudem haben die Befürworter der Staatsfondsidee oft unrealistisch hohe Erwartungen. Für die Geldpolitik bringt der Staatsfonds keine Erleichterung, weil sich der Mindestkurs nicht einfacher durchsetzen lässt. Und das Wechselkursrisiko lässt sich weder auf diesem, noch auf einem anderen Weg durch anlagepolitische Massnahmen wegzaubern. Zuweilen erscheint auch die Risikoeinschätzung der Anhänger eines Staatsfonds unausgewogen. So wird das Ausfallrisiko von Staatsanleihen in düsteren Szenarien generell eher zu hoch beurteilt, die Risiken von Aktienanlagen, Rohstoffen oder Immobilien werden aber gleichzeitig eher unterschätzt. Unterschätzt wird auch die bereits erwähnte Flexibilität und Offenheit unserer Anlagepolitik. Sie hat es uns beispielsweise ermöglicht, den Aktienanteil auf derzeit 12% der Devisenreserven aufzustocken, obgleich Aktien keine klassische Zentralbankanlage sind.

Zu bedenken ist ferner, dass die SNB am Anlagebedarf gemessen unter den Investoren ein «Elefant» ist. Wenn wir auch bloss einen Zwanzigstel unseres Portfolios umschichten wollten, sind dies derzeit mehr als 20 Mrd. Franken. Solche Beträge können nur wenige Märkte ausserhalb unseres bisherigen Anlageuniversums innert kurzer Frist störungsfrei

aufnehmen – unabhängig davon, wer der Investor ist. Ein Staatsfonds könnte somit nicht von heute auf morgen substanzielle Beträge ausserhalb des SNB-Anlageuniversums diversifizieren. Vielmehr würde er dafür viel Zeit benötigen.

Nicht zuletzt hegen Anhänger der Staatsfondsidee die Hoffnung, die Schweiz könne sich mit strategischen Beteiligungen an grossen ausländischen Unternehmen oder an Infrastrukturprojekten eine stärkere Position gegenüber anderen Ländern verschaffen. Ich warne hier ebenfalls vor zu hohen Erwartungen. Strategische Beteiligungen an ausländischen Unternehmen sind für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz selbst ohne solche verhandlungstaktischen Erwägungen aus verschiedenen Gründen problematisch. Das dürfte für jeglichen staatlichen Investor gelten, und es gilt erst recht für die SNB.

Stellen Sie sich beispielsweise vor, wir würden uns massgeblich an einem grossen ausländischen Unternehmen beteiligen und bestimmenden Einfluss auf den Kurs und das Management nehmen. Die Gefahr einer Verpolitisierung der Geldpolitik wäre spätestens dann sehr real, wenn die Gesellschaft in Konkurrenz zu Schweizer Unternehmen stünde oder Entlassungen in der Schweiz oder in ihrem Heimatland vornähme. Bei Entlassungen in der Schweiz träfe uns der Vorwurf, nicht genug für die Schweiz zu tun. Im zweiten Fall würden wir im Ausland beschuldigt, Heimatschutz auf dem Rücken seiner Staatsbürger zu betreiben. Es darf nicht so weit kommen, dass Interessenkonflikte, die aus einer nicht zu Ende gedachten Anlagepolitik erwachsen, die Glaubwürdigkeit der SNB tangieren und damit letztlich unseren geldpolitischen Handlungsspielraum einzuschränken drohen. Das ist genau der Grund, weshalb wir nur breit diversifiziert und indexnah in ausländische Aktien investieren.

Staatsfonds und andere Vorschläge im Anlagebereich zielen darauf ab, eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Ertrag ist für unsere Anlagepolitik ebenfalls ein wichtiges Kriterium, wenn auch nicht das einzige. Doch auch in diesem Gebiet hat der geldpolitische Auftrag Vorrang. Mit gutem Grund trägt das Nationalbankgesetz der SNB kein Renditeziel auf, das sie erreichen muss, und sie wird darin auch nicht verpflichtet, jährliche Ausschüttungen in einer vorbestimmten Höhe vorzunehmen. Mindestens so wichtig wie die rechtliche Seite ist für mich aber die ökonomische: Wir leisten unserem Land und unserer Volkswirtschaft mit

Abstand den grössten Dienst, wenn es uns gelingt, die Preisstabilität langfristig zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. In diesem Zusammenhang komme ich gerne auf die aktuelle Geldpolitik und damit den Mindestkurs zurück. Diese Massnahme hat es uns ermöglicht, eine grosse Gefahr von unserem Land abzuwenden, und sie hat zur Stabilisierung der Konjunktur beigetragen.

Aufgrund all dieser Überlegungen komme ich zum Schluss, dass ein Staatsfonds für die Aktiven der SNB kein Königsweg ist.

## **Schlussbetrachtungen**

Meine Damen und Herren, ich habe meine Rede heute Abend in der alten Welt im Juni 2007 begonnen. Ich habe diesen Zeitpunkt gewählt, weil er noch nicht lange zurückliegt und sich seither doch vieles – wie ich Ihnen geschildert habe – rasch und fundamental geändert hat. In der neuen Welt von heute stehen Geldpolitik und Anlagepolitik in einer direkten und engen, wenn auch weiterhin ungleichen Beziehung. Die Durchsetzung des Mindestkurses gibt den Takt in der Bewirtschaftung der Währungsreserven vor. Nach wie vor hängt die Höhe der Währungsreserven wie im Nationalbankgesetz vorgegeben von den geld- und währungspolitischen Erfordernissen ab. Doch dieser Zusammenhang ist nun viel offensichtlicher als früher.

Wir sind uns bewusst, dass wir aufgrund der sehr grossen Anlagebeträge eine besondere Verantwortung tragen. Entsprechend verantwortungsvoll gehen wir mit den damit verbundenen Risiken um. Was uns am stärksten von anderen grossen Investoren unterscheidet ist, dass die Geldpolitik unserer Anlagebewirtschaftung einen speziellen Rahmen vorgibt. Trotz der massiv höheren Anlagevolumen kam es bisher zu keinerlei unerwünschten Nebenwirkungen. Der geldpolitische Auftrag wurde erfüllt, und die Anlagepolitik hat sich als belastbar erwiesen.

Wie lange werden wir uns in der Geld- und Anlagepolitik in diesem Ausnahmezustand bewegen müssen? Kehren wir in absehbarer Zeit in die alte Welt zurück? Es wäre schön, wenn die SNB darauf eine Antwort wüsste. Das ist leider nicht der Fall. Angesichts der grossen Unsicherheit ist es deshalb absolut zentral, dass die Geldpolitik sich zum einen

weiterhin strikt an ihrem Auftrag orientiert, zum anderen aber eine möglichst umfassende Handlungsfähigkeit und Flexibilität bewahrt, um diesen Auftrag zu erfüllen. Das ist bei Diskussionen über Vorschläge für unsere Anlagepolitik ebenso zu beachten wie beim langfristigen Aufbau unseres Eigenkapitals.