

Referat von Dr. Jean-Pierre Roth,  
Präsident des Direktoriums,  
anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre  
der Schweizerischen Nationalbank vom 28. April 2006

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Sehr geehrte Gäste

**Stockende Konjunktur im Jahr 2005**

Wie wir heute aufgrund der revidierten Zahlen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung sagen können, hat das Jahr 2005 die Erwartungen übertroffen. Ab Herbst 2004 zeichnete sich zwar eine konjunkturelle Verlangsamung ab, doch der Rückstand konnte 2005 dank der kräftigen Exporte mehr als wettgemacht werden.

Die vorübergehende Konjunkturflaute war vor allem die Folge der Ungewissheit, die der Anstieg der Energiepreise verursacht hatte und die noch dadurch verstärkt wurde, dass im Herbst ein Teil der Raffineriekapazitäten in den USA ausfiel. Von Januar bis August 2005 verteuerte sich das Rohöl um 50%. Der Preis pro Fass erreichte einen Spitzenwert von rund 65 Dollar, bevor eine teilweise Anpassung stattfand. Das Vertrauen der Unternehmer und der Konsumenten wurde dadurch erschüttert. Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern liess nach und die Konsumnachfrage nahm nur noch leicht zu. Erst in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres festigte sich die Konjunktur deutlich.

Die Wirtschaftsentwicklung verzögerte sich nicht in allen Teilen der Welt gleich stark: Unter den Industrieländern spielten die USA weiterhin die Rolle des Wirtschaftsmotors; das Wachstum blieb in der Grössenordnung des Potenzials und lag über dem Durchschnittswert der OECD-Länder. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verzeichneten wiederum ein äusserst kräftiges Wachstum, wobei die Entwicklung der verarbeitenden Industrie in China den internationalen Handel ankurbelte. So profitierte ganz Asien und insbesondere Japan von der Dynamik der chinesischen Wirtschaft. In Europa hingegen fehlte es der Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte an Schwung; der Hauptgrund dafür war die chronisch schwache Inlandnachfrage. Zu Beginn des vergangenen Jahres waren Deutsch-

land, Frankreich und Italien sogar einer Stagnation nahe. Die Lage verbesserte sich in der Folge, doch häufig nur sehr zögerlich.

Die Schweizer Wirtschaft konnte sich weitgehend der in Europa herrschenden Lethargie entziehen, weil sie über relativ stark diversifizierte Exportmärkte verfügt. Der Aussenhandel der Schweiz brach zwar im ersten Quartal 2005 ein, fand dann aber auf einen starken Wachstumspfad zurück. Der Konsum erwies sich seinerseits als ziemlich robust, nahm aber weiterhin nur geringfügig zu. Die Investitionen entwickelten sich aufgrund der Ungewissheit über die Beständigkeit des Aufschwungs nicht mit derselben Dynamik wie im Jahr 2004. Sogar der Bausektor, den die niedrigen Zinssätze besonders stark stützen, erlebte infolge der äusserst schwierigen Wetterbedingungen einen harzigen Jahresauftakt. Er fing sich später zwar wieder auf, erreichte aber das Wachstumstempo des Vorjahres nicht mehr.

Für das ganze Jahr 2005 betrug das Wachstum unserer Wirtschaft 1,9%. Dieser Wert lag leicht unter jenem von 2004.

Angesichts des ungewissen konjunkturellen Umfelds führte die Nationalbank im Jahr 2005 die Normalisierung der Zinssätze, die sie im Frühling 2004 eingeleitet hatte, nicht weiter. Erst am Ende des Jahres, als sich die Anzeichen für einen wirtschaftlichen Aufschwung eindeutig festigten, entschieden wir uns, die sukzessive Normalisierung der Zinssätze wieder aufzunehmen. Im Dezember 2005 und im März 2006 erhöhten wir das Zielband für den Dreimonats-Libor um jeweils 25 Basispunkte. Mittlerweile liegt der Libor bei 1,25%. Dieser Satz entspricht etwa der aktuellen Teuerung. Er ist demnach in Anbetracht der guten Wirtschaftslage immer noch sehr attraktiv.

### **Preisstabilität auch im Jahr 2005**

Trotz des Anstiegs der Erdölpreise konnte die Preisstabilität 2005 gewahrt werden, und zwar im zwölften Jahr in Folge: Seit 1994 ist die jährliche Konsumteuerung in der Schweiz immer unter der Marke von 2% geblieben. Demzufolge hat die Nationalbank ihre Aufgabe erfüllt.

Die Tatsache, dass sich die Kostensteigerungen bei den Energieträgern nur mässig auf andere Produkte übertrugen, hat viele überrascht. In dieser Hinsicht ist die Lage nicht mit

den Erdölschocks in den Siebzigerjahren zu vergleichen. Sie widerspiegelt vielmehr den verstärkten Wettbewerb, dem die Schweizer Wirtschaft ausgesetzt ist, sowie die erhebliche weltweite Unternutzung von Produktionskapazitäten. Diese positiven Aspekte dürfen uns jedoch nicht dazu verleiten, der Inflationsentwicklung weniger Beachtung zu schenken.

### **Günstige Aussichten für das Jahr 2006**

Für 2006 sind die Aussichten der Schweizer Wirtschaft gut, obwohl der kürzliche Anstieg des Erdölpreises eine neue Quelle der Unsicherheit darstellt. Die Weltwirtschaft wächst immer noch stark. In den USA zeigt sich die Wirtschaft robust, obwohl die Notenbank die Zinssätze erhöhte und der Immobilienmarkt sich in der Folge leicht abschwächte. Die Volkswirtschaften Asiens profitieren immer mehr von der Dynamik Chinas. In Europa, insbesondere in Deutschland, ist ebenfalls eine – wenn auch schwache – Zunahme der Geschäftstätigkeit zu spüren. Darüber hinaus schafft die durch das weltweite Wachstum beflügelte Nachfrage nach Investitionsgütern eine äusserst günstige Ausgangslage für unsere Exporte.

Vom guten Geschäftsgang im Aussenhandel dürfen wir positive Impulse für die gesamte Wirtschaft erwarten, sowohl auf Produktionsebene wie auch in der Beschäftigung. Bisher konnte der Anstieg unserer Lieferungen ans Ausland durch eine substantielle Produktivitätssteigerung abgedeckt werden. Nun hoffen wir, dass das Exportwachstum höhere Ausstattungsinvestitionen und eine Zunahme der Beschäftigung nach sich zieht. Das allgemeine Wirtschaftsklima in der Schweiz sollte sich demnach in den nächsten Monaten weiter aufhellen und so den Konsum stützen. Wir rechnen mit einem Wirtschaftswachstum von leicht über 2,0% für dieses Jahr.

Das stärkere Wachstum stellt keine Bedrohung für die Preisstabilität dar. Gemäss unseren Prognosen sollte die durchschnittliche Inflationsrate dieses Jahr bei 1% liegen. Auch für 2007 sind die Inflationsaussichten gut. Im internationalen Vergleich befindet sich die Schweiz in dieser Hinsicht weiterhin in einer sehr komfortablen Lage.

Was muss von der Geldpolitik erwartet werden? Aus unserer letzten Inflationsprognose vom März geht eindeutig hervor, dass die Preisstabilität mit dem aktuellen Zinsniveau langfristig nicht gewährleistet werden kann. Die geldpolitische Normalisierung, die wir im

Juni 2004 eingeleitet haben, wird demnach weiterhin unsere Politik bestimmen. Wir werden sie in der Überzeugung vorantreiben, dass eine vorausschauende Politik für unsere Wirtschaft viel weniger schmerzhaft ist als nachträgliche Korrekturmassnahmen.

Die Kunde von der Rückkehr des Wachstums ist zwar erfreulich, doch wir dürfen uns nicht damit zufrieden geben. Die zu erwartenden Wachstumsraten bleiben nämlich unter dem Wert, der nötig wäre, um die steigenden finanziellen Bedürfnisse unserer alternden Bevölkerung zu erfüllen. Es braucht noch grosse Anstrengungen, um das Wachstumspotenzial unserer Wirtschaft anzuheben. Die dem Parlament unterbreiteten Vorschläge des Bundesrats zur Liberalisierung des Inlandmarkts gehen in die richtige Richtung. Weitere Reformen müssen anvisiert werden, um den Wettbewerb im Inland zu beleben und die Dichte der Marktregulierung zu verringern. Es ist in der Tat beunruhigend, dass unser Land bezüglich Marktliberalisierung oft schlecht abschneidet. Die Dynamik jener Länder, die der Privatinitiative mehr Raum gelassen haben, sollte uns als Vorbild dienen. Die gute Konjunkturlage bietet eine ausgezeichnete Gelegenheit, Wirtschaftsreformen voranzutreiben. Es wäre absolut falsch, wenn wir uns mit dem bisher Erreichten zufrieden geben würden. Indem sie die Preisstabilität gewährleistet, schafft die Nationalbank ihrerseits ein für den allgemeinen Wirtschaftsaufschwung und die strukturellen Anpassungen förderliches Umfeld.

### **Stabile Finanzmärkte**

2005 war geprägt von Unsicherheiten: Anstieg der Erdölpreise, zeitweiliger Ausfall der Raffineriekapazitäten in den USA, geopolitische Spannungen. Darüber hinaus prägten weiterhin grosse Ungleichgewichte die Weltwirtschaft, wie zum Beispiel das Ertragsbilanzdefizit der USA oder die mangelnde Flexibilität des chinesischen Währungssystems. Was die Geldpolitik betrifft, so war die Tonlage oft sehr unterschiedlich: Während die Zinssätze in den USA schrittweise angehoben wurden, nahm Europa eine abwartende Haltung ein.

Trotz dieser potenziell destabilisierenden Faktoren blieb die Lage auf den Finanzmärkten ziemlich ruhig. Auf dem Devisenmarkt festigte sich der Dollar im Zuge der geldpolitischen Straffung in den USA, während sich der Yen gegenüber dem Franken nur wenig bewegte. Der Euro pendelte sich in einer engen Bandbreite zum Franken ein, was die grosse Über-

einstimmung der Fundamentaldaten der Schweiz mit jenen der Eurozone widerspiegelt. In den letzten Monaten schwächte sich der Franken tendenziell sogar ab, was in Anbetracht der tiefen Inflation in der Schweiz im Vergleich zum übrigen Europa kaum zu erklären ist. Sollte sich dieser Abwärtstrend verstärken und zu einer – angesichts der Konjunktur-entwicklung – übermässigen Lockerung der monetären Rahmenbedingungen führen, wäre eine Normalisierung der Zinssätze umso dringlicher.

Allgemein ist die Fähigkeit der Finanzmärkte, Schocks abzufedern oder Ungleichgewichte auszuhalten, eine Folge der Globalisierung und der Entwicklungen in der Finanzintermediation. Die Globalisierung hat nicht nur zu einer Stimulierung der Gütermärkte, sondern in zunehmendem Masse auch zu einer Erweiterung und Vertiefung der Finanzmärkte geführt. Der freie Kapitalverkehr, heute eine Selbstverständlichkeit in den Industrienationen, hält auch in den aufstrebenden Ländern Einzug. Es wird deshalb leichter, die Defizite der einen mit den Überschüssen der andern zu finanzieren.

An sich ist die gesteigerte Effizienz der Finanzmärkte ein zusätzlicher Wachstumsfaktor und demzufolge positiv zu werten, doch die anhaltende Verschuldung einiger Länder, welche die sehr unterschiedlichen nationalen Sparanstrengungen widerspiegelt, könnte bei einer Vertrauenskrise die Finanzmärkte ernsthaft schwächen.

Die grosse Stabilität der internationalen Finanzmärkte im letzten Jahr erwies sich als günstig für unser stark mit der Weltwirtschaft verflochtenes Land, dessen Währung oft unter externen monetären Turbulenzen gelitten hatte. Allerdings kann diese bemerkenswerte Stabilität der Märkte nicht als endgültige Errungenschaft betrachtet werden. Es gibt weiterhin beachtliche unterschwellige Risiken; wir müssen auf jeden Fall gegenüber allfälligen Marktturbulenzen stets wachsam bleiben. Auf der Ebene der Unternehmen ist Vorsicht geboten, was die Wechselkursrisiken anbelangt, auch wenn die Volatilität des Frankens in den letzten Jahren gering war. Die Nationalbank ist sich der Verletzlichkeit der Finanzmärkte bewusst und bemüht sich ihrerseits besonders darum, dass ihre Geld- und Währungspolitik von den Wirtschaftsakteuren richtig verstanden wird. Die Sorgfalt, mit der wir unsere Entscheide kommunizieren, und die geldpolitischen Resultate, die wir in unserem Land erzielt haben, unterstützen unsere Glaubwürdigkeit. Diese Glaubwürdigkeit wiederum gewährleistet die hohe Wirksamkeit unserer Zinspolitik.

## **Die Nationalbank im Zentrum politischer Diskussionen**

Die Glaubwürdigkeit ist in einer Zeit der Globalisierung und eng verknüpfter Finanzmärkte besonders wichtig. Früher konnten die Zentralbanken von ihren regulatorischen Befugnissen Gebrauch machen und mit Marktinterventionen die Kurse – insbesondere die Devisenkurse – beeinflussen. Angesichts der globalisierten Märkte sind ihre Mittel heute relativ beschränkt. Deshalb müssen sie mehr Fingerspitzengefühl als Muskelkraft einsetzen. Die Glaubwürdigkeit ist dazu unerlässlich: Die Glaubwürdigkeit der Notenbanken dämpft die Kursschwankungen und schafft die Basis dafür, dass geldpolitische Entscheide ihre volle Wirkung auf die Erwartungen der Märkte entfalten.

Glaubwürdigkeit ist also eine wertvolle Errungenschaft für die Geldpolitik, und ihre Aufrechterhaltung verlangt unsere volle Aufmerksamkeit. Die Nationalbank kann sich nicht einfach auf ihren Lorbeeren ausruhen. Sie muss die Märkte davon überzeugen können, dass sie bei Bedarf gewillt ist, alle ihr zur Verfügung stehenden Mittel einzusetzen, um auch in Zukunft die geldpolitische Stabilität unseres Landes zu gewährleisten.

Es gilt heute weitherum als unbestritten, dass eine Zentralbank nur dann glaubwürdig ist, wenn sie ihre Instrumente einsetzen kann, ohne vorher die Zustimmung der Regierung einholen oder Regierungssanktionen befürchten zu müssen. Das ist der Grund ihrer Unabhängigkeit. In der Schweiz wird die Unabhängigkeit der Nationalbank in Art. 99 der Bundesverfassung sowie in Art. 6 des Nationalbankgesetzes garantiert. Dieser rechtliche Rahmen ist angemessen.

Gleichwohl ist Glaubwürdigkeit nicht nur eine Frage der rechtlichen Unabhängigkeit. Sie hängt auch davon ab, in welchem politischen Umfeld eine Zentralbank operiert. Tatsächlich spielt für das Urteil der Märkte nicht nur die formelle Autonomie der Währungsbehörde eine Rolle, sondern auch die Frage, inwieweit ihre Entscheide auf politische Akzeptanz stossen. Eine ständige Politisierung geldpolitischer Fragen kann deshalb die Glaubwürdigkeit stark gefährden.

Die Einsicht, dass geldpolitische Angelegenheiten mit einer gewissen Ruhe angegangen werden sollten, bedeutet nicht, dass die Politik der Notenbanken keiner demokratischen Kontrolle zu unterwerfen ist. Diese Kontrolle ist heute viel strikter als früher. So schreibt denn die Währungsordnung in den meisten Ländern vor, dass die Zentralbank dem

Gesetzgeber über die Ausübung ihres Mandats Rechenschaft ablegt. Dies ist auch in der Schweiz der Fall. Wir sind gemäss Art. 7 des Nationalbankgesetzes verpflichtet, der Bundesversammlung jährlich einen Bericht über die Erfüllung unserer Aufgaben vorzulegen.

Ungeachtet dieser Bestimmungen sind Nationalbankangelegenheiten oft Gegenstand hitziger politischer Debatten. Paradoxerweise geht es dabei nicht um die Geld- und Währungspolitik als solche, sondern um eher operationelle Aspekte, wie zum Beispiel die Höhe unserer Währungsreserven oder die Gewinnverteilung.

Hierzu ein Beispiel: Im Anschluss an Beratungen der Geschäftsprüfungskommission des Nationalrats wurde kürzlich gemeldet, ein weiterer Teil unserer Goldreserven könnte aufgelöst werden, um eine neue aussergewöhnliche Gewinnausschüttung im Umfang von 10 Mrd. Franken zu ermöglichen. Dadurch entstand der Eindruck, die SNB verfüge über überschüssige Währungsreserven. Diese Einschätzung ist völlig falsch.

Da mittlerweile die Hälfte unserer Goldreserven verkauft und der Erlös an Bund und Kantone verteilt ist, verfügt die Nationalbank über einen für die Führung ihrer Geld- und Währungspolitik angemessenen Bestand an Währungsreserven in Gold und Devisen. Vergleicht man die Höhe unserer Währungsreserven mit dem wirtschaftlichen Gewicht unseres Landes, so belegen wir in der Rangliste der bestdotierten Länder keinen Spitzenplatz. Wir sind sogar weit davon entfernt: 1950 betrug unsere Reserven noch 30% des Bruttoinlandsprodukts; heute beträgt dieser Anteil lediglich 12,5%, und im internationalen Vergleich liegen wir damit zusammen mit den skandinavischen Ländern im respektablen Mittelfeld. Die Schweiz ist aber – im Gegensatz zu diesen Ländern – ein wichtiger internationaler Finanzplatz. Deshalb entbehrt die Auffassung, wir verfügten heute über überschüssige Währungsreserven, jeglicher rationaler Grundlage.

Das Gesetz regelt überdies die Zuständigkeiten absolut klar: Es ist Aufgabe des Bankrats – und nicht der parlamentarischen Kommissionen – über die Rückstellungspolitik der SNB und damit auch über die Entwicklung der Währungsreserven zu befinden. Die vom Bankrat verfolgte Rückstellungspolitik ist von Augenmass und Vernunft geprägt: Sie zielt darauf ab, die Währungsreserven schrittweise so zu erhöhen, dass sich das Verhältnis zwischen

Reserven und Bruttoinlandprodukt nicht verschlechtert. Dieser Ansatz steht im Einklang mit der Tatsache, dass wir heute nur über mittelgrosse Reserven verfügen.

Wer unsere Währungsreserven als zu hoch einschätzt, vergisst, dass die SNB eine Art Versicherung für die geldpolitische Stabilität des Landes darstellt. Wie jede Versicherung muss sie sich angesichts der Ausweitung der Märkte und der erhöhten Risiken auf Reserven abstützen können, die im Gleichschritt mit der Volkswirtschaft wachsen. Andernfalls wäre ihre Handlungskraft auf den Märkten geschwächt. Wir müssen hier die Wahrung der langfristigen Interessen unseres Landes im Auge behalten.

Die Debatte zur Kosa-Initiative (Nationalbankgewinne für die AHV) ist ein weiteres Beispiel eines politischen Vorstosses, der unsere geldpolitische Glaubwürdigkeit gefährdet. Bereits letztes Jahr habe ich Ihnen im Detail erläutert, weshalb diese Initiative unserer Ansicht nach die Ausübung unseres Mandats erschweren würde. Ich erlaube mir, Ihnen die Gründe nochmals kurz in Erinnerung zu rufen:

Erstens würde die von der Initiative verfolgte direkte Verknüpfung der Nationalbankgewinne mit der Finanzierung eines wichtigen Pfeilers der Sozialversicherung eine gefährliche Abhängigkeit schaffen. Auf die SNB würde nämlich mit Sicherheit anhaltender politischer Druck ausgeübt, in Zukunft höhere Gewinne auszuschütten. Aber eine höhere Gewinnausschüttung wäre nur möglich, wenn wir bei unseren Investitionen ein grösseres Risiko eingingen oder wenn wir unsere Währungsreserven verringerten. Für die Märkte wäre es nicht mehr klar, ob die SNB mit ihrer Politik in erster Linie die geldpolitische Stabilität des Landes bewahren wolle oder ob sie primär Gewinne zu erzielen habe. Wie erwähnt, bergen ständige Diskussionen über solche Themen das Risiko, dass die Unabhängigkeit der Nationalbank in der Wahrnehmung der Märkte geschwächt wird. Dies würde unsere Glaubwürdigkeit gefährden und unsere geldpolitische Handlungsfähigkeit beeinträchtigen. Letztlich würde die Umsetzung der Kosa-Initiative das Vertrauen in den Franken untergraben.

Zweitens stellt die Initiative die Hypothese auf, unsere Gewinnausschüttung könnte sich dauerhaft auf über einer Milliarde Franken pro Jahr einpendeln. Das ist eine Illusion, die für unsere Mitbürgerinnen und Mitbürger höchstens bittere Enttäuschung bringen kann. Unsere Berechnungen ergeben nämlich – und dies bestätigt der Präsident des Bankrats in



seinen Erläuterungen zum Jahresergebnis 2005 – dass die Ausschüttungshöhe der Nationalbankgewinne mittelfristig auf lediglich eine Milliarde Franken pro Jahr zu liegen kommt. Wenn wir von den 12 Mrd. Franken Gewinn für 2005 die Erfolge abziehen, welche durch den spektakulären Anstieg des Goldpreises und die Neubewertung der Devisen zustande gekommen sind, dann verbleiben gerade noch 2 Mrd. Franken als ausschüttbarer Gewinn – ein gutes Ergebnis, aber nicht mehr als das.

Wer hofft, dass die Nationalbank dauerhaft erheblich mehr als eine Milliarde Franken ausschütten kann, der zwingt sie dazu, bei der Bewirtschaftung ihrer Währungsreserven höhere Risiken einzugehen oder die Aufstockung der Währungsreserven zu verlangsamen und schwächt damit die Stellung der SNB auf den Märkten. In Anbetracht der jetzigen Höhe unserer Reserven wäre dies nicht klug.

Liebe Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Damit die Nationalbank eine effiziente Geldpolitik führen kann, benötigt sie das Vertrauen der Bevölkerung und der Märkte. Die Kosa-Initiative spielt mit dem Feuer. Sie öffnet Tür und Tor für immer neue finanzielle Forderungen. Sie rückt die Nationalbank ins Zentrum einer endlosen politischen Debatte und zieht sowohl ihre Glaubwürdigkeit als auch die Wirksamkeit ihrer Politik in Mitleidenschaft. Aus Vernunftgründen muss die Initiative deshalb abgelehnt werden.

In dieser heiklen Phase benötigt die Nationalbank die Unterstützung jedes Einzelnen, und insbesondere ihrer Aktionärinnen und Aktionäre. Ich danke Ihnen für Ihre heutige Anwesenheit und für das fortwährende Interesse, das Sie unserer Tätigkeit entgegenbringen.