

Referat von Dr. Jean-Pierre Roth,
Präsident des Direktoriums,
anlässlich der Generalversammlung der Aktionäre
der Schweizerischen Nationalbank vom 25. April 2008

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Wie aus der Geschichte hervorgeht, und wie der Präsident des Bankrats es uns eben in Erinnerung gerufen hat, waren die Feierlichkeiten für unsere verschiedenen Jubiläen von schwierigen Umständen begleitet.

Dies traf auch für 2007 auf unser 100-Jahre-Jubiläum zu. Im August wurde die Qualität zahlreicher Finanzprodukte infolge der US-Immobilienkrise zusehends in Frage gestellt. Daraus ergab sich bei den internationalen Banken ein grosser Rückstellungsbedarf, und das Vertrauen der Märkte schwand. Es folgten eine Verschlechterung der konjunkturellen Aussichten und massive Korrekturen an den Börsen.

Insgesamt war 2007 in wirtschaftlicher Hinsicht jedoch ein gutes Jahr. Das Wachstum der Weltwirtschaft lag bei rund 5%. Dieses hervorragende Resultat ist vor allem auf die anhaltende Dynamik der Schwellenländer, namentlich in Asien, aber auch auf die bis Mitte Jahr besonders günstigen finanziellen Bedingungen zurückzuführen.

Der Verlauf der Weltwirtschaft war aber weniger einheitlich als 2006. Während das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern stark blieb und in Europa über dem langjährigen Trend lag, liess die wirtschaftliche Aktivität in den USA im Herbst infolge der Finanzierungs- und Immobiliensektor merklich nach.

Die letzten Monate des Jahres 2007 waren durch grosse Unsicherheiten über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft gekennzeichnet. Besorgniserregend waren vor allem der erneute Anstieg der Energiepreise und natürlich die starke Destabilisierung der Finanzmärkte seit dem Herbst.

Die Turbulenzen erfassten auch die Schweiz. So haben wir seit dem Sommer eine scharfe Korrektur an den Börsen und eine Rückkehr der Investoren zu weniger risikoreichen Akti-

ven, insbesondere zu solchen in Schweizer Franken, beobachtet. Die Turbulenzen ereigneten sich allerdings in einem Umfeld mit starker wirtschaftlicher Dynamik. Daher blieb unsere Wirtschaft trotz des stürmischen Klimas in den letzten Monaten auf einem robusten Wachstumspfad.

Zum vierten Mal in Folge lag das Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts mit 3,1% deutlich über dem langjährigen Mittel. Diese erfreuliche Tatsache ist die Folge davon, dass unser Wachstum sehr breit abgestützt ist. Wie schon im Jahr 2006 waren für unsere Exporttätigkeit die internationale Konjunktur und der Kursverlauf des Frankens massgebend. Die Ausfuhren verzeichneten eine Zunahme von rund 10%. Neu war, dass sich auch die Inlandnachfrage sehr robust zeigte: Zum einen profitierte der Privatkonsum von der kräftigen Erhöhung der Reallöhne und der anhaltenden Verbesserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt; zum andern begünstigten die gute finanzielle Verfassung der Unternehmen und die erfreulichen Geschäftsaussichten die Investitionen. So stieg 2007 die Endnachfrage im Inland um 2%; im Jahr 2006 hatte sie um 1,7% zugenommen.

Die dynamische Nachfrage bewirkte eine kräftige Zunahme der Beschäftigung und einen allmählichen Rückgang der Arbeitslosigkeit. Diese fiel saisonbereinigt im Dezember bis auf 2,6%. Die Schweizer Wirtschaft befindet sich somit in einer Phase, in der beinahe Vollbeschäftigung herrscht. Sie konnte von der Flexibilität profitieren, welche die Immigration aus der Europäischen Union mit sich brachte.

Der Blick auf den Verlauf der Konjunktur ist für 2007 umso erfreulicher, als die Preisstabilität trotz der Verteuerung der Rohstoffe gewahrt werden konnte. Im Jahresmittel betrug die Teuerung 0,7%, im Dezember erreichte sie jedoch 2%. Diese Zunahme resultierte grösstenteils aus der starken Erhöhung der Erdölpreise.

In diesem die Konjunktur fördernden Umfeld war es wichtig, dass die Geldpolitik die Wirtschaft nicht noch weiter beschleunigte. In der Tat wären wir Gefahr gelaufen, das Inflationsrisiko zu vergrössern und die makroökonomischen Rahmenbedingungen damit zu verschlechtern, wenn wir die Zinsen auf einem zu tiefen Niveau belassen hätten. Aus diesem Grund setzte die Nationalbank die Normalisierung der monetären Bedingungen fort und hob das Zielband für den Dreimonats-Libor dreimal um je 25 Basispunkte an. Der Libor stieg damit von rund 2% zu Beginn des Jahres auf 2,75% im September. Da ab diesem

Zeitpunkt neue Unsicherheiten die Wachstumsaussichten für 2008 überschatteten, liessen wir das Zielband seither unverändert und stabilisierten den Libor bei 2,75%. Diese Politik haben wir bis heute weitergeführt.

Turbulenzen an den Finanzmärkten

Unsere Beurteilung der Lage war in den letzten Monaten von den Finanzmarkt-Turbulenzen stark betroffen. Die Unruhen an den Finanzmärkten bergen grosse Risiken für die Zukunft in sich.

Lassen Sie mich auf die vergangenen Geschehnisse zurückkommen.

In den USA gab es nach mehreren Jahren steigender Immobilienpreise eine Trendwende, die den Bereich der hochriskanten Hypothekarkredite, also der berühmten Subprime-Kredite, aufs Heftigste traf. Der Ernst der Lage wurde den internationalen Finanzmärkten erst richtig bewusst, als die Rating-Agenturen anfangen, die auf Subprime-Hypothekarkrediten basierenden Effekten massiv abzuwerten. Im Sommer 2007 verzeichneten diese Effekten einen Kurszerfall, und ihre Liquidität nahm deutlich ab. Diese Entwicklungen beunruhigten die Investoren. Die Risikoprämien erhöhten sich, und die Unsicherheiten über Verluste der Banken lösten eine allgemeine Vertrauenskrise unter den Finanzmarktteilnehmern aus. Es kam zu einer Liquiditätsverknappung an den wichtigsten Geldmärkten und an den Börsen zu einem Wiederanstieg der Volatilitäten.

Auswirkungen der Turbulenzen auf die Schweiz

Die Schweiz wurde rasch von den Turbulenzen erfasst, da sie einen offenen Finanzsektor aufweist.

Als erste Konsequenz erlitten unsere beiden Grossbanken im zweiten Halbjahr 2007 einen deutlichen Rückgang ihrer Profitabilität. Dieser Einbruch wurde hauptsächlich von den Verlusten verursacht, die aus dem Investment Banking in den USA resultierten. Eine der Grossbanken musste sogar derart hohe Ausfälle hinnehmen, dass neue Kapitalzufuhren nötig wurden. Demgegenüber verzeichneten die Aktivitäten im Bereich des Private Banking und der Geschäftsgang im Inland weiterhin eine erfreuliche Entwicklung.

Eine zweite Konsequenz war, dass die Turbulenzen das Funktionieren des Franken-Geldmarkts beeinträchtigten und eine Vergrösserung der Spreads, also eine unwillkommene

Erhöhung der Zinssätze, bewirkten. Die Nationalbank reagierte sofort, indem sie die Kreditbedingungen für die Banken lockerte. Entgegen einer falschen Wahrnehmung der Tatsachen hatten unsere Massnahmen nicht zum Ziel, die in Umlauf gesetzte Liquidität dauerhaft zu erhöhen – was den Inflationsdruck hätte verstärken können –, sondern bezweckten eine flexible Versorgung des Markts, indem die für unsere Geschäfte gesetzten Fristen an dessen Bedürfnisse angepasst wurden. So mussten wir Kredite mit dreimonatiger Laufzeit gewähren, obwohl unsere Fristen in der Vergangenheit nie über 30 Tage hinausgingen. In konzertierten Aktionen mit anderen Zentralbanken versorgten wir ausserdem – zum ersten Mal in unserer Geschichte – unsere Gegenparteien mit Dollarliquidität.

Eine dritte Konsequenz hat sich noch nicht vollumfänglich manifestiert. Sie betrifft eine allmähliche Verschärfung der Kreditbedingungen auf unserem Markt. Man könnte in der Tat befürchten, dass die Liquiditätsbedürfnisse der beiden Grossbanken eine Belastung für das Kreditvolumen und die Kreditbedingungen in der Schweiz darstellten. Dieses Risiko wird jedoch dadurch reduziert, dass der übrige Bankensektor, auf den fast zwei Drittel des Kreditangebots im Inland entfallen, im Jahr 2007 hervorragende Ergebnisse verzeichnete. Aus unseren Statistiken geht überdies hervor, dass das Kreditwachstum bisher nicht beeinträchtigt worden ist. Allerdings ist allein aufgrund der konjunkturellen Unsicherheiten der letzten Monate zu erwarten, dass die Banken allmählich mit erhöhten Kreditrisiken rechnen könnten. Sie würden dann möglicherweise die Konditionen für kommerzielle Kredite verschärfen oder von ihren Kunden zusätzliche Garantien verlangen. Die Tatsache, dass die Prämien am Obligationenmarkt in den letzten Monaten stark gestiegen sind, deutet auf eine solche Entwicklung hin – zumindest, was die Grossbanken anbelangt. Diese Tendenz könnte sich danach auf die Kreditbedingungen für die KMU auswirken. Die Nationalbank führt zurzeit eine Umfrage bei den Banken durch, um die Entwicklung der Kreditbedingungen besser beurteilen zu können.

Lehren aus den Turbulenzen

Aus der turbulenten Phase, die wir nun durchleben, können viele Lehren für die Bankenaufsicht und für die Stabilität des Finanzsystems gezogen werden. Das Forum für Finanzstabilität hat denn auch der G7 soeben einen Massnahmenkatalog unterbreitet mit dem

Ziel, das Funktionieren der Finanzmärkte zu verbessern. Die Nationalbank wirkte an diesen Arbeiten mit.

Gestatten Sie mir, einige Überlegungen dazu anzustellen.

Als Erstes fragt man sich, wie ein Problem, das eigentlich nur ein einziges Segment des Hypothekarmarkts eines einzigen Landes betraf, zu einer weltweiten Krise werden konnte. Wir erklären uns diese Entwicklung nicht nur mit der Globalisierung der Finanzmärkte, sondern vor allem auch mit der wachsenden Anfälligkeit der internationalen Banken in den letzten Jahren; diese Anfälligkeit ist die Folge eines überbordenden Renditeappetits und einer falschen Einschätzung der damit verbundenen Risiken.

Zweitens wurden die Instrumente, welche die Banken zur Risikomessung und zum Risikomanagement verwenden, von der Krise überholt. Im Bereich der hypothekarisch gesicherten Wertschriften (mortgage-backed securities; MBS) waren die tatsächlichen Verluste viel grösser, als dies selbst die ausgeklügeltsten statistischen Modelle angezeigt hatten. Und die Liquiditätsschocks, welche die Banken erlitten, waren sehr viel heftiger, als in den pessimistischsten Szenarien angenommen. Mit anderen Worten: Die Risikomesssysteme versagten, obwohl sie vorher von den sachverständigsten Experten höchste Aufmerksamkeit erhalten hatten. Diese verkürzte, etwas schroffe Darstellung dient nicht dazu, die Banken zu tadeln, sondern soll daran erinnern, dass kein Modell die Komplexität der Finanzinstrumente und des wirtschaftlichen Umfelds, in dem die Banken heute tätig sind, zufriedenstellend erfassen kann.

Drittens kann aufgrund der Ereignisse der letzten Monate die Wirksamkeit der Überwachungsnormen, die bisher im Bankensektor angewendet wurden, angezweifelt werden. Es ist deshalb natürlich, eine weitere Verfeinerung der Risikomesssysteme, der Überwachung und der Reglementierung der Banken zu fordern. Es bestehen zweifelsohne Verbesserungsmöglichkeiten auf diesen Gebieten, und sie müssen genutzt werden. Es ist jedoch einzuräumen, dass eine detailliertere Regelung nur eine unvollkommene Antwort auf die steigende Komplexität des Bankengeschäfts sein kann. Die Ereignisse der letzten Monate sind für uns viel mehr eine Gelegenheit, Konsequenzen zu ziehen aus der begrenzten Fähigkeit der Banken, ihre Risiken zu bemessen, und – als logisches Pendant dazu – aus den bescheidenen Möglichkeiten der Behörden, sie zu überwachen. So wäre es naiv zu glauben,

dass gewichtete Eigenmittelanforderungen, auch nach den wertvollen Verbesserungen im Rahmen von Basel II, eine unfehlbare Beurteilung der Kapitalausstattung unserer Banken erlauben würden. Es bleibt eine beachtliche Fehlerspanne, und ihr muss Rechnung getragen werden. Damit sie abgedeckt werden kann, müssen die traditionellen Erfordernisse bezüglich Kapitalausstattung, Liquidität und Verschuldungsgrad der Banken verschärft werden. Dies ist für einen Finanzplatz wie den unseren besonders wichtig, da ihm international bedeutende Banken angehören, welche ihre Einnahmen zu einem wesentlichen Teil aus dem Private Banking beziehen, einer Aktivität, für die eine tadellose Reputation absolut zentral ist.

Schliesslich werden die Banken, die von den Finanzmarkturbulenzen in Mitleidenschaft gezogen wurden, nicht darum herumkommen, verschiedene Aspekte ihrer Governance kritisch zu durchleuchten. Sie werden sich namentlich mit der Frage der Rolle ihres Verwaltungsrats bei der Ausübung der Checks and Balances, die für ein wirksames Risikomanagement unabdingbar sind, auseinandersetzen und die Auswüchse ihres Entlohnsystems, welches die kurzfristigen Resultate auf Kosten der langfristigen Performance fördert, korrigieren müssen. Über den letzteren Aspekt wird schon seit Jahren diskutiert, und es müssen jetzt Antworten gefunden werden.

Auswirkungen der Turbulenzen auf die Geldpolitik

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten haben sich auch auf die Geldpolitik ausgewirkt. Die Nationalbank sorgte dafür, dass dadurch keine unerwünschte Verschärfung der Kreditbedingungen in unserem Land entstand.

Der Anstieg der Risikoprämien, den wir im Herbst beobachteten, führte de facto nämlich zu einer Erhöhung der Finanzierungskosten für Banken und Unternehmen. Indem sie die entsprechende Zinssatzentwicklung eindämmt, kann die Geldpolitik verhindern, dass höhere Risikoprämien eine Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität zur Folge haben. Das operationelle Ziel der Nationalbank – das Zielband für den Dreimonats-Libor – hat in dieser Hinsicht einen grossen Vorteil: Es trägt den Risikoprämien, welche die Banken in ihren Refinanzierungsgeschäften einbeziehen, Rechnung. Da die Banken diese Risikoprämien in die Bedingungen für die Kreditvergabe an ihre Kunden einfliessen lassen, ist der Libor repräsentativ für den Restriktionsgrad an den Kreditmärkten. Die Nationalbank war sich

dessen durchaus bewusst und strebte in den letzten Monaten eine Stabilisierung des Libors bei 2,75% an; dieses Niveau erachten wir unter den gegenwärtigen Bedingungen als angemessen für die Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität.

Wiedererwachen der Inflationsrisiken

Wir dürfen ob der Finanzmarkturbulenzen unseren Auftrag, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht vergessen. In dieser Hinsicht verschlechterte sich im Jahr 2007 das Umfeld wegen stark steigender Rohstoffpreise. Die Indikatoren, welche die Entwicklung dieser Preise widerspiegeln, verzeichneten in diesem Jahr ein Wachstum von 15% bis 40%, und der Preis pro Fass Erdöl stieg um beinahe 50%. Selbst die Lebensmittelpreise verteuerten sich an den internationalen Märkten um mehr als 20%; eine solche Preissteigerung ist umso eindrücklicher, als die Preise in den letzten Jahren eher zur Stagnation neigten.

Die rasche Zunahme der Preise für Rohstoffe ist hauptsächlich auf das robuste Nachfragewachstum aus den Schwellenländern einerseits und auf geringe Förder- oder Produktionskapazitäten andererseits zurückzuführen. Unserer Meinung nach ist in der kurzen Frist nicht mit einer nennenswerten Veränderung dieser Gegebenheiten zu rechnen.

Im letzten Quartal 2007 hat der Anstieg der Erdölpreise – auch wenn er teilweise durch die Dollarschwäche kompensiert wurde – eine rasche Aufwärtsentwicklung unserer Teuerungsrate von 0,7% im September auf 2% im Dezember hervorgerufen. Die Preiserhöhungen der übrigen Rohstoffe wirkten sich hingegen nur geringfügig auf die Inflation in der Schweiz aus, obschon auch sie bedeutend waren. Diese Rohstoffe werden nämlich im Referenzwarenkorb für den Index nicht direkt berücksichtigt, weshalb dieser vom Preisanstieg nur wenig betroffen war. Die indirekten Auswirkungen jedoch, das heisst die Verteuerung der Güter und Dienstleistungen infolge höherer Produktionskosten der Unternehmen, stellen ein sehr viel beunruhigenderes Inflationspotenzial dar. Eine Übertragung der Kostensteigerungen fand aber letztes Jahr nur in geringem Mass statt, denn der starke Wettbewerb auf zahlreichen Märkten veranlasste viele Unternehmen dazu, die höheren Kosten nicht auf die Konsumenten abzuwälzen. Ausserdem erlaubten es der moderate Anstieg der Lohnkosten und die Produktivitätsgewinne der vergangenen Jahre den Unternehmen, ei-

nen Grossteil der Zusatzkosten, die durch die Erhöhungen der Rohstoffpreise entstanden waren, zu absorbieren.

Ende des letzten Jahres und im ersten Quartal dieses Jahres wich indessen diese Zurückhaltung einer Einstellung, die häufigere und deutlichere Kostenanpassungen zulies. Allem Anschein nach haben die bisher mässigenden Kräfte sukzessive an Intensität verloren. Die Inflationsrate lag folglich im Dezember bei 2% und in den vergangenen Monaten sogar darüber. Im Jahr 2008 kann eine vermehrte Kostenüberwälzung nicht ausgeschlossen werden.

Zwei Faktoren erklären diese Befürchtungen: Erstens verstärkte sich durch einen raschen Anstieg der Lohnkosten Ende 2007 der Druck auf die Margen. Gleichzeitig gingen die Produktivitätsgewinne zurück, weil die Produktionskapazitäten zunehmend ausgelastet waren. Anpassungen zur Verteidigung der Margen stehen deshalb an. Zweitens verleitet die aktuelle gute Geschäftslage die Unternehmen dazu, Margeneinbussen rückgängig zu machen, die sie zuvor zur Verteidigung von Marktanteilen im intensiven Wettbewerb eingegangen waren. Es ist nicht auszuschliessen, dass einige Unternehmen die in der Vergangenheit erlittenen Kostensteigerungen überproportional weitergeben wollen.

Die Nationalbank unterschätzt diese höheren Risiken zwar nicht, bleibt bezüglich der mittel- und langfristigen Inflationsaussichten aber zuversichtlich. Unser Vertrauen beruht auf der Tatsache, dass die Geldpolitik der letzten drei Jahre das Zinsniveau schrittweise zu normalisieren vermochte. So haben wir das Libor-Zielband seit 2004 zehnmal angehoben, um die Zinssätze auf ein Niveau zu bringen, das mittelfristig Preisstabilität gewährleistet. Dank dieser vorausschauenden Politik haben sich die Inflationsaussichten trotz der Teuerungsschübe der vergangenen Monate nicht verschlechtert.

Unser Vertrauen, dass die Preisstabilität gewahrt werden kann, wird durch die Entwicklung der Geldaggregate gestärkt. Im Gegensatz zu unseren Nachbarländern entwickeln sich die Geldaggregate in der Schweiz auf eine Art und Weise, die mit einer mittel- und längerfristig stabilen Teuerung in Einklang steht. Dies ist schon seit mehreren Jahren so. Die wiederholten Zinserhöhungen führten zu einem Transfer von Sicht- und Spareinlagen zu Termineinlagen, die im Allgemeinen besser verzinst sind. Deshalb bildeten sich die Aggregate M1 und M2 im Jahr 2007 weiter zurück, und M3 nahm nur noch leicht zu. Der 2003 in Er-

scheinung getretene Geldüberhang ist nun abgeschöpft, was für die künftige Preisstabilität zuversichtlich stimmt.

Schliesslich hat der Devisenmarkt die vorher beobachtete Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro korrigiert. Damit ist eine Bewegung, durch die die Importe verteuert wurden, zum Stillstand gekommen. Die Erholung des Frankens schafft ein Umfeld, das für die Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität günstiger ist. Diese Veränderung der monetären Rahmenbedingungen erlaubte uns, die Zinssätze an unserer geldpolitischen Lagebeurteilung vom März unverändert zu lassen.

Gedämpfte Aussichten für 2008

Auch wenn unsere Wirtschaft noch in sehr guter Verfassung ist, kennzeichnen grosse Unsicherheiten das Jahr 2008. Die Lage an den Finanzmärkten hat sich noch nicht stabilisiert und das Wachstum der Weltwirtschaft verlangsamt sich. Unsere Wirtschaft mit ihrem bedeutenden Finanzsektor und ihrer starken Präsenz auf den internationalen Märkten wird sich dieser Entwicklung nicht entziehen können. Ausserdem hat der Preisanstieg der Rohstoffe, namentlich des Erdöls, zu einem Inflationsschub geführt.

Damit befindet sich die Geldpolitik in einem heiklen Umfeld. Die herrschende Unsicherheit ist für unsere Unternehmen nicht förderlich. Ich bin dennoch zuversichtlich, dass die Schweiz diese Klippen ohne grösseren Schaden umschiffen wird. Einerseits ist unsere Wirtschaft sehr konkurrenzfähig. Die in den vergangenen Jahren durchgeführten Reformen erlaubten es dem schweizerischen Produktionsstandort, sich an die wechselnden Bedürfnisse der Weltwirtschaft anzupassen und gegenüber den Anspannungen auf dem Devisenmarkt zu bestehen. Andererseits hat die vorsichtige Normalisierung der Zinssätze, die wir 2004 in Angriff nahmen, die monetären Rahmenbedingungen schrittweise verschärft. Die Preisstabilität sollte deshalb auf mittlere Frist gewährleistet sein.

Mit diesen Worten der Hoffnung schliesse ich mein Referat. Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und ganz besonders für die Unterstützung, die Sie der Nationalbank bei ihren Bemühungen zur Gewährleistung der monetären Stabilität unseres Landes bieten.