

Referat

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Sperrfrist

28. April 2017, 10.00 Uhr

Erläuterungen zur Geld- und Anlagepolitik der Nationalbank
109. ordentliche Generalversammlung der Aktionäre
der Schweizerischen Nationalbank

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank
Bern, 28. April 2017

Herr Bankratspräsident
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste

Ich freue mich, dass ich in den nächsten Minuten mit Ihnen gemeinsam auf ein ereignisreiches Jahr zurückblicken, aber auch etwas in die Zukunft schauen darf. Das internationale Umfeld war in den vergangenen zwölf Monaten von zwei gegenläufigen Entwicklungen geprägt – von einem zunehmend robusten Wachstum der Weltwirtschaft einerseits und von einer erhöhten politischen Unsicherheit andererseits. In unserem Land hat sich die moderate Erholung der Konjunktur über das letzte Jahr fortgesetzt. Die Inflation bleibt aber tief, und der Druck auf den Franken hält weiter an. Insgesamt bleiben die Herausforderungen für unsere Wirtschaft und die Schweizerische Nationalbank (SNB) gross.

Im ersten Teil meines Referats werde ich Ihnen unsere Einschätzung der aktuellen Wirtschaftslage auf internationaler Ebene und in der Schweiz erläutern. Ich gehe dabei auch auf unsere Geldpolitik ein und zeige auf, weshalb unser expansiver Kurs mit dem Negativzins und der Bereitschaft, am Devisenmarkt zu intervenieren, im gegenwärtigen Umfeld weiterhin essenziell ist.

Im zweiten Teil beleuchte ich die Anlagepolitik der SNB, die in Anbetracht unserer Interventionen grosse Bedeutung erlangt hat. Ich werde Ihnen darlegen, mit welchen Zielen und nach welchen Kriterien wir die erworbenen Devisen anlegen. Die Anlagepolitik muss unsere Geldpolitik unterstützen und uns den nötigen Handlungsspielraum bewahren.

Wirtschaftslage und Geldpolitik der Nationalbank

Aktuelle Wirtschaftslage

Ich beginne meine Ausführungen mit einem Überblick über die aktuelle Wirtschaftslage und die Geldpolitik der Nationalbank.

Die Weltwirtschaft entwickelt sich grundsätzlich positiv. Das reale Bruttoinlandprodukt (BIP) unserer Handelspartner ist im vergangenen Jahr um rund 2% gewachsen (Grafik 1). Die USA haben sich inzwischen von der Finanzkrise erholt. Es herrscht Vollbeschäftigung, und die Wirtschaft expandiert. Auch die Eurozone erholt sich weiter. Die Arbeitslosigkeit sinkt, und das BIP wächst in praktisch allen Mitgliedsländern. In der Eurozone ist die Erholung jedoch noch nicht so fortgeschritten wie in den USA. Robustes Wachstum ist auch in Zukunft notwendig, um die Rückschläge der letzten zehn Jahre wettzumachen.

Auch die Inflationsentwicklung unterscheidet sich je nach Wirtschaftsraum (Grafik 2). Der weltweite Anstieg der Inflation in den vergangenen Monaten ist zum grossen Teil auf den Ölpreis zurückzuführen. Die Kernteuerung, d.h. die Teuerung unter Ausschluss des Erdöls und der Lebensmittel, ist aber nicht überall angestiegen. Während sich die Kernteuerung in den

USA gefestigt hat, bleibt sie in anderen Regionen tief, insbesondere in Japan und in der Eurozone. Die Fortsetzung der realwirtschaftlichen Erholung dürfte jedoch auch in diesen Wirtschaftsräumen bald zu einer höheren Kernteuerung führen.

Vor dem Hintergrund der expandierenden Wirtschaft und der höheren Inflation hat die Zentralbank der USA im März ihre Zinsen angehoben. Dies war der dritte Zinsschritt seit Ende 2015. Die Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik setzt sich also fort. Im Gegensatz hierzu bleibt die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und der Zentralbank von Japan unverändert expansiv.

Gibt es also gute Gründe für Zuversicht für die kommende Zeit? Der weltwirtschaftliche Grundtenor ist insgesamt tatsächlich recht positiv. Es bestehen jedoch erhebliche politische Unsicherheiten. Innerhalb der Eurozone dominieren derzeit die Präsidentschaftswahlen in Frankreich die Schlagzeilen. Auch die Unsicherheiten in Bezug auf die Ausgestaltung des Brexit halten an. Wenn wir den Blick über den Atlantik richten, so gibt es dort noch offene Fragen zur zukünftigen Wirtschafts- und Handelspolitik der neuen US-Administration. Politische Weichenstellungen, die das Wachstum unserer Handelspartner beeinflussen, sind für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz natürlich von grosser Bedeutung.

Wie sieht es nun mit der Wirtschaftslage in der Schweiz aus? Das moderate Wachstum der Schweizer Wirtschaft setzt sich fort (Grafik 3). Nach der Aufhebung des Mindestkurses schrumpfte das BIP wegen der Aufwertung des Frankens im ersten Quartal 2015. Seither wächst die Wirtschaft jedoch wieder, und aktuelle Konjunkturdaten deuten darauf hin, dass sich dieses Wachstum fortsetzen wird. Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einer Zunahme des BIP von rund 1,5%. Trotzdem sind die Produktionskapazitäten noch nicht voll ausgelastet. Ausserdem verläuft die Erholung in den einzelnen Branchen unterschiedlich.

Insgesamt ist die Lage heute aber deutlich besser als Anfang 2015 von vielen Beobachtern erwartet. Die Schweizer Wirtschaft hat einmal mehr ihre Flexibilität unter Beweis gestellt. Erwähnen möchte ich hier die rasche Anpassung von Arbeitszeiten und das Ergreifen von Massnahmen, welche die Produktionsprozesse verbessert haben. Angesichts struktureller Veränderungen wird diese Anpassungsfähigkeit auch weiterhin zentral bleiben, unabhängig vom Verlauf der internationalen Konjunktur und der Wechselkurse. Ich denke hier zum Beispiel an den traditionellen Detailhandel, der zunehmend mit dem Internethandel konkurrieren muss. Auch die Digitalisierung stellt unsere Industrie und den Finanzplatz vor neue Herausforderungen. Um diese zu bewältigen, braucht es weiterhin grosse Anstrengungen der Unternehmen und der Belegschaften in allen betroffenen Branchen.

Aktuelle Geldpolitik

Welche Aufgaben stellen sich für unsere Geldpolitik in dieser Ausgangslage? Wir haben den gesetzlichen Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten. Hierbei haben wir der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. In der Schweiz liegt die Inflationsrate seit Anfang Jahr wieder über null (Grafik 4). Wie bei unseren Handelspartnern ist dies zum grossen Teil auf den Ölpreis sowie die Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. Die Kerninflation liegt nicht

zuletzt wegen nicht voll ausgelasteter Produktionskapazitäten etwas tiefer. Unsere aktuelle Inflationsprognose sieht die Teuerung Mitte 2019 bei rund 1%.

Wegen der tiefen Inflation und der Unterauslastung der Produktionskapazitäten ist in der Schweiz eine weiterhin expansive Geldpolitik angebracht. Der Franken ist nach wie vor deutlich überbewertet. Der Negativzins und die Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, zielen darauf ab, den Druck auf den Franken zu reduzieren. Der Negativzins tut dies, indem er die traditionelle Zinsdifferenz zum Ausland mindestens teilweise wiederhergestellt hat. Wie wirkt unsere Interventionsbereitschaft? Mit unseren Devisenkäufen stellen wir dem Markt zusätzliche Franken zur Verfügung, wenn die Nachfrage nach unserer Währung besonders stark wird. Ohne Negativzins und Interventionsbereitschaft wäre der Franken noch stärker, die Inflation würde erneut sinken, und die Arbeitslosigkeit würde steigen.

Wir werden unseren geldpolitischen Spielraum auch in Zukunft nutzen. Bei Bedarf können wir den Negativzins weiter absenken oder zusätzliche Devisen kaufen. Bei unseren Entscheidungen nehmen wir selbstverständlich immer eine umfassende Güterabwägung vor. Dabei lautet der Grundsatz, dass der erwartete Nutzen einer geldpolitischen Massnahme die damit verbundenen Kosten übersteigen muss.

Im abgelaufenen Geschäftsjahr hat die Umsetzung unserer Geldpolitik dazu geführt, dass wir Devisen im Gegenwert von 67 Mrd. Franken erworben haben. Zusammen mit den Bewertungsveränderungen und den Zins- und Dividendenerträgen haben die Devisenreserven der SNB im Jahr 2016 um 86 Mrd. Franken zugenommen (Grafik 5). Unsere heutige Bilanzgrösse ist Ausdruck der Krisenbewältigung der vergangenen zehn Jahre. Was bedeutet diese Bilanzausdehnung für unsere Anlagepolitik? Dieses Thema möchte ich Ihnen nun im zweiten Teil meines Referats näher erläutern.

Anlagepolitik der Nationalbank

Mit ihrer Anlagepolitik legt die Nationalbank die Grundsätze für die Verwaltung ihrer Aktiven fest. Unsere Aktiven bestehen zum grössten Teil aus den Währungsreserven – das heisst Anlagen in Fremdwährungen und Gold. Ein kleiner Teil sind Aktiven in Franken. Grundsätzlich kann die SNB ihre Anlagepolitik frei gestalten. Aufgrund des geldpolitischen Auftrags unterliegt die Anlagepolitik jedoch gewissen Restriktionen. Sie muss darauf ausgerichtet sein, die Nationalbank in der Erfüllung ihres Auftrags zu unterstützen. Die Anlagepolitik steht gewissermassen im Dienst der Geldpolitik. Was heisst dies konkret?

Ziele

Die Nationalbank verfolgt mit ihrer Anlagepolitik zwei Hauptziele. Das erste Ziel besteht darin sicherzustellen, dass die Bilanz jederzeit zu geldpolitischen Zwecken eingesetzt werden kann. Die Anlagepolitik darf die Geldpolitik weder in Bezug auf eine mögliche Ausweitung noch in Bezug auf eine mögliche Reduktion der Bilanz einschränken. Das Anlageuniversum muss so definiert sein, dass wir bei Bedarf Devisen kaufen und diese rasch investieren

können. Die Anlagen müssen aber auch rasch wieder verkauft werden können, falls dies geldpolitisch erforderlich sein sollte.

Das zweite Ziel der Anlagepolitik ist, den langfristigen Werterhalt der Währungsreserven sicherzustellen. Währungsreserven wirken vertrauensbildend. Sie dienen nicht nur zur Überwindung allfälliger Krisen, sondern beugen ihnen auch vor. Währungsreserven ermöglichen, im Falle einer Frankenschwäche stützend einzugreifen. Aber auch unabhängig von solchen Extremsituationen müssen wir unsere Währungsreserven im besten Interesse des Landes bewirtschaften und so anlegen, dass langfristig ihr realer Wert erhalten bleibt.

Umsetzung

Wir verfolgen mit unserer Anlagepolitik also zwei Ziele – Verfügbarkeit der Bilanz für geldpolitische Zwecke und Werterhalt der Währungsreserven. Um diese beiden Ziele zu erreichen, orientiert sich die Anlagepolitik an verschiedenen Kriterien. Zudem muss sie zwei wichtige Vorgaben erfüllen.

Lassen Sie mich mit den Vorgaben beginnen. Erstens können wir Wechselkursrisiken gegenüber dem Franken nicht absichern. Solche Absicherungsgeschäfte würden eine zusätzliche Frankennachfrage auslösen und damit weiteren Aufwertungsdruck auf den Franken erzeugen. Dies liefe unserer aktuellen Geldpolitik zuwider, ist sie doch genau darauf ausgerichtet, den Druck auf den Franken zu reduzieren.

Zweitens soll unsere Anlagepolitik möglichst marktschonend umgesetzt werden. Die Anlagepolitik unterscheidet sich damit grundlegend von der Geldpolitik. Geldpolitische Massnahmen zielen bewusst auf die Veränderung von Marktpreisen ab. Sie sollen die monetären Bedingungen in der Schweiz – das heisst die Zinsen oder Frankenwechselkurse – in der gewünschten Richtung beeinflussen. Die Anlagetätigkeit der Nationalbank soll hingegen grundsätzlich keine Preisänderungen hervorrufen. Wir berücksichtigen in unserer Anlagetätigkeit deshalb immer auch die Aufnahmefähigkeit der Märkte. Umschichtungen unserer Anlagen, sei es zwischen verschiedenen Anlageinstrumenten oder zwischen verschiedenen Währungen, nehmen wir umsichtig und behutsam vor.

Unter Berücksichtigung dieser zwei Vorgaben legen wir unsere Aktiven nach den Kriterien Liquidität, Sicherheit und Ertrag an. Was bedeutet das im Einzelnen?

Zum einen muss unser Portfolio möglichst liquide sein. Dies ist insbesondere in Bezug auf unser Ziel zentral, die Bilanz für geldpolitische Zwecke einsetzen zu können. Wir müssen auch in Krisensituationen in der Lage sein, schnell Aktiven zu kaufen und zu verkaufen. Falls notwendig, muss die Bilanz jederzeit verlängert oder verkürzt werden können. Per Ende 2016 hielt die Nationalbank rund 70% ihrer Devisenreserven in ausländischen Staatsanleihen. Ein wesentlicher Teil davon war in den weltweit liquidesten Anleihenmärkten investiert. Diese Märkte trocknen auch in Krisenzeiten nicht aus. Damit ist die Handlungsfähigkeit der Nationalbank jederzeit gewährleistet.

Zudem muss das Portfolio der Nationalbank möglichst sicher sein. Sicherheit verstehen wir in diesem Zusammenhang als ein umfassendes Konzept: Ziel ist die Werterhaltung der Währungsreserven in der langen Frist. Eine erste Voraussetzung für ein möglichst sicheres Portfolio ist, dass wir bei den Anleihen auf eine hohe Bonität achten. Damit minimieren wir das Risiko markanter Kreditausfälle. Eine weitere Voraussetzung ist eine möglichst breite Diversifikation. Wir verteilen unsere Anlagen deshalb nicht nur auf verschiedene Währungen, sondern auch auf verschiedene Anlageklassen. Unser Anlageuniversum haben wir kontinuierlich ausgeweitet. Bis 2004 wurden die Devisenanlagen hauptsächlich in Staatsanleihen investiert. Ab 2004 haben wir diese mit der Anlageklasse Unternehmensanleihen ergänzt. 2005 erfolgte mit der Anlageklasse Aktien eine weitere Ergänzung. Das Aktienportfolio macht heute 20% der Devisenreserven aus (Grafik 6).

Für den langfristigen Werterhalt der Währungsreserven stellt auch der Ertrag der Aktiven ein wichtiges Kriterium dar. Ein genügend hoher Ertrag in Lokalwährung ist insbesondere auch angesichts allfälliger Währungsverluste bei einer Aufwertung des Frankens wichtig. Die Nationalbank strebt bei ihrer Anlagepolitik also ein angemessenes Verhältnis von Rendite und Sicherheit an – immer unter Berücksichtigung des Kriteriums der Liquidität.

Was heisst das nun konkret bei der Umsetzung der Anlagepolitik? Für die Bewirtschaftung unserer Anleihen legt das Direktorium jeweils bestimmte Bandbreiten in Bezug auf die verschiedenen Währungen und Anlageklassen fest. Innerhalb dieser Bandbreiten streben unsere Portfoliomanager dann die – aufgrund der aktuellen Marktlage – bestmögliche Aufteilung der Anleihen an. Die Verwaltung der Aktienportfolios erfolgt demgegenüber möglichst neutral und passiv. Wir kaufen und halten Aktien eines bestimmten Unternehmens proportional zu dessen Anteil am Aktienindex des Landes. So stellen wir sicher, dass unsere Aktivitäten möglichst wenig Einfluss auf die relativen Preise von Aktien einzelner Unternehmen oder Sektoren ausüben. Gleichzeitig wird mit diesem Ansatz verhindert, dass spezifische Präferenzen für oder gegen bestimmte Unternehmen oder Sektoren unsere Anlagepolitik beeinflussen.

Um diese neutrale Vorgehensweise bei der Verwaltung der Aktien möglichst umfassend sicherzustellen, definieren wir Ausnahmen davon nur mit grosser Zurückhaltung. Zur Vermeidung möglicher Interessenkonflikte verzichten wir auf Investitionen in Aktien internationaler mittel- und grosskapitalisierter Banken sowie bankähnlicher Institute.

Die Nationalbank kauft zudem keine Aktien von Unternehmen, die international geächtete Waffen produzieren. Wir schliessen auch Unternehmen aus, die grundlegende Menschenrechte massiv verletzen oder systematisch gravierende Umweltschäden verursachen. Die Ausschlusspolitik beruht auf klar definierten Prinzipien und greift in eindeutigen Fällen. Zur Eruerung der betreffenden Unternehmen stützen wir uns auf die Empfehlungen anerkannter externer Experten.

Wie Sie sehen, verfolgt die Nationalbank in ihrer Anlagetätigkeit also eine klare Linie und berücksichtigt eine beachtliche Liste von Vorgaben und Kriterien. Diese sind darauf ausge-

richtet, uns in der Erfüllung des geldpolitischen Auftrags zu unterstützen. Sie sollen sicherstellen, dass unsere Bilanz jederzeit zu geldpolitischen Zwecken eingesetzt werden kann. Zudem sollen sie gewährleisten, dass der reale Wert der Währungsreserven erhalten bleibt.

Aktuelle Herausforderungen

Lassen Sie mich zum Abschluss des Themas Anlagepolitik noch zwei zentrale aktuelle Herausforderungen darlegen.

Die erste besteht darin, das gegenwärtige Bilanzwachstum zu bewältigen und weiteres Wachstum, sollte dies nötig sein, zu ermöglichen. Die Nationalbank hat ihre Anlagepolitik laufend den neuen Gegebenheiten angepasst. Sie hat ihr Anlageuniversum in Bezug auf Anlageklassen, auf Anlagemärkte wie auch auf Währungen kontinuierlich ausgeweitet. Dadurch können gekaufte Devisen rasch absorbiert werden. Zudem ermöglicht die Aufnahme neuer Anlagekategorien eine breite Diversifikation. Das trägt zum Werterhalt der Währungsreserven bei. Dies betrifft insbesondere die Aktienanlagen. Sie haben seit 2005 mit einer in Franken gemessenen Jahresrendite von 2,8% den Anlageerfolg überdurchschnittlich positiv beeinflusst.

Die zweite Herausforderung bilden die starken Schwankungen unserer Jahresergebnisse. Mit einer wachsenden Bilanz steigen sowohl das absolute Gewinn- als auch das absolute Verlustpotenzial. Denn bei der aktuellen Grösse unserer Bilanz entspricht auch ein prozentual kleiner Verlust bereits einem hohen Frankenbetrag. Zudem ist der Anteil der Währungsreserven an unserer Bilanz gewachsen. Dadurch ist unsere Bilanz mehr als früher der Volatilität der Finanzmärkte ausgesetzt, insbesondere Schwankungen der Wechselkurse. Wir können uns gegen diese Schwankungen nicht absichern, weil das eine Aufwertung des Frankens nach sich zöge. Verluste sind je nach Entwicklung daher nicht auszuschliessen.

Welche Folgen hat das? Für unsere Geldpolitik stellen gelegentliche Verluste, auch wenn sie gross sind, kein grundsätzliches Problem dar. Als Zentralbank bleiben wir handlungsfähig, selbst wenn das Eigenkapital für eine gewisse Zeit negativ würde. Dennoch gilt es, einen solchen Zustand möglichst zu vermeiden. Unsere Rückstellungspolitik und die Ausschüttungsvereinbarung sind daher auf die Sicherung einer soliden Eigenkapitalausstattung ausgerichtet.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, ich komme zum Schluss meiner Ausführungen und möchte ein kurzes Fazit ziehen.

Wir setzen unsere expansive Geldpolitik unverändert fort. Die Inflation in der Schweiz ist immer noch tief. Die Produktionskapazitäten sind noch nicht ausreichend ausgelastet, und der Franken ist nach wie vor deutlich überbewertet. Viele Unternehmen sind weiterhin einem grossen Anpassungsdruck ausgesetzt. Um angemessene monetäre Bedingungen zu gewährleisten, bleiben der Negativzins und unsere Interventionsbereitschaft weiterhin notwendig. Sie

vermindern den Druck auf den Franken, unterstützen die Wirtschaftsaktivität und stabilisieren so die Preisentwicklung.

Wir werden unseren geldpolitischen Spielraum bei Bedarf auch in Zukunft nutzen, um die Preisstabilität zu sichern und die Wirtschaft zu unterstützen. Dabei wägen wir Kosten und Nutzen der möglichen Massnahmen immer eingehend gegeneinander ab. Unsere Anlagepolitik stellt sicher, dass auch bei zunehmender Bilanzgrösse unser geld- und währungspolitischer Handlungsspielraum gewahrt bleibt. Gleichzeitig legen wir die Währungsreserven möglichst werterhaltend und marktschonend an.

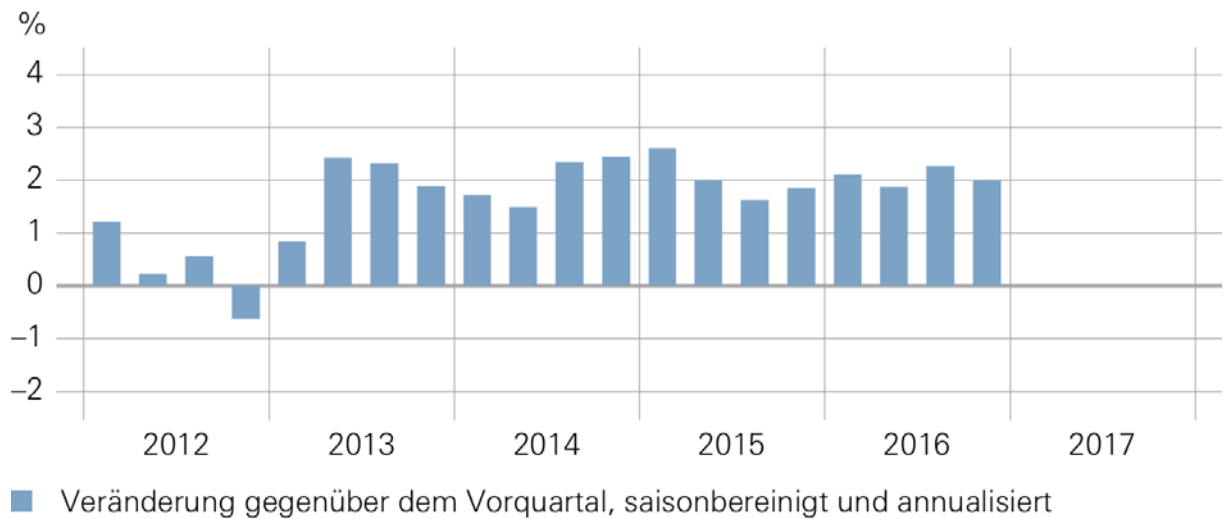
Eine wachsende Bilanz führt allerdings zwangsläufig zu stärkeren Schwankungen des Jahresergebnisses: Sowohl das absolute Gewinnpotenzial als auch das absolute Verlustpotenzial werden grösser. Die Sicherung einer soliden Eigenkapitalausstattung über die Rückstellungspolitik und die Ausschüttungsvereinbarung ist daher zentral.

Insgesamt bleiben die Herausforderungen für die Nationalbank gross. Wir befinden uns in einer ungewöhnlich langen Phase von schwierigen Aufgaben und Entscheidungen. Lassen Sie mich deshalb abschliessend die Gelegenheit nutzen, mich auch im Namen meiner beiden Direktoriumskollegen Fritz Zurbrügg und Andréa Maechler ganz herzlich bei unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern für ihren grossen Einsatz zu bedanken. Wir bedanken uns auch bei Ihnen, liebe Aktionärinnen und Aktionäre, für Ihre starke Verbundenheit mit der Nationalbank und für Ihre treue Unterstützung. Ein grosses Merci geht auch an unsere jungen Gäste von der Kantonsschule Solothurn und des gymnase cantonal de Nyon für das Interesse an der Geldpolitik und der Nationalbank. Ihnen allen danke ich für Ihre Aufmerksamkeit.

Grafik 1

ROBUSTES WACHSTUM DER SCHWEIZER HANDELSPARTNER

Reales BIP-Wachstum, gewichtet nach Schweizer Exporten

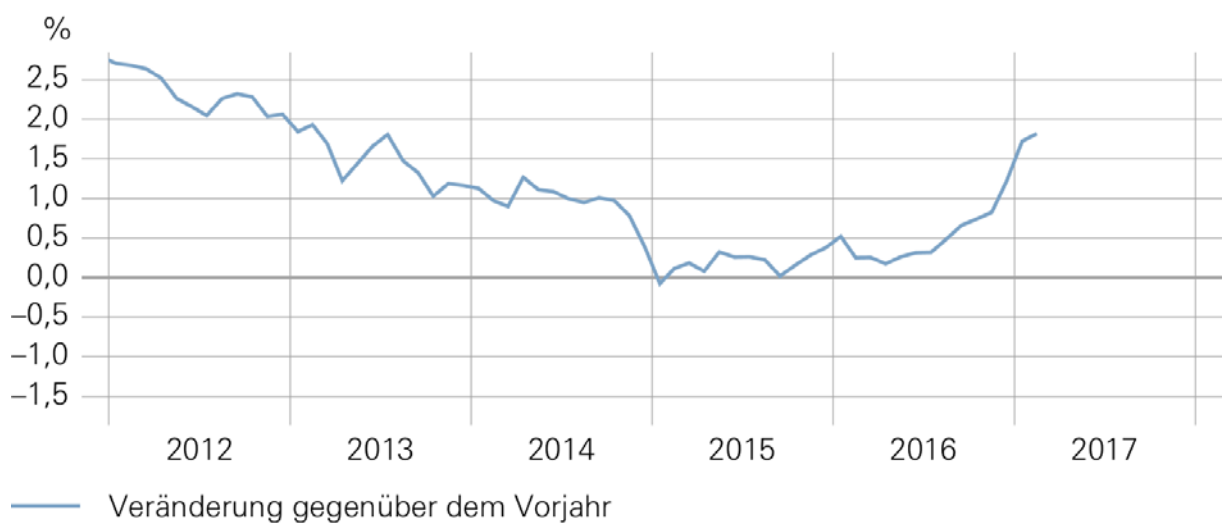


Quelle: SNB

Grafik 2

STEIGENDE INFLATION DER SCHWEIZER HANDELSPARTNER

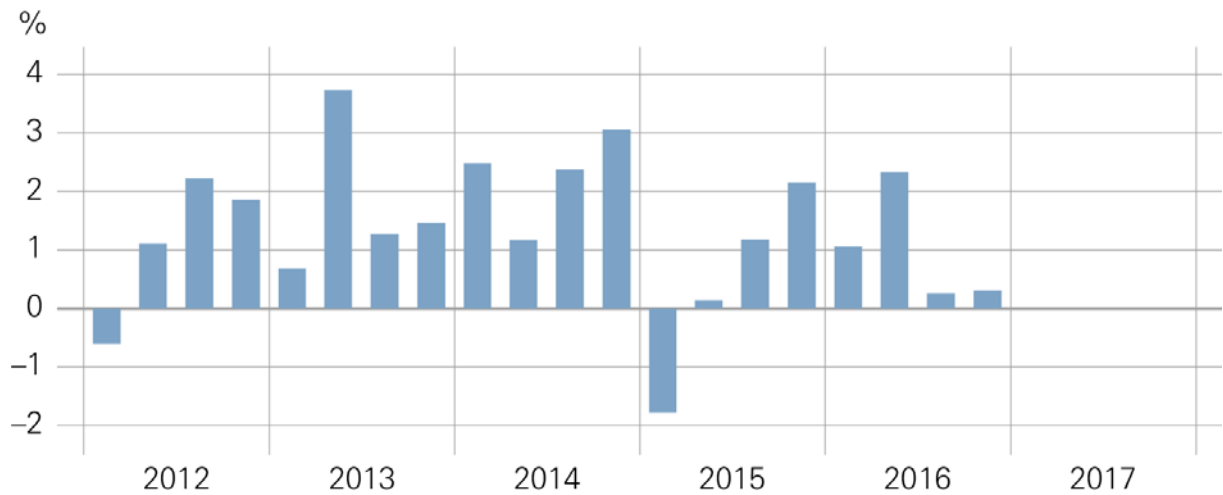
Konsumentenpreisindex, gewichtet nach Schweizer Exporten



Quelle: SNB

Grafik 3

ERHOLUNG DES SCHWEIZER BIP-WACHSTUMS



■ Veränderung gegenüber dem Vorquartal, saisonbereinigt und annualisiert

Quelle: SECO

Grafik 4

INFLATION IN DER SCHWEIZ STEIGT ÜBER NULL

Konsumentenpreisinflation

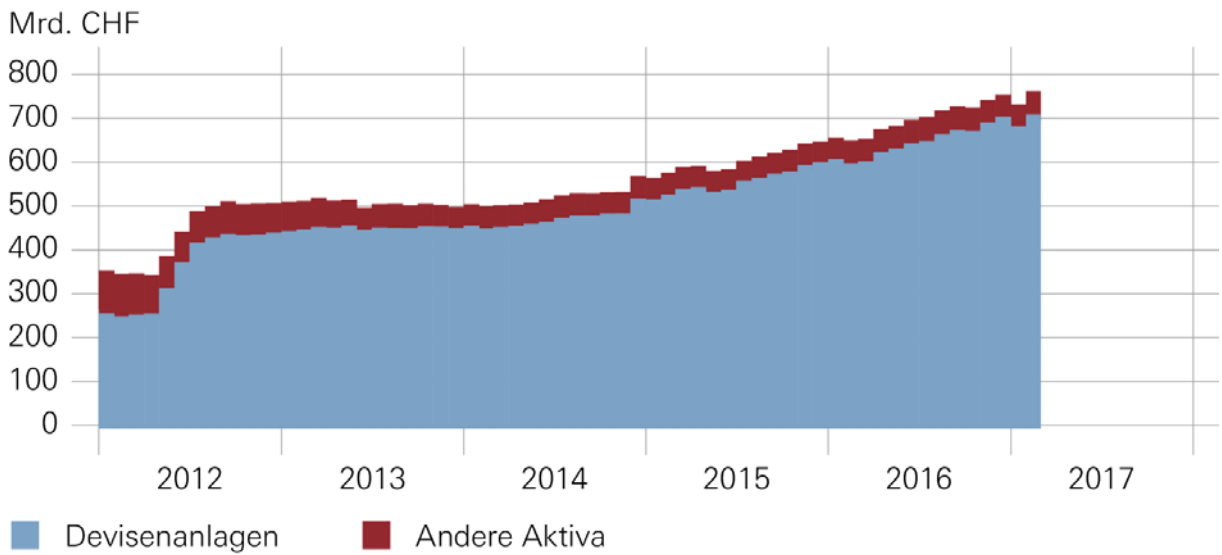


— Veränderung gegenüber dem Vorjahr

Quelle: SNB

Grafik 5

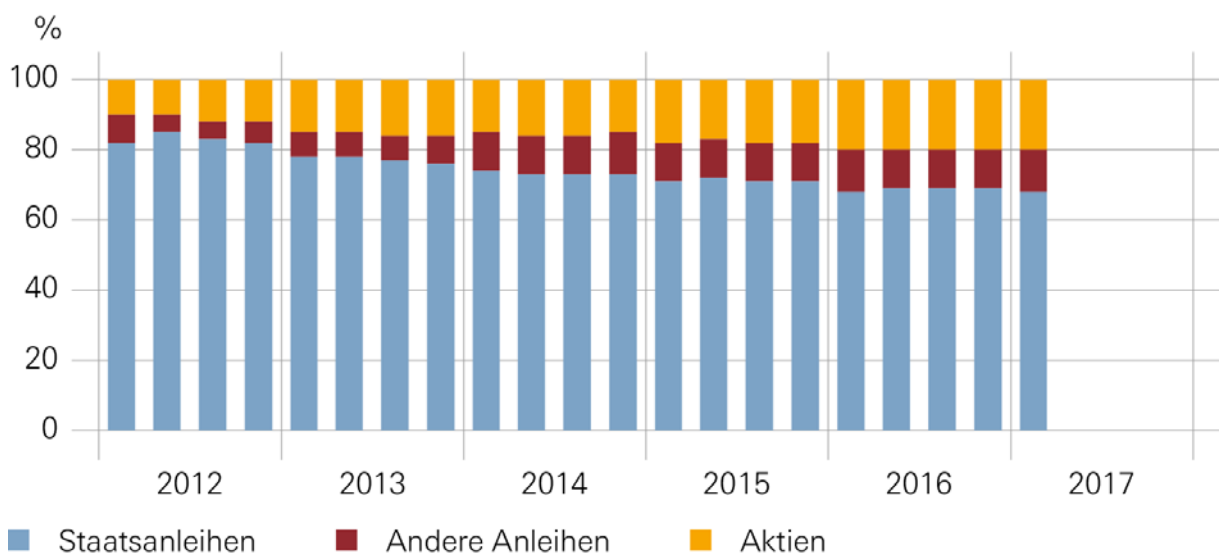
WACHSTUM DER SNB-BILANZ



Quelle: SNB

Grafik 6

DEISENRESERVEN ZUNEHMEND BREITER ANGELEGT



Quelle: SNB