

Referat

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

Sperrfrist
24. April 2015, 10.00 Uhr

Die Geldpolitik der SNB nach Aufhebung des Mindestkurses
107. ordentliche Generalversammlung der Aktionäre
der Schweizerischen Nationalbank

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank
Bern, 24. April 2015

© Schweizerische Nationalbank, Zürich

Herr Bankratspräsident
Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre
Liebe Gäste, liebe Schülerinnen und Schüler

Seit dem 15. Januar befinden wir uns aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erneut in einer anderen Welt. Da sich das internationale Umfeld für die Geldpolitik der SNB dramatisch verändert hatte, entschied das Direktorium an jenem Tag, den Mindestkurs aufzuheben. Das Ende des Mindestkurses von 1.20 Franken gegenüber dem Euro ist von grosser Tragweite für unsere Volkswirtschaft. Unser Entscheid hat verständlicherweise denn auch heftige Reaktionen ausgelöst. Doch hätten wir den Mindestkurs noch für einige Zeit weitergeführt, wären die Auswirkungen für unser Land viel gravierender gewesen.

Mit meinen heutigen Ausführungen möchte ich Ihnen die Beweggründe für die Aufhebung des Mindestkurses ausführlich erläutern. Die Nationalbank legt grossen Wert darauf, ihre geldpolitischen Entscheide zu erklären. Zum einen ist dies ein wichtiger Bestandteil unserer gesetzlich festgelegten Rechenschaftspflicht gegenüber dem Parlament. Zum anderen ist es uns ein zentrales Anliegen, dass die Öffentlichkeit und insbesondere auch unsere Aktionärinnen und Aktionäre unsere Geldpolitik verstehen.

In meinem Referat werde ich als erstes auf die offensichtlichen Fragen rund um die Aufhebung des Mindestkurses eingehen. Anschliessend werde ich Ihnen unsere derzeitige Einschätzung der Schweizer Wirtschaft und der Preisentwicklung vorstellen. Im Weiteren werde ich unsere aktuelle Geldpolitik darlegen. Neben unserer Bereitschaft, bei Bedarf aktiv am Devisenmarkt zu bleiben, spielt der Negativzins auf Sichteinlagen bei der SNB eine wichtige geldpolitische Rolle. Ich möchte daher den heutigen Anlass auch nutzen, um auf dieses Thema vertieft einzugehen.

Beweggründe für die Aufhebung des Mindestkurses

Beginnen wir also mit den Beweggründen für die Aufhebung des Mindestkurses. Im Laufe des Jahres 2014 verdichteten sich die Anzeichen, dass in den USA der Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik näher rückte. In der Eurozone zeichnete sich dagegen zunehmend eine weitere Lockerung der Geldpolitik ab. Vor diesem Hintergrund wertete sich der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich ab. Diese unterschiedliche geldpolitische Ausrichtung in den grossen Währungsräumen beeinflusste den Franken auf gegensätzliche Weise. Zum US-Dollar wurde er ebenfalls schwächer. Zum Euro hingegen näherte er sich allmählich dem Mindestkurs von 1.20 Franken an. Noch stellte die damalige Abschwächung des Euros die Nachhaltigkeit des Mindestkurses aber nicht in Frage. Konsequenterweise entschieden wir uns an der Lagebeurteilung Mitte Dezember, die Geldpolitik unverändert zu belassen.

Kurz nach unserer Lagebeurteilung eskalierte die Wirtschaftskrise in Russland. Die Nationalbank musste daraufhin massiv am Devisenmarkt intervenieren, um den Mindestkurs durchzusetzen. Zur Unterstützung des Mindestkurses führten wir deshalb einen Negativzins auf den Giro Guthaben bei uns ein.

Zunächst beruhigte sich die Lage wieder. Dies sollte sich jedoch als die Ruhe vor dem Sturm erweisen. Weil sich die Erwartungen einer weiteren starken Lockerung der Geldpolitik in der Eurozone verdichteten, schwächte sich der Euro im Verlauf der ersten Januarhälfte 2015 nochmals markant ab. Im Fahrwasser dieser Abschwächung nahm der Druck auf den Mindestkurs nun massiv zu. Anders als im Jahr 2012, als die Ausrichtung der Geldpolitik in den USA und der Eurozone unverändert blieb, wurde erkennbar, dass der Mindestkurs diesmal nur noch mit permanenten und rasch zunehmenden Interventionen am Devisenmarkt durchzusetzen wäre. Mit anderen Worten: Der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro war nicht mehr nachhaltig.

Das Festhalten am Mindestkurs hätte zu einer unkontrollierbaren Ausdehnung unserer Devisenbestände und damit unserer Bilanz geführt. Diese hätte potenziell ein Mehrfaches des schweizerischen Bruttoinlandprodukts (BIP) erreichen können. Die mit einer solchen Bilanzausweitung verbundenen Risiken wären in keinem Verhältnis zum Nutzen des Mindestkurses für die Schweizer Wirtschaft gestanden. Namentlich hätte diese Bilanzausweitung die künftige geldpolitische Handlungsfähigkeit der SNB stark beeinträchtigt. Eine dermassen grosse Bilanz würde den Einsatz weiterer geldpolitischer Massnahmen in der Zukunft erheblich erschweren. Gleichzeitig hätten wir die Erfüllung unseres Mandats in der langen Frist gefährdet. Denn die Rückführung einer solch enormen Liquidität bei einer zukünftigen Normalisierung der Geldpolitik wäre mit grossen Schwierigkeiten verbunden gewesen.

Die Nationalbank analysierte jeweils an ihren Lagebeurteilungen Kosten und Nutzen eines Festhaltens am Mindestkurs. Aufgrund einer solchen Güterabwägung kam das Direktorium am 15. Januar zum Schluss, dass ein Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro in Zukunft nicht mehr nachhaltig und somit geldpolitisch nicht mehr zu rechtfertigen war. Die Nationalbank hätte ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt, wenn sie die Augen vor den internationalen Veränderungen verschlossen hätte. Es wäre unverantwortlich gewesen, ohne Rücksicht auf die Nachhaltigkeit unserer Politik noch länger am Mindestkurs festzuhalten und die hohen Kosten dieser Politik leichtfertig zu akzeptieren.

Nachdem wir zu dieser Einsicht gelangt waren, drängte sich ein entschiedenes Handeln auf. Jegliches Zuwarten hätte wegen der einsetzenden Spekulation zu einer Intensivierung des Drucks auf den Mindestkurs geführt. Bei einer späteren Aufhebung wären die Verwerfungen an den Finanzmärkten nicht weniger heftig, die Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft aber stärker und die Verluste in der Bilanz der SNB grösser gewesen.

Meine Damen und Herren, der Beschluss vom 15. Januar ist von grosser Tragweite, und er ist meinen Direktoriumskollegen und mir keineswegs leicht gefallen. Uns war bewusst, dass die Aufhebung des Mindestkurses spürbare Folgen für die Wirtschafts- und Inflationsaussichten haben würde. Aber als Direktorium müssen wir bereit sein, auch Entscheide zu treffen, die in der kurzen Frist mit negativen Auswirkungen verbunden sein können. Wir sind überzeugt, dass das Aufschieben eines letztlich unvermeidbaren Entscheids längerfristig viel höhere Kosten verursacht hätte.

Rückblick und Würdigung des Mindestkurses

Der Mindestkurs von 1.20 Franken zum Euro war wie erwähnt während fast dreieinhalb Jahren das zentrale geldpolitische Instrument der Nationalbank. Lassen Sie mich deshalb auf die Zeit vor seiner Einführung, auf den Sommer 2011, zurückblenden und eine kurze Würdigung vornehmen. Damals trübte sich der Ausblick für die Weltwirtschaft, die sich nur zögerlich aus der tiefsten Rezession seit den 1930er-Jahren erholte, wieder ein. Zudem eskalierte zu diesem Zeitpunkt die europäische Schuldenkrise erneut. Auch in den USA fand im Kongress ein langes Tauziehen um die Anhebung der Schuldenobergrenze statt. Angesichts dieser Entwicklungen erhöhte sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten rasant, und die Nachfrage nach Schweizer Franken nahm sprunghaft zu. Der Franken wertete sich gegenüber allen wichtigen Währungen sehr stark auf, so auch zum US-Dollar. Im August 2011 war der Franken nach allen Massstäben massiv überbewertet. Zunächst weitete die SNB die Liquidität am Geldmarkt in einem historisch beispiellosen Umfang aus. Die Wirkung der Liquiditätsausweitung auf den Wechselkurs war jedoch nur vorübergehend. In der Folge trafen wir am 6. September 2011 den Entscheid, den Mindestkurs als aussergewöhnliche und temporäre Massnahme einzuführen.

Mit dem Mindestkurs wurde die massive Überbewertung des Frankens teilweise korrigiert. Die SNB stellte sich damit der akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegen. Der Mindestkurs hat der Schweizer Wirtschaft gute Dienste geleistet. Er half ihr über die damaligen, dramatischen Verwerfungen hinweg und verschaffte ihr Zeit, sich an die neuen Verhältnisse zumindest teilweise anpassen zu können. Die Produktion und die Beschäftigung erholten sich rascher als in vielen anderen Ländern. In den letzten zwei Jahren wuchs das BIP durchschnittlich um rund 2%. Heute ist die Schweizer Wirtschaft besser aufgestellt als 2011.

Neue Ausgangslage für die Wirtschaft: Einschätzung und Aussichten

Wie schätzen wir nun die wirtschaftlichen Aussichten aufgrund der veränderten Ausgangslage ein? Vor der Aufhebung des Mindestkurses erwartete die Nationalbank auch für das laufende Jahr ein Wachstum von rund 2%. Neu gehen wir von einer Zunahme des BIP von knapp 1% aus. Mit dem Ende des Mindestkurses kommen wieder schwierigere Zeiten auf die Schweiz zu. Der Franken ist insgesamt erneut deutlich überbewertet. Die starke und vor allem abrupte Aufwertung des Frankens stellt eine grosse Herausforderung dar. Unsere Wirtschaft hat zwar immer wieder ihre Anpassungsfähigkeit und Innovationskraft unter Beweis gestellt. Sie kann mit einer graduellen, längerfristigen Aufwertung des realen Wechselkurses umgehen. Aber die potenziellen Auswirkungen der neuerlichen, starken Frankenaufwertung dürfen keinesfalls unterschätzt werden. Wir haben grossen Respekt vor den Herausforderungen, die sich nun für unsere Unternehmen und ihre Belegschaften ergeben. Die Schweizer Wirtschaft muss heute mehr denn je auf ihre strukturellen Stärken und ihre Flexibilität bauen. So sollte sie ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit und damit den Wohlstand unseres Landes bewahren können.

Neben dem Wechselkurs ist für das künftige Wirtschaftswachstum ausschlaggebend, wie sich die Weltwirtschaft weiter entwickeln wird. Diesbezüglich präsentieren sich die Aussichten günstiger als 2011. Die Wirtschaft in den USA ist in einer robusteren Verfassung. In der Eurozone stimmen die jüngsten Konjunkturdaten ebenfalls zuversichtlicher. Aber auch heute bestehen mit dem Ukraine-Konflikt und der Schuldenproblematik in Griechenland noch beträchtliche Risiken.

Aufgrund der veränderten Wechselkurssituation ist die bedingte Inflationsprognose der Nationalbank ebenfalls deutlich zurückgegangen. Für 2015 erwarten wir in der Schweiz eine negative Teuerung von minus 1,1%. So führt der stärkere Franken zu sinkenden Importpreisen. Zudem drückt der massive Rückgang der Erdölpreise die Energieteuerung stark in den negativen Bereich. Beide Effekte sind jedoch temporär. Gemäss unserer Inflationsprognose wird die Phase mit einer negativen Teuerung vorübergehend sein. Eine anhaltende negative Inflation oder gar eine Deflationsspirale ist nicht zu erwarten.

Gleichwohl sind weder die Inflationsentwicklung noch die Wirtschaftsentwicklung optimal. Wir hätten lieber eine leicht positive Teuerung und mehr Wirtschaftswachstum. Aber aufgrund des veränderten internationalen Umfeldes, das wir nicht beeinflussen können, müssen wir uns wohl oder übel auf eine gewisse Durststrecke einstellen.

Die Geldpolitik der Nationalbank

Mit dem Ende des Mindestkurses ist die Nationalbank zur Zinssteuerung zurückgekehrt. Das heisst aber nicht, dass für die Geldpolitik jetzt wieder normale Zeiten angebrochen sind. Im Dezember vergangenen Jahres führte die Nationalbank einen Zins von minus 0,25% ein, der auf Giro Guthaben erhoben wird, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei der SNB halten. Am 15. Januar, also gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses, senkten wir diesen Zins weiter auf minus 0,75%. Diese Zinssenkung verteuert das Halten von Franken gegenüber anderen Währungen deutlich. Sie soll über die Zeit die Auswirkungen der Aufhebung des Mindestkurses abfedern und einer Straffung der monetären Rahmenbedingungen entgegenwirken.

Die Aufhebung des Mindestkurses bedeutet nicht, dass sich die Nationalbank fortan nicht mehr um die Entwicklung am Devisenmarkt kümmert. Bei der Gestaltung unserer Geldpolitik tragen wir weiterhin der Wechselkurssituation Rechnung. Nach der Aufhebung des Mindestkurses hat sich der Franken gegenüber allen Währungen zunächst schlagartig aufgewertet. Die Aufwertung hat sich in den folgenden Wochen dann etwas verringert. Aber wie die jüngste Entwicklung zeigt, kann in der aktuellen Phase erhöhter Unsicherheit rund um die Schuldenproblematik Griechenlands der Franken zeitweilig wieder an Wert gewinnen. Wir verfolgen diese Entwicklung und die potenziellen Auswirkungen auf die Schweiz sehr aufmerksam. Bei Bedarf sind wir auch künftig am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen. Insgesamt ist der Franken deutlich überbewertet. Diese Überbewertung sollte sich über die Zeit korrigieren.

Weltweit niedrige Zinsen und deren Problematik für die Schweiz

Nicht nur in der Schweiz, sondern auch in anderen Ländern sehen sich Zentralbanken grossen Herausforderungen gegenüber. Nach dem Ausbruch der Finanzkrise wurde die Geldpolitik überall stark gelockert. Als Folge davon sind die Zinsen mittlerweile weltweit sehr niedrig oder seit kurzem sogar negativ. Tiefe oder negative Zinsen sind daher kein rein schweizerisches Phänomen. Vielmehr handelt es sich um eine weltweite Entwicklung, der sich die Schweiz nicht entziehen kann. Als eine kleine, offene Volkswirtschaft ist die Schweiz über die internationalen Handels- und Kapitalströme eng mit anderen Ländern verbunden. Dieser Tatsache muss die Nationalbank bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik Rechnung tragen.

Traditionell sind die Zinsen in der Schweiz niedriger als in anderen Ländern, weil die Schweiz seit jeher eine geringe Inflationsrate aufweist und auch politisch sehr stabil ist. Die Schweizer Volkswirtschaft profitiert von diesem Zinsvorteil in Form von niedrigen Kapitalkosten. Dies drückt sich unter anderem in einer qualitativ hochstehenden Infrastruktur und einer hohen Arbeitsproduktivität aus.

Im Zuge der Finanzkrise sind die Zinsen im Ausland insgesamt stärker gefallen als in der Schweiz. Die Zinsdifferenz zwischen Anlagen in ausländischer Währung und Anlagen in Franken hatte sich dadurch gegen Ende des vergangenen Jahres fast auf null verringert. Damit wurde der Franken für Investoren noch attraktiver. Diese Attraktivität des Frankens gilt für inländische und ausländische Investoren gleichermassen. Der Aufwertungsdruck auf den Franken entsteht nicht nur, weil Ausländer im Franken investieren wollen. Er entsteht auch durch Inländer, die weniger im Ausland investieren als früher oder ihr Auslandvermögen zurück in die Schweiz bringen.

Lassen Sie mich dies etwas ausführen. Seit langem weist die Schweiz einen Leistungsbilanzüberschuss aus, das heisst, sie exportiert mehr Waren und Dienstleistungen als sie importiert. Zudem wirft das hohe Auslandvermögen bedeutende Kapitaleinkommen ab. Aufgrund der Leistungsbilanzüberschüsse hat die Schweiz über die Zeit ein beträchtliches Auslandvermögen aufgebaut. Diese Vermögensbestände im Ausland waren überwiegend in Fremdwährung angelegt, unter anderem auch wegen der attraktiveren Renditen.¹ Die mit den Leistungsbilanzüberschüssen erzielten Nettoeinnahmen müssen jeweils wieder «exportiert» werden, indem ausländische Wertpapiere gekauft oder Investitionen im Ausland getätigt werden. In den Jahren vor der Finanzkrise hielten sich die Zuflüsse durch den Leistungsbilanzüberschuss und die Abflüsse mittels privater Kapitalexporte in etwa die Waage.

Nach der Finanzkrise hat sich das Bild komplett geändert. Der Risikoappetit in der Schweiz hat sich stark reduziert. Der inländische Privatsektor investiert seither den Erlös aus dem Leistungsbilanzüberschuss nur noch sehr zurückhaltend im Ausland. Darüber hinaus wird sogar ein Teil des bestehenden Auslandvermögens zurück in die Schweiz gebracht. Dies hat die private Nachfrage nach Franken massiv erhöht. Dank den hohen Devisenkäufen der National-

¹ Die Auslandsaktiven der Schweiz betragen Ende 2012 rund 3,5 Billionen Franken. Davon waren rund 85% in Fremdwährung angelegt.

bank in den letzten Jahren konnte der dadurch entstandene Aufwertungsdruck auf den Franken teilweise aufgefangen werden.

Für den Aufwertungsdruck auf den Franken können also nicht ausschliesslich ausländische Investoren verantwortlich gemacht werden. Frankenanlagen müssen deshalb für alle Investoren weniger attraktiv gemacht werden. Wie ich eben ausgeführt habe, ist eine Differenzierung zwischen inländischen und ausländischen Investoren aus geldpolitischer Sicht nicht angebracht. Da die ausländischen Zinsen nahe null oder negativ sind, können die Schweizer Zinsen nicht an der Nulllinie verharren. Sie müssen in den negativen Bereich sinken, um die traditionelle Zinsdifferenz tendenziell wieder herzustellen.

Kritik am Negativzins

Im Folgenden möchte ich etwas ausführlicher auf den negativen Einlagenzins eingehen. Der Negativzins dient wie gesagt dazu, Anlagen in Schweizer Franken weniger attraktiv zu machen und so die Nettozuflüsse in unsere Währung zu begrenzen. Dadurch werden der Aufwertungsdruck auf den Franken gedämpft und die monetären Rahmenbedingungen gelockert.

Wir sind uns bewusst, dass das heutige Tiefzinsumfeld für Investoren, insbesondere für Pensionskassen, sehr anspruchsvoll ist. Die Auswahl an akzeptablen Investitionsmöglichkeiten ist eingeschränkt. Gerade für Institutionen, die eine gesetzlich oder vertraglich festgelegte Rendite erreichen müssen, ist es zurzeit schwierig, diese zu erzielen. Das gegenwärtige Tiefzinsumfeld sollte aber eine vorübergehende Erscheinung sein, das den schwerwiegenden wirtschaftlichen Verwerfungen infolge der Finanzkrise geschuldet ist. Wir gehen davon aus, dass sich die Wirtschaft weiter erholen wird und die Zinsen weltweit wieder ansteigen werden. Erste Anzeichen dafür sind in den USA zu erkennen. Mit Blick auf die internationale Lage wird jedoch auch klar, dass der Zins in der Schweiz nicht höher liegen kann als im Rest der Welt, denn sonst würden grosse Zuflüsse in den Franken drohen.

Teilweise wird behauptet, dass ein negativer Zinssatz gegen die menschliche Natur gehe und die Wirtschaft einer wichtigen Orientierungsgrösse beraube. Das trifft aber nicht zu. Der Zins belohnt den Verzicht auf Konsum. Die so gesparten Mittel stehen grundsätzlich für Investitionen zur Verfügung. Diese müssen wiederum einen Ertrag erwirtschaften, der die Bezahlung der Zinsen ermöglicht. Wenn die Unsicherheit hoch ist, wird jedoch einerseits vermehrt gespart. Andererseits warten Unternehmen infolge der höheren Unsicherheit oder der geringen Ertragsmöglichkeiten mit Investitionen zu. Unter diesen Verhältnissen fällt somit der Zins – im Extremfall auch in den negativen Bereich. Die tiefen oder negativen Zinsen drücken aus, dass in der gegenwärtigen Lage weltweit ein sehr hohes Angebot an Sparkapital einer relativ geringen Investitionsnachfrage gegenübersteht. Sobald sich die globale Wirtschaft ausreichend erholt hat, steigen die Zinsen wieder an.

Bei aller Besorgnis über die Negativzinsen sollte auch nicht vergessen werden, dass bei einer negativen Inflation die Realzinsen höher sind als die Nominalzinsen. Dies ist zurzeit in der Schweiz der Fall. Wenn die Inflation tiefer ist als der Nominalzins, resultiert am Ende trotzdem ein Zuwachs an Kaufkraft, selbst wenn eine Anlage keinen nominalen Ertrag erzielt. In

der Vergangenheit war die Inflationsrate öfters höher als der Nominalzins. Gemessen am realen Ertrag gab es also schon Zeiten, in denen sich Sparen weniger lohnte als heute, ja in denen Sparguthaben real sogar an Wert verloren haben.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, damit komme ich zum Schluss meiner Ausführungen. Wie Sie meinen heutigen Worten entnehmen können, bleibt das internationale Umfeld für die Schweizer Wirtschaft und die Geldpolitik der Nationalbank äusserst anspruchsvoll. Weltweit sind die Zinsen seit längerem sehr tief. Die Nachwirkungen der Finanzkrise halten immer noch an und dämpfen die globale Konjunkturentwicklung. Gleichzeitig ist der Franken deutlich überbewertet und stellt unsere Wirtschaft vor bedeutende Herausforderungen.

Gleichwohl wage ich zwei Prognosen: erstens, dass unsere Wirtschaft auch diese Situation erfolgreich meistern wird. Zweitens, dass die Negativzinsen nicht zur neuen Normalität werden. Wenn sich die Weltwirtschaft weiter erholt und das Wachstum in der Eurozone wieder stärker anzieht, wird sich auch diese unbefriedigende Situation ändern. Bis dahin erfüllt der Negativzins in der Schweiz einen sehr wichtigen Zweck, nämlich den Aufwertungsdruck auf den Franken zu dämpfen und auf diese Weise die Schweizer Wirtschaft zu unterstützen.

Die Nationalbank bleibt daher auch acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise stark gefordert. Um unsere Arbeit gut zu machen, brauchen wir weiterhin das volle Engagement unserer Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter. Ihnen möchte ich an dieser Stelle auch im Namen meiner Kollegen Jean-Pierre Danthine und Fritz Zurbrügg für ihren grossen Einsatz und für ihre Unterstützung danken. Unseren Aktionärinnen und Aktionären danken wir für ihre Verbundenheit mit der SNB. Ihnen allen, speziell auch unseren jungen Gästen, danken wir für das grosse Interesse, das Sie der Tätigkeit der Nationalbank entgegenbringen.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.