

Referat

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

Sperrfrist

19. November 2015 18:30

Geldpolitik im Jahr 2015 – eine erste Einschätzung

Geldmarkt-Apéro

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Genf, 19. November 2015

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2015 (Referat auf Französisch)

*Die Referentin dankt Dirk Faltin, Marco Huwiler und Bettina Simioni für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sie dankt zudem Vincent Crettol und Peter Kuster sowie dem Sprachendienst der SNB für ihre wertvollen Kommentare.

Sehr geehrte Damen und Herren

Es ist mir ein grosses Vergnügen, Sie zu unserem traditionellen Geldmarkt-Apéro zu begrüßen. Ich empfinde es als Ehre, meine erste öffentliche Rede im Namen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) seit Antritt meines Amtes als Mitglied des Direktoriums im Juli dieses Jahres hier in Genf, meiner Geburtsstadt, halten zu dürfen.

Das laufende Jahr war für die Geldpolitik in der Schweiz sehr ereignisreich. Im Januar fällt die SNB zwei weitreichende Entscheide. Zum einen hat sie den Mindestkurs gegenüber dem Euro aufgehoben, zum anderen den Zinssatz auf Sichtguthaben weiter in den negativen Bereich gesenkt. Die Geldpolitik der SNB hat sich damit erheblich geändert. Heute Abend möchte ich Ihnen eine erste Einschätzung dieses neuen geldpolitischen Umfelds vorlegen.

In meinem Referat gehe ich auf die folgenden drei Themen ein: Zunächst möchte ich über das geldpolitische Instrumentarium der SNB seit Aufgabe des Mindestkurses und über dessen Auswirkungen auf den Frankenwechsellkurs sprechen. Danach werde ich eine Einschätzung darüber abgeben, wie sich die geldpolitische Übertragung des Negativzinses in den verschiedenen Segmenten des Finanzmarktes ausgewirkt hat. Schliesslich möchte ich Ihnen unseren Ausblick für das Wirtschaftswachstum und die Inflation in der Schweiz präsentieren.

Im Anschluss an mein Referat wird mein Kollege Dewet Moser ausführlicher über die zahlreichen operationellen Aspekte bei der Umsetzung unserer Geldpolitik sprechen.

Das neue geldpolitische Umfeld: Aufbruch in Neuland

Am 15. Januar dieses Jahres hat die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro aufgehoben und eine weitere Senkung des Zinssatzes auf Sichtguthaben auf $-0,75\%$ angekündigt. Diese Entscheide wurden aufgrund internationaler Entwicklungen getroffen. Im Laufe des Jahres 2014 begannen die Marktteilnehmer einerseits, von der amerikanischen Zentralbank eine Anhebung des Leitzinses zu erwarten. Andererseits deutete die Europäische Zentralbank an, dass für die Eurozone eine weitere geldpolitische Lockerung notwendig sein könnte. Als Folge dieser Erwartungen schwächte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar stark ab. Der Mindestkurs gegenüber dem Euro geriet dadurch massiv unter Druck. Mitte Januar wurde schliesslich klar, dass der Mindestkurs nicht mehr nachhaltig war. Hätte die SNB nicht gehandelt und den Mindestkurs gegenüber dem Euro nicht aufgehoben, wäre sie gezwungen gewesen, Fremdwährungen in äusserst grossem Ausmass zu kaufen. Die Bilanzsumme der SNB hätte sich rasch ausgeweitet, möglicherweise in einem Umfang, der unsere Fähigkeit zur Erfüllung unseres verfassungsmässigen Auftrags langfristig ernsthaft beeinträchtigt hätte.

Seit der Aufhebung des Mindestkurses beruht die Geldpolitik der SNB auf zwei Säulen, die dazu dienen, dem Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken und damit mittelfristig die Preisstabilität sicherzustellen. Bei der ersten Säule handelt es sich um den Negativzins

auf Sichtguthaben bei der SNB. Die zweite Säule ist unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Diese zwei Säulen stellen sich ergänzende und auch gegenseitig verstärkende geldpolitische Instrumente dar.

Der Negativzins

Der Negativzins gilt für Sichtguthaben, die Banken und andere Finanzinstitute bei der SNB halten und die über einem bestimmten Freibetrag liegen. Dieser wurde eingeführt, um die finanzielle Belastung für die Banken in Grenzen zu halten. Der Freibetrag wurde als das Zwanzigfache des Mindestreserveverfordernisses festgelegt. Mit der Anbindung des Freibetrages an die gesetzliche Mindestreservevorschrift hat die SNB eine Massnahme gewählt, die rechtlich gut abgestützt ist und für die klare Regeln existieren. Für Einleger, die keinen Mindestreserveanforderungen unterstehen, liegt der Freibetrag bei mindestens 10 Mio. Franken.

Die Freibeträge haben zur Folge, dass diejenigen Banken, die hohe Sichtguthaben relativ zu ihren Mindestreserveanforderungen halten, vom Negativzins am stärksten betroffen sind. Somit sind, wie auch bei allen anderen geldpolitischen Massnahmen, die Auswirkungen des Negativzinses je nach Marktteilnehmer verschieden. Im Interesse der Schweizer Wirtschaft als Ganzes ist es jedoch wichtig, dass der Negativzins so effektiv wie möglich wirken kann, indem er breit angewendet wird und Ausnahmen auf ein Minimum beschränkt bleiben.

Das Ziel des Negativzinses ist es, die relative Attraktivität des Frankens zu reduzieren und dem Aufwertungsdruck auf den Wechselkurs entgegenzuwirken. Er ist daher in erster Linie auf die externen Komponenten der monetären Rahmenbedingungen in der Schweiz ausgerichtet. Somit ist der Negativzins kein gewöhnliches geldpolitisches Instrument. Er ist eine Folge des fragilen internationalen Umfelds und dessen aussergewöhnlich tiefer Zinssätze. Historisch gesehen sind die Zinssätze in der Schweiz tiefer als bei unseren wichtigsten Handelspartnern. Diese Zinsdifferenz ist ein Ausdruck der Stärken, welche die Schweiz seit langer Zeit aufweist, wie etwa die politische Stabilität, gefestigte Institutionen, eine widerstandsfähige Wirtschaft und einen erstklassigen Finanzsektor.

Meine erste Grafik zeigt die Verzinsung von zehnjährigen deutschen und schweizerischen Bundesanleihen. Der in Orange dargestellte Bereich markiert die Zinsdifferenz. Während sich die Zentralbanken weltweit bemühten, die gravierendsten Auswirkungen der globalen Finanzkrise einzudämmen, sanken die kurzfristigen Zinssätze in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften gegen null. Allerdings fielen ausländische Zinssätze, darunter auch deutsche, stärker als diejenigen in der Schweiz. Folglich ist die Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland praktisch verschwunden, was wiederum Anlagen in Franken gegenüber vergleichbaren Anlagen in anderen Währungen attraktiver machte. Durch das Senken des Zinssatzes auf Sichtguthaben in den negativen Bereich hat die SNB die Zinsdifferenz auf ein historisch gesehen normales Niveau zurückgeführt, wie im orangefarbenen Bereich der Grafik zu sehen ist.

Die Bereitschaft der SNB zu Interventionen am Devisenmarkt

Eine höhere Zinsdifferenz reduziert die relative Attraktivität des Frankens. Es kann jedoch auf dem Finanzmarkt zu einer abrupten Zunahme der Volatilität kommen, was zu einem starken Anstieg bei der Nachfrage nach Schweizer Franken führen könnte. Für die Stabilisierung der Märkte spielt in diesem Fall unsere Bereitschaft, am Devisenmarkt aktiv zu werden, eine Schlüsselrolle. Als zum Beispiel die griechische Regierung in diesem Sommer ein Referendum über den internationalen Rettungsplan ankündigte, haben wir in einem Zeitpunkt ausgeprägter Marktvolatilität und globaler Unsicherheiten am Devisenmarkt interveniert. Unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu werden, stellt somit eine zentrale Säule unserer Geldpolitik dar.

Die Höhe der Bilanzsumme der SNB widerspiegelt unsere geldpolitischen Massnahmen. Eine Folge der höheren Bilanzsumme sind ausgeprägtere Schwankungen bei den Geschäftsergebnissen. In den ersten drei Quartalen dieses Jahres hat die SNB einen vorläufigen Verlust von 34 Mrd. Franken erlitten. Darin schlagen sich vor allem die Bewertungseffekte nach der Aufhebung des Mindestkurses nieder. Dies wird in Grafik 2 verdeutlicht. Es ist immer noch zu früh, um Rückschlüsse auf das Jahresergebnis 2015 zu ziehen, besonders angesichts des gegenwärtig unsicheren internationalen Umfelds.

Lassen Sie mich aber klar zum Ausdruck bringen: Die Erwirtschaftung und Ausschüttung von Gewinnen ist nicht der Zweck der SNB. Die Hauptaufgabe der SNB besteht darin, eine Geldpolitik zu betreiben, die dem Gesamtinteresse des Landes dient. Unsere geldpolitischen Aktivitäten haben direkte Auswirkungen auf die Bilanz der SNB. Dies bedeutet, dass es in einzelnen Jahren auch zu erheblichen Verlusten kommen kann. Wichtig zu wissen ist jedoch, dass dank des Monopols der SNB auf Bargeldschöpfung und Sichteinlagen, das die Finanzierungskosten ihrer Aktiven sehr tief hält, die Ergebnisse der SNB langfristig betrachtet im positiven Bereich liegen sollten.

Der Schweizer Franken seit der Aufhebung des Mindestkurses

Unsere auf zwei Säulen basierende Geldpolitik erweist sich bei der Verminderung der relativen Attraktivität des Frankens als wirksam. Im Anschluss an die massive Aufwertung unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses hat sich der Franken trotz Phasen erhöhter Volatilität an den Finanzmärkten während des Sommers gegenüber dem Euro sukzessive abgeschwächt. Dennoch ist der Franken nach wie vor deutlich überbewertet. Beispielsweise liegt der reale effektive Wechselkurs – der inflationsbereinigte Wechselkurs des Frankens gegenüber einem Korb mit den Währungen unserer Haupthandelspartner – noch immer rund 15% über seinem langjährigen Durchschnittswert, verglichen mit unter 10% Ende 2014.

Die Lage am Devisenmarkt hat sich noch nicht normalisiert. Grafik 3 zeigt, wie private Kapitalabflüsse, die früher jeweils die strukturellen Leistungsbilanzüberschüsse der Schweiz ausgeglichen haben, sich seit der globalen Finanzkrise in Nettozuflüsse gewandelt haben. Hinter dieser Umkehr der Kapitalflüsse liegen veränderte Präferenzen der Investoren. Während sich die weltwirtschaftlichen Bedingungen verbessert haben, ist die Unsicherheit nach wie vor

gross, was einige Anleger dazu veranlasst, sich für die relative Sicherheit des Frankens zu entscheiden. Dies gilt auch für inländische Investoren, darunter grosse institutionelle Anleger, die zum Teil ihr Vermögen und ihren Anlageertrag repatriert haben. Somit wird der Franken voraussichtlich so lange unter Druck bleiben, bis sich die Präferenzen der Investoren wieder normalisiert haben. Die Zahlen des zweiten Quartals 2015 lassen auf eine Rückkehr zu Nettokapitalabflüssen schliessen, wobei diese Entwicklung zweifellos durch den Negativzins begünstigt wurde. Ob dies einen neuen Trend darstellt, lässt sich jedoch heute noch nicht sagen.

Übertragung des Negativzinses auf den Finanzmarkt

Dies führt mich nun zur Frage, wie sich der Negativzins auf die verschiedenen Segmente des schweizerischen Finanzmarktes übertragen hat. Im Hinblick auf die Geld- und Kapitalmärkte zeigen unsere bisherigen Erfahrungen, dass der Negativzins als Massnahme bemerkenswert gut funktioniert. Die gesamte Laufzeitenstruktur der Zinssätze hat sich nach unten verschoben, ohne dass es zu Marktverwerfungen gekommen ist. Dies wird in Grafik 4 verdeutlicht. Nach einem anfänglichen Unterschiessen hat sich der Dreimonats-Libor für Franken in der Mitte des Zielbandes von $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ eingependelt. Andere Geldmarktsätze folgten nach, wobei die Zinsabstände zwischen den einzelnen Geldmarktsätzen mehr oder weniger unverändert geblieben sind.

Vom Geldmarkt hat sich der Negativzins auf den Kapitalmarkt übertragen. Die Renditen auf Bundesanleihen gingen entlang der ganzen Zinskurve zurück, wobei diejenigen auf kurzfristigen Anleihen stärker fielen als die Renditen für längere Laufzeiten. Bei den Anleihen der Eidgenossenschaft sind die Renditen zurzeit bis zu einer Laufzeit von 13 Jahren negativ. Im Markt für Anleihen privater Schuldner sind die Zinsen ebenfalls zurückgegangen, jedoch in geringerem Ausmass als bei den Bundesanleihen; dies widerspiegelt nicht zuletzt die Tatsache, dass Anleger, die in Unternehmensanleihen investiert sind, mehr Möglichkeiten haben, in andere Anlageklassen auszuweichen.

Während die Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt als Folge der Einführung des Negativzinses merklich gefallen sind, war der Rückgang bei den Hypothekarzinsen weniger stark. Im Fall von längerfristigen Hypotheken sind die Zinssätze zuletzt sogar leicht höher als zu Jahresbeginn. Der Grund liegt darin, dass die Refinanzierungskosten der Banken nicht im gleichen Ausmass wie die Geldmarktzinssätze zurückgegangen sind. Als Folge sind die Zinsmargen der Banken unter Druck geraten.¹ Um diesen Effekt teilweise zu kompensieren, haben Banken ihre Hypothekarzinsätze erhöht. Befürchtungen, wonach der Negativzins die Vergabe von Hypothekarkrediten weiter beflügeln könnte, haben sich somit bisher als unbegründet erwiesen.

¹ Dies wirkt sich auf die Passivmargen der Banken aus, die sich aus der Differenz der Zinsen auf fristenkongruente alternative Finanzierungsquellen und dem Zins auf Einlagen bilden.

Die Schweizer Wirtschaft in einem schwierigen Umfeld

Bislang war vor allem von Wechselkursen und Zinssätzen die Rede; das heisst von den monetären Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft. Nun komme ich zur Realwirtschaft. Die Schweiz ist eine relativ kleine und offene Volkswirtschaft.² Dies bedeutet, dass internationale Entwicklungen einen grossen Einfluss auf unser Land ausüben. Während der globalen Rezession im Jahre 2009 und der nachfolgenden schleppenden Erholung erwies sich die Schweizer Wirtschaft jedoch als überraschend widerstandsfähig. Hierfür gibt es verschiedene Gründe: So hatte die Schweiz weder unter einer Korrektur am Immobilienmarkt noch unter einer Überschuldung des Privatsektors zu leiden. Überdies haben die vorteilhaften Arbeitsmarktbedingungen und die Zuwanderung den Privatkonsum anhaltend gestützt.

Grafik 5 zeigt das Niveau des Bruttoinlandproduktes (BIP) verschiedener Länder, indiziert auf 100 an den jeweiligen Höchstständen vor der Krise. Das Schweizer BIP liegt nun um knapp 8% über seinem Höchststand vor der Krise. Aus der Grafik wird ersichtlich, dass unter den grossen fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausser der Schweiz nur die USA eine derartige Leistung vorweisen können. Selbst in den Jahren, in denen die Wirtschaft eine abrupte und starke Frankenaufwertung zu bewältigen hatte, wurde das Wachstum relativ gut aufrechterhalten. Einen wichtigen Beitrag dazu leistete die Geldpolitik: Durch ihre geldpolitischen Massnahmen konnte die SNB einige der Risiken absorbieren, mit denen die Wirtschaft während der verschiedenen Phasen der Finanzkrise konfrontiert wurde.

Einen weiteren Faktor bildet die hohe Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft. Aus Grafik 6 wird ersichtlich, dass sich die Schweiz in der globalen Rangliste für Wettbewerbsfähigkeit gemäss dem Bericht des World Economic Forum für 2015–2016 wiederum zuoberst befindet. Die Offenheit der Schweizer Unternehmen für neue Technologien, ihr hohes geschäftliches Knowhow und ihre Flexibilität machen die Schweiz in Sachen Wettbewerbsfähigkeit zu einem der führenden Länder weltweit.

Das heisst jedoch nicht, dass die Anpassungen jeweils schmerzlos verlaufen. Ganz im Gegenteil, organisatorische Veränderungen sind nie einfach und Kosteneinsparungen oft schmerzhaft, besonders für die Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer. Zudem ist die relative Widerstandsfähigkeit des realen BIP-Wachstums teilweise darauf zurückzuführen, dass viele Unternehmen bereit waren, tiefere Gewinnmargen zu akzeptieren. So zeigt Grafik 7 die realen, d.h. die preisbereinigten Exportvolumen und den nominalen Exportumsatz. Während der Exportumsatz nominal stark zurückging, haben sich die Exportvolumen real deutlich besser gehalten. Das heisst, als die starke Frankenaufwertung den Preis für Schweizer Produkte bei ausländischen Käufern in die Höhe trieb, haben Schweizer Unternehmen mit einer Senkung ihrer Exportpreise reagiert und so einen Einbruch bei den realen Exportvolumen aufgefangen. Wei-

² Gemäss Daten der Weltbank nahm die Schweizer Volkswirtschaft 2014 Rang 20 unter 194 Staaten ein. Die Export-Intensität der Schweiz liegt deutlich über dem OECD-Durchschnitt.

tere Belege für eine solche Reduktion der Gewinnmargen finden sich in unseren eigenen Umfragen, die regelmässig durch die SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte bei Schweizer Unternehmen durchgeführt werden.

Die Rahmenbedingungen für die globale Nachfrage haben sich in den letzten Monaten etwas verschlechtert. Insbesondere in den aufstrebenden Volkswirtschaften, aber auch in einigen rohstoffproduzierenden Ländern hat sich der wirtschaftliche Aufschwung abgeschwächt. Allerdings setzt sich die Erholung bei den führenden fortgeschrittenen Volkswirtschaften fort, wenn auch nur in einem mässigen Tempo. Insgesamt erwarten wir in den kommenden Jahren ein moderates Wachstum der Weltwirtschaft. Dies sollte die durch die Überbewertung des Frankens verursachten Nachteile zumindest teilweise aufwiegen. Nach einem Rückgang im ersten Quartal hat die Konjunktur in der Schweiz im zweiten Quartal wieder angezogen. Gemäss unseren Schätzungen dürfte das BIP dieses Jahr um knapp 1% wachsen.

Preisstabilität ist nicht in Frage gestellt

Den letzten Teil meines Referats möchte ich dem Inflationsausblick widmen. Im vergangenen Jahr lag die Inflationsrate – gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise – im Durchschnitt nahe bei null. Dieses Jahr ist die Inflation deutlich in den negativen Bereich gefallen. Zwei Faktoren haben diese Entwicklung geprägt: einerseits die massive Aufwertung des Frankens nach der Aufhebung des Mindestkurses, andererseits der markante Rückgang des Ölpreises im vergangenen Jahr. Beide Faktoren sind vorübergehender Natur und stellen daher für die mittelfristige Preisstabilität in der Schweiz keine Gefahr dar.

Die Aufwertung des Frankens und der Rückgang bei den Energiepreisen sind Folgen internationaler Entwicklungen, die sich bei den Konsumentenpreisen vor allem durch den Rückgang der Importpreise bemerkbar machen.³ Grafik 8 macht deutlich, dass der Abwärtsdruck auf die Inflation in der Schweiz zum grössten Teil auf diesen internationalen Übertragungseffekt zurückgeht. Aus der Grafik geht jedoch ebenfalls hervor, dass sich auch einheimische Preiskomponenten abwärts bewegt haben. Hier zeigt sich die zuvor erwähnte Flexibilität der Schweizer Unternehmen. Insbesondere diejenigen, die in Märkten für importierte Güter tätig sind, haben ihre Preise gesenkt, um ihre Wettbewerbsfähigkeit angesichts der Frankenaufwertung zu wahren. Derartige Preissenkungen spielen bei der mittelfristigen Wiederherstellung der preislichen Konkurrenzfähigkeit der Schweizer Wirtschaft eine wichtige Rolle. So gesehen bilden sie einen Teil des Anpassungsprozesses nach der plötzlichen Frankenaufwertung. Dass dieser Prozess für einige der direkt betroffenen Betriebe schmerzhaft ist, steht ausser Frage.

Für das laufende Jahr erwarten wir eine durchschnittliche Konsumentenpreis-inflation von rund –1,2%. Wir gehen davon aus, dass die Inflationsrate im laufenden vierten Quartal ihren Tiefpunkt erreichen wird. Für 2016 rechnen wir mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von –0,5%. Wie Sie aus der Grafik ersehen können, sollte die Inflation Anfang 2017 in den

³ Jordan, T. (2015), «The impact of international spillovers on inflation dynamics and independent monetary policy: the Swiss experience», Konferenzbeitrag zum 39th Economic Symposium on 'Inflation Dynamics and Monetary Policy' in Jackson Hole, 28. August 2015.

positiven Bereich zurückkehren. Diese Prognosen setzen voraus, dass der Dreimonats-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei $-0,75\%$ verharrt, der Preis für ein Fass Rohöl (Brent) bei 50 US-Dollar bleibt und sich der Franken abschwächt.

Unsere Prognosen zeigen ebenfalls, dass es sich bei der gegenwärtigen negativen Teuerung um eine vorübergehende Phase handelt. Dennoch, auch als temporäres Phänomen sind negative Inflationsraten unerwünscht. Sie lassen sich manchmal jedoch nicht vermeiden – insbesondere in Zeiten eines starken Wechselkursanstiegs. Entscheidend ist, dass die Inflationserwartungen fest verankert bleiben und dass die Geldpolitik in der Lage ist, mittelfristige Preisstabilität zu gewährleisten. Die mittel- und langfristigen Inflationserwartungen liegen nach wie vor im positiven Bereich. Dies ist aus diversen Umfragen zu den Inflationserwartungen ersichtlich und hat sich auch in Gesprächen bestätigt, welche die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte der SNB mit Vertretern von Unternehmen aus verschiedenen Wirtschaftszweigen geführt haben. Daher erwarten wir keinen anhaltenden Rückgang des Preisniveaus und schon gar keine Deflationsspirale.

Schlussbemerkungen

Ich komme nun zum Schluss meiner Ausführungen. Anfang dieses Jahres hat die SNB weitreichende Entscheide gefällt: Zum einen hat sie den Mindestkurs gegenüber dem Euro aufgehoben, zum anderen den Zinssatz auf Sichtguthaben signifikant in den negativen Bereich gesenkt. Diese Massnahmen waren notwendig, um angemessene monetäre Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft herzustellen und um sicherzugehen, dass die SNB auch in Zukunft mittelfristige Preisstabilität gewährleisten kann.

Seit Mitte Januar dieses Jahres stützt sich die Geldpolitik der SNB auf zwei sich ergänzende Säulen: den Negativzins und unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Es handelt sich dabei um wirksame Instrumente, um exzessivem Druck auf den Wechselkurs entgegenzutreten und so die Preisstabilität mittelfristig sicherzustellen. Ich möchte jedoch betonen, dass der Franken auch auf dem aktuellen Niveau nach wie vor deutlich überbewertet ist.

Mit einem Zins von $-0,75\%$ auf Sichtguthaben sind wir weiter gegangen als die meisten anderen Länder. Wir stellen fest, dass der Geld- und Kapitalmarkt auch mit dem Negativzins reibungslos funktioniert. Die Hypothekarzinsen jedoch sind nicht in gleicher Masse zurückgegangen wie die Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt. Somit hat sich die Befürchtung, wonach der Negativzins zu den Ungleichgewichten am Hypothekarmarkt beitragen könnte, bisher als unbegründet erwiesen.

Die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Schweiz bleiben nach wie vor anspruchsvoll. Die SNB verfolgt die Lage fortlaufend. Unsere jüngsten Analysen und Prognosen werden anlässlich der nächsten geldpolitischen Lagebeurteilung am 10. Dezember publiziert. Generell sind wir der Ansicht, dass die Wirtschaft sich wieder auf einem Weg der moderaten Erholung befindet. Es bleiben jedoch signifikante Abwärtsrisiken. Diese gehen insbesondere

vom fragilen internationalen Umfeld und den Wechselkursentwicklungen aus. Die Inflationsrate ist zurzeit zwar zu tief, aber die wichtigsten Faktoren, die auf die Inflationsrate in der Schweiz drücken, sind vorübergehender Natur. Die mittelfristige Preisstabilität ist nicht in Frage gestellt.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.

Geldpolitik im Jahr 2015 – eine erste Bilanz

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Genf, 19. November 2015

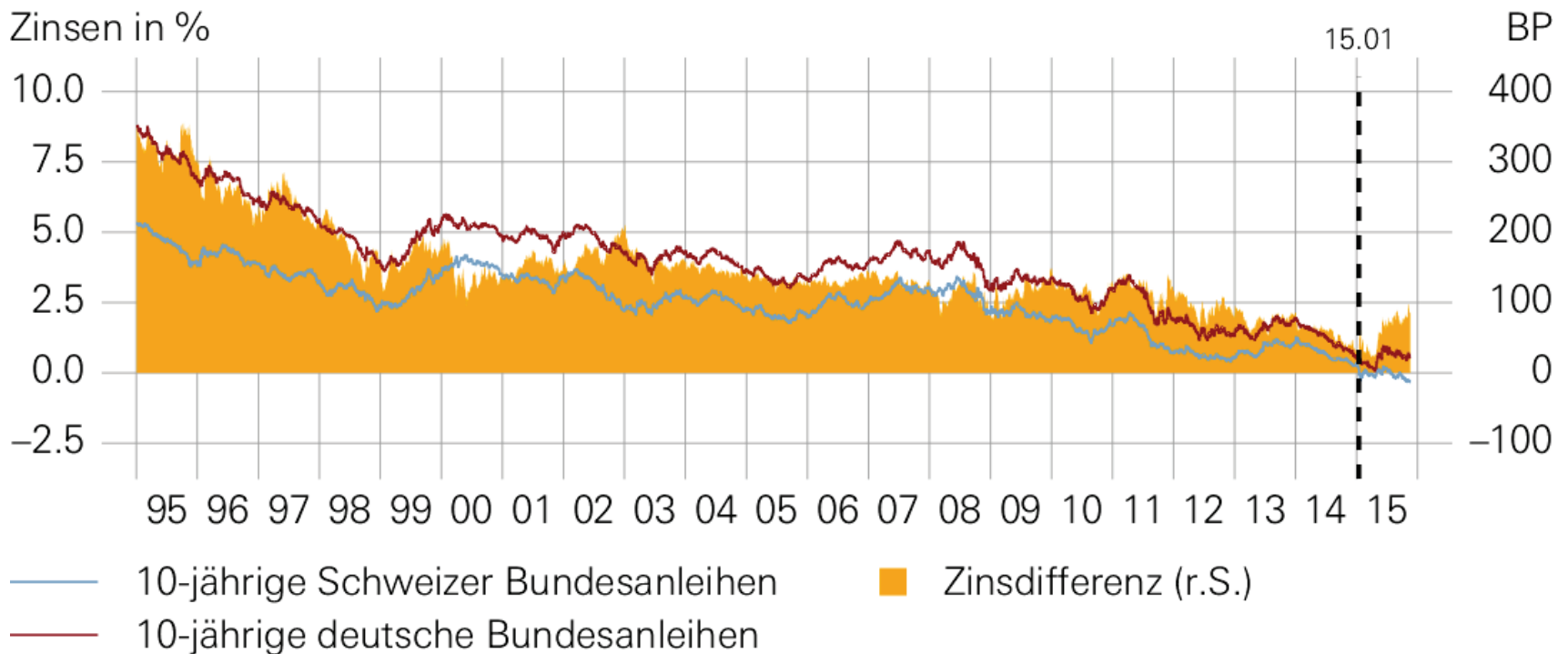
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Der Negativzins stellt die traditionelle Zinsdifferenz teilweise wieder her

ZINSDIFFERENZ

Differenz zwischen deutschen und Schweizer Zinsen

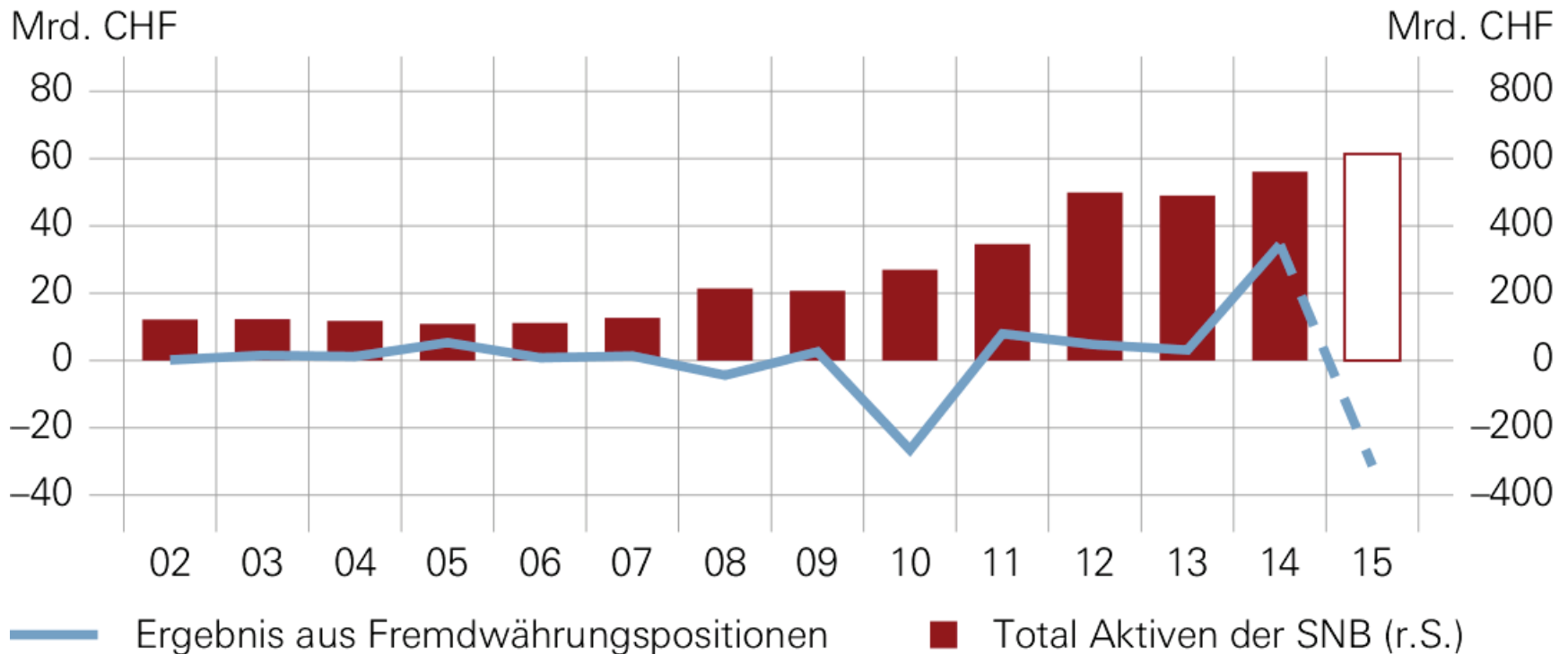


Quellen: SNB, Bloomberg

Die Ergebnisse der SNB sind volatiler geworden

TOTAL DER AKTIVEN UND ERGEBNIS DER SNB

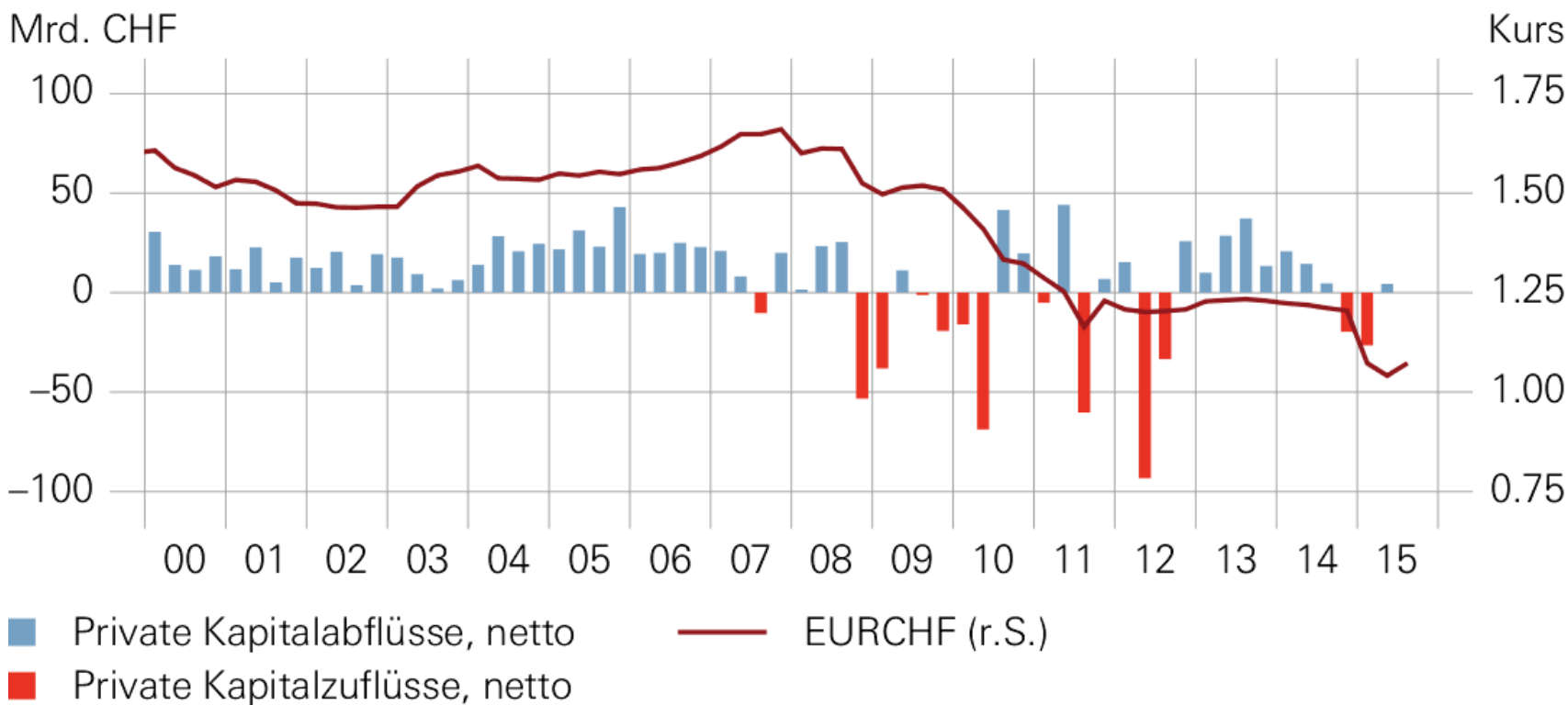
Werte für 2015 sind provisorisch und beinhalten nur die ersten drei Quartale



Quelle: SNB

Die Frankenstärke widerspiegelt private Kapitalzuflüsse

PRIVATE KAPITALFLÜSSE UND EURCHF

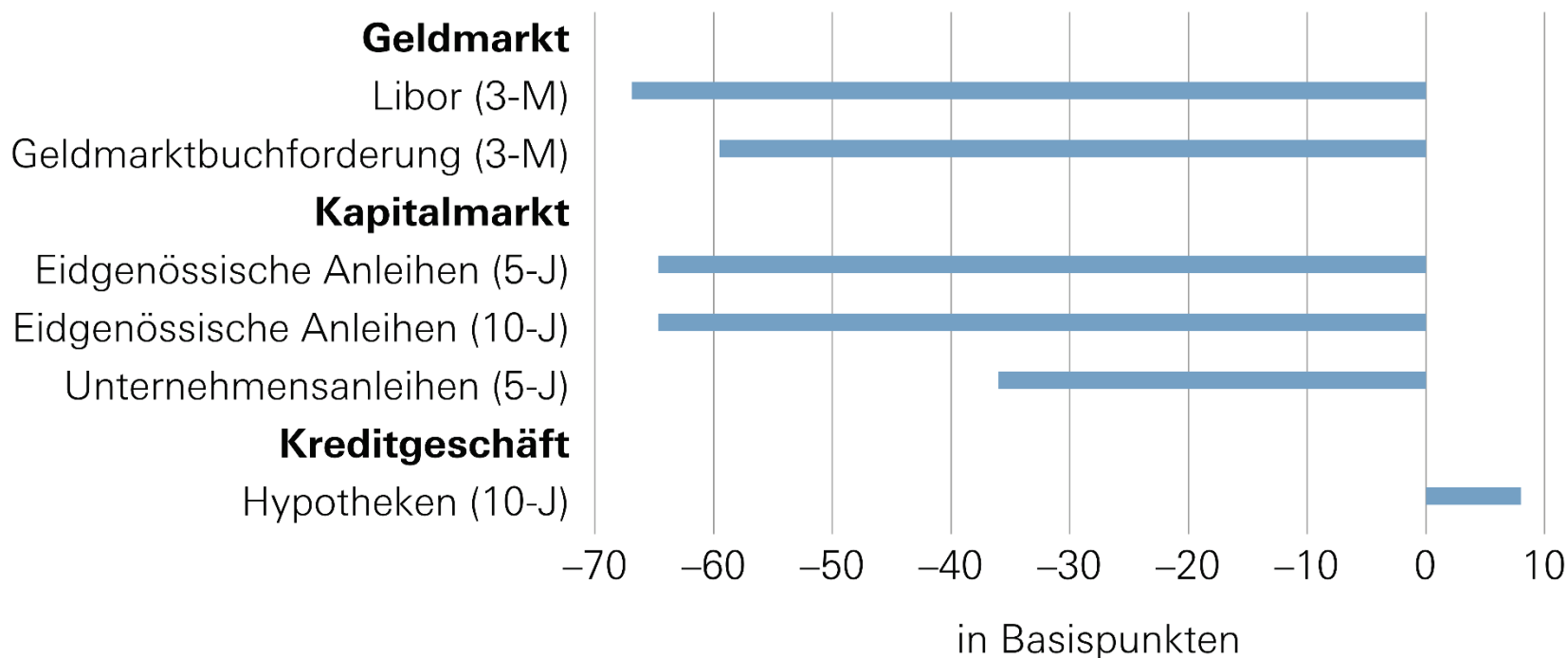


Quellen: SNB, Bloomberg

Übertragung des Negativzinseszinses auf den Geld- und Kapitalmarkt funktioniert bemerkenswert gut

VERÄNDERUNG DER ZINSSÄTZE

Seit Dezember 2014

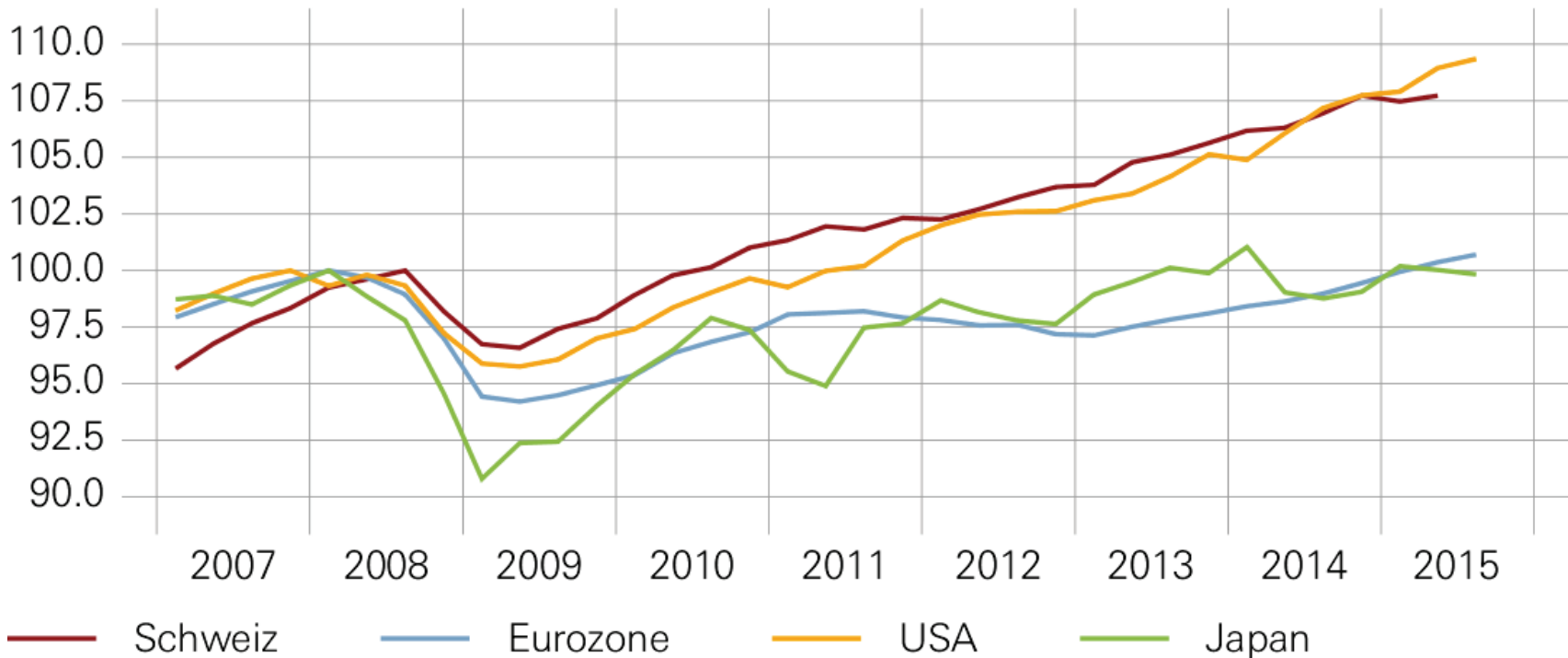


Quellen: SNB, Bloomberg

Die Schweizer Wirtschaft behauptet sich im schwierigen internationalen Umfeld relativ gut

REALES BIP

Index, 100 = Höchststand vor der Krise



Quellen: SNB, Datastream

Die Schweizer Wirtschaft ist ausgesprochen wettbewerbsfähig

WEF GLOBAL COMPETITIVENESS REPORT 2015-16

Rang	Land
1	Schweiz
2	Singapur
3	USA
4	Deutschland
5	Holland
6	Japan
7	Hongkong
8	Finnland
9	Schweden
10	Grossbritannien

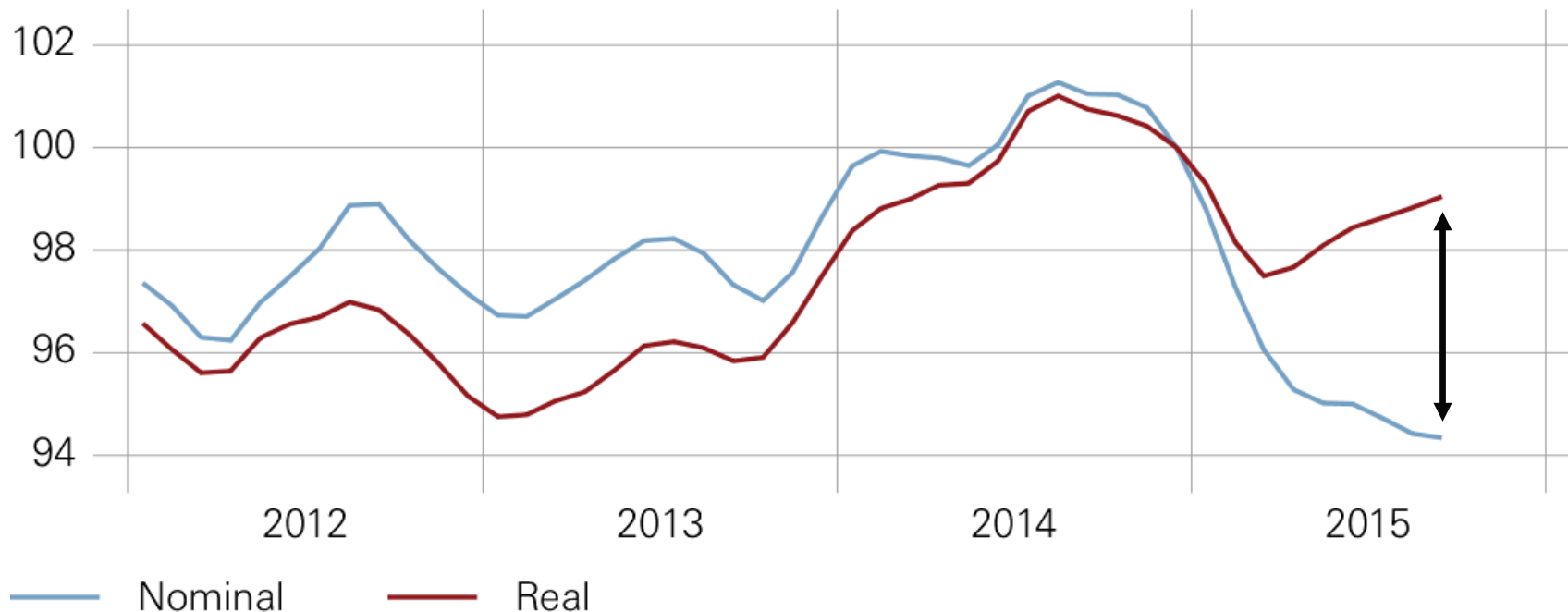


Exporteure haben ihre Gewinnmarge gesenkt, um die realen Exportvolumen aufrechtzuerhalten

SCHWEIZER WARENEXPORTE

Trend-Zyklus-Komponenten

Index, 100 = Dez. 2014

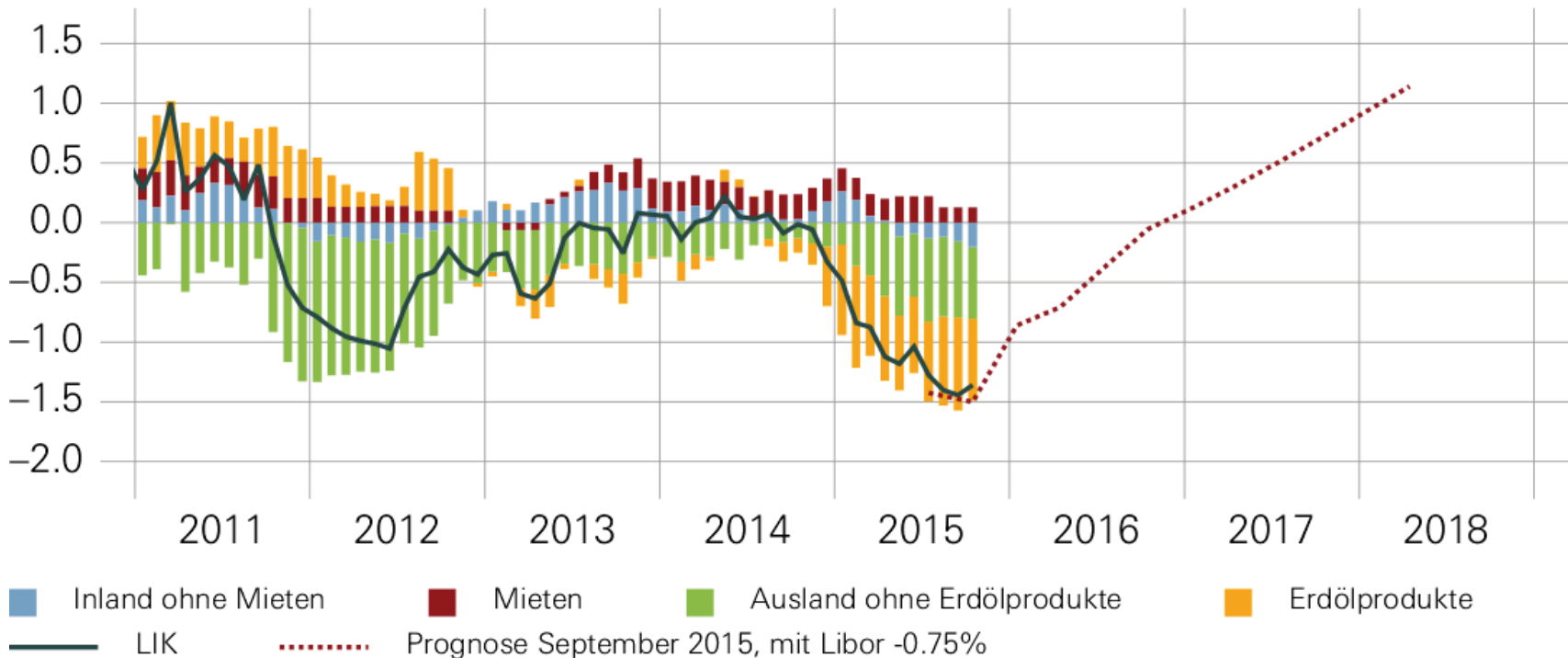


Quellen: SNB, EZV

Die Preisstabilität ist mittelfristig gewährleistet

BEITRÄGE ZUM LIK UND BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

