

## Mediengespräch

Zürich, 10. Dezember 2009

### Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Roth

Im Grossen und Ganzen bleibt unsere Einschätzung der wirtschaftlichen und monetären Lage gegenüber September 2009 unverändert. Die jüngste konjunkturelle und finanzielle Entwicklung entspricht unseren Erwartungen. Die Risiken bleiben hoch. Wir halten deshalb an unserer expansiven Geldpolitik fest.

#### Internationale Wirtschaftsaussichten

Bevor ich die konjunkturellen Aussichten der Schweiz erörtere, möchte ich kurz auf die internationale Wirtschaftsentwicklung eingehen, welche die Lage in unserem Land mitbestimmt.

Die Anzeichen einer globalen Konjunkturerholung haben sich in der zweiten Hälfte des Jahres 2009 verstärkt. Die stete Normalisierung der Bedingungen am Interbanken- und Finanzmarkt einerseits sowie die monetären und fiskalischen Impulse andererseits haben eine Belebung der Produktion begünstigt, insbesondere in der verarbeitenden Industrie.

Die Krise hinterlässt jedoch ein schweres Erbe. Der in den letzten Monaten verzeichnete Aufschwung hängt weitgehend von den staatlichen Interventionen ab und ist noch nicht ausreichend gefestigt. Ausser in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hat die konjunkturelle Erholung die im Jahr 2008 und zu Beginn des Jahres 2009 verzeichneten Einbussen nur teilweise wieder wettgemacht. Allgemein bleibt die Kapazitätsauslastung in der Industrie schwach und der Zugang zu den Krediten in manchen Ländern schwierig. Zudem drücken die Situation am Arbeitsmarkt und die Notwendigkeit, die Ersparnisse wieder aufzubauen, auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte. Wir sind deshalb weiterhin der Auffassung, dass sich das globale Gleichgewicht langsamer wiederherstellen wird und die Unsicherheiten länger andauern werden, als es normalerweise nach einer Rezession der Fall ist.

#### Wirtschaftsaussichten für die Schweiz

Auch die Schweizer Wirtschaft befindet sich auf dem Weg zur Besserung: Das BIP begann im dritten Quartal wieder zu wachsen. Doch in der verarbeitenden Industrie schrumpfte die Wertschöpfung weiter. Zudem ist die Arbeitsnachfrage insgesamt immer noch rückläufig und die Zahl der Arbeitslosen tendiert nach oben.

Für 2010 gehen wir von einer moderaten Aufschwung aus. Die nur gering zunehmenden Einkommen der privaten Haushalte werden das Wachstum des privaten Konsums bremsen.

Zürich, 10. Dezember 2009

2

Die Exporte werden von der graduellen Erholung der Auslandnachfrage profitieren. Somit dürfte die Produktion in der verarbeitenden Industrie wieder anziehen, allerdings nicht in jeder Branche gleich stark. Insbesondere im Bereich der Ausrüstungsgüter dürfte der Bestellungseingang unter den weltweiten Überkapazitäten leiden. Auch in der Schweiz wird der Produktionsanstieg in der verarbeitenden Industrie nicht gross genug sein, um die übermässigen Kapazitäten abzubauen. Folglich dürfte eine Verbesserung der Lage bei den Ausrüstungsinvestitionen noch mehrere Quartale auf sich warten lassen, und in der verarbeitenden Industrie könnte es zu einem Abbau von Arbeitsplätzen kommen. Im Baugewerbe hingegen, wo die Kapazitätsauslastung mehr als zufriedenstellend ist, dürfte sich die Nachfrage stabilisieren.

Für das gesamte Jahr 2010 geht die Nationalbank von einer realen BIP-Zunahme von 0,5% bis 1% aus, nach einem Rückgang von etwa 1,5% im Jahr 2009.

### **Entwicklung der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen**

Insgesamt widerspiegeln die monetären Rahmenbedingungen unsere expansive Geldpolitik, besonders aber, wenn man die Zinssätze und die Geldaggregate in Betracht zieht.

Der Libor liegt nun bei 25 Basispunkten; dies entspricht dem seit März anvisierten Niveau, das als Untergrenze betrachtet werden kann. Weil es unmöglich war, ein noch tieferes Niveau anzupeilen, griffen wir im vergangenen März zu anderen Instrumenten, um die Geldpolitik so stark zu lockern, wie es die Umstände erforderten.

Die Lockerung der monetären Bedingungen ist insbesondere über den Zinskanal erfolgt. In der Tat sind die Kreditprämien am Kapitalmarkt seit Jahresbeginn kontinuierlich zurückgegangen. Da die Renditen auf Bundesanleihen tief geblieben sind, haben sich auch die Renditen der übrigen langfristigen Anleihen tendenziell nach unten angepasst. Die Finanzierung der Unternehmen durch Anleihen am Kapitalmarkt ist somit günstiger geworden. Die uns zur Verfügung stehenden Zahlen zeigen ausserdem, dass mit der Senkung des Libors auch die Finanzierung über Bankkredite attraktiver wurde. Die Zinssätze sind real, also unter Berücksichtigung der erwarteten Preisentwicklung, sogar noch tiefer.

Der handelsgewichtete Aussenwert des Frankens ist leicht gestiegen, was auf die Schwäche des US-Dollars in jüngerer Zeit zurückzuführen ist. Gegenüber dem Euro hingegen ist der Franken stabil geblieben; dies zeugt von der Wirksamkeit unserer seit März verfolgten Geldpolitik. Eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro würde der Lockerung der monetären Bedingungen entgegenwirken, die über die Zinssätze erreicht worden ist. Deshalb wird die Nationalbank eine übermässige Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entschieden bekämpfen.

Die Analyse der monetären Bedingungen kann zu falschen Schlüssen verleiten, wenn sie auf Preise abstellt, die wie jetzt der Libor auf Schranken stossen. Die mengenmässige Analyse – Geld und Kredite – spielt deshalb unter den aktuellen Umständen eine besondere Rolle.

Zürich, 10. Dezember 2009

3

Die Notenbankgeldmenge verzeichnete eine starke Zunahme ab Oktober 2008, also nachdem der Konkurs von Lehman Brothers eine neue Phase der Finanzkrise eingeläutet hatte. Wir haben dem Interbankenmarkt genügend Liquidität zugeführt, um eine wachsende Nachfrage in einem von Unsicherheiten geprägten Umfeld zu befriedigen und damit jeglichem Anstieg der Zinsen am Geldmarkt vorzubeugen. Inzwischen ist die Nachfrage nach Notenbankgeld als Vorsichtsmassnahme zurückgegangen und wir haben die Liquidität entsprechend reduziert. So ist die Notenbankgeldmenge gegenüber dem im April erreichten Höchststand um 28% gesunken. Der Stand der Giro Guthaben hingegen ist immer noch fast zehnmal höher als vor der Krise. Dies birgt die Gefahr einer übermässigen Geldschöpfung, wenn das Vertrauen einmal wiederhergestellt ist.

Die monetären Bedingungen sollten nicht in Bezug auf die Liquidität innerhalb des Bankensektors beurteilt werden, sondern eher aufgrund der Liquidität der privaten Haushalte und der Unternehmen, also aufgrund der Geldaggregate. Die Geldmenge M3 verzeichnet ein Wachstum, das lange Zeit moderat war, sich nun im Oktober im Vorjahresvergleich aber auf 7,7% beschleunigt hat. Die Geldaggregate M1 und M2 steigen sehr stark an. Diese Wachstumsraten haben keine allzu hohe Bedeutung, denn die Öffentlichkeit zieht wegen der mit der Krise einhergehenden Unsicherheiten Liquidität vor und die Zinssätze sind extrem tief. Es ist deshalb angezeigt, die Übertragung der monetären Impulse über die Kredite zu analysieren.

Die Auswirkungen der Geldpolitik lassen sich besonders gut aus der Entwicklung der Hypothekarkredite ersehen. Weshalb? Hypothekarkredite werden vorwiegend zur Finanzierung von Projekten im Immobiliensektor verwendet. Die Renditen solcher Investitionen, die naturgemäss langfristig sind, hängt stark von den Zinssätzen ab. Diese Relation hat sich einmal mehr bewahrheitet: Sobald wir die Zinssätze senkten, verzeichneten die Hypothekarkredite eine raschere Zunahme. Die Wachstumsrate erreichte im November 2008 mit 3,2% einen Tiefpunkt, stieg dann ununterbrochen bis auf 5,1% im Oktober 2009 an. Die übrigen Frankenkredite verzeichneten im Oktober einen Wachstumsrückgang um 0,3%, was in Zeiten schwacher wirtschaftlicher Aktivität normal ist. Insgesamt legten die Kredite an private Haushalte und an grosse und kleine Unternehmen in den vergangenen Monaten weiter zu, da das Wachstum bei den Hypothekarkrediten die Abnahme bei den übrigen Krediten bei weitem kompensierte.

Gemäss dem letzten Bank Lending Survey, einer von der SNB bei Banken durchgeführten Umfrage über die Kreditbedingungen, könnte die Phase der Verschärfung der Kreditbedingungen zu Ende gehen. Der Anteil der Institute, die eine leichte zusätzliche Verschärfung für Kredite an Unternehmen melden, ist sehr drastisch gesunken; er beträgt nun 3%, verglichen mit 40% bei der letzten Umfrage. Auch die privaten Haushalte scheinen von einer solchen Entwicklung zu profitieren. Zurzeit meldet keine einzige Bank eine Verschärfung der Kreditstandards für private Haushalte, während im letzten Quartal die Konditionen von 50% der Banken bei nicht hypothekarischen Krediten und von 20% der Banken bei hypothekarischen Krediten eine leicht stärkere Verschärfung verzeichnet hatten.

Zürich, 10. Dezember 2009

4

Aus dem Bank Lending Survey geht zudem hervor, dass sich die Nachfrage nach Krediten stabilisiert hat. Der Anteil der Banken, die eine steigende Nachfrage nach Hypotheken seitens der privaten Haushalte melden, hat von 40% zu Beginn des Jahres auf nun 10% abgenommen.

Die Lage in der Schweiz unterscheidet sich also stark von jener in anderen Ländern. Wir kennen keinen Credit Crunch. Im Gegenteil, wir verzeichnen einen kräftigen Anstieg des Hypothekarvolumens. Es gibt auch Anzeichen, dass die Bedingungen bei Hypotheken gelockert wurden. An dieser Stelle möchten wir sowohl die Banken als auch die Unternehmen und privaten Haushalte vor den Risiken warnen, die eine Lockerung der Disziplin bei der Immobilienfinanzierung mit sich bringt.

### **Teuerungsaussichten**

Die Geldpolitik beeinflusst die mittel- und langfristigen Teuerungsaussichten, doch auf die kurzfristigen Vorgänge hat sie kaum Einfluss, was anhand der Entwicklung in den zwei letzten Jahren beispielhaft belegt werden kann. Die Inflation kletterte im Juli 2008 auf einen Höchstwert von 3,1% und fiel im Juli dieses Jahres auf -1,2% hinunter. Dieser Verlauf widerspiegelt die Ausschläge der Erdölpreise, welche im Juli 2008 bei 145 US-Dollar pro Fass und im Dezember 2008 bei 35 US-Dollar lagen. Dass Inflationsschwankungen nur vorübergehend sein würden, war von unseren Inflationsprognosen korrekt angezeigt worden. Angesichts des Zeitraums, den die Geldpolitik braucht, bis sie wirksam ist, wäre es nutzlos gewesen, diese Schwankungen zu glätten.

Die Inflationsentwicklung wird auch in nächster Zeit weitgehend durch die jüngsten Schwankungen der Erdölpreise und die damit verbundenen Basiseffekte bestimmt sein. Die Teuerung wird bereits ab Ende dieses Jahres wieder positive Wachstumsraten aufweisen. Diese Situation ist zum grossen Teil auf einen Basiseffekt zurückzuführen, der mit dem Erdölpreis zusammenhängt, der letzten Dezember auf einen Tiefstwert von 35 US-Dollar pro Fass fiel. Die Inflation wird dann aber nach unten tendieren, obwohl sich die Konjunktur erholt. Die Wirtschaftsaktivität bleibt schwach und wird nur langsam auf ihr normales Niveau zurückkehren. Die Inflation wird jedoch auch Ende 2010 noch positiv sein. Unsere neue Inflationsprognose, die auf einer unveränderten Geldpolitik beruht, zeigt, dass die Teuerung Anfang 2011 zu steigen beginnt und im ersten Halbjahr 2012 die 2%-Marke erreicht. Der expansive Kurs unserer Geldpolitik kann nicht endlos weitergeführt werden, ohne Inflationsrisiken einzugehen.

Die Inflationsprognose ist immer noch mit grossen Unsicherheiten behaftet. Die Weltwirtschaft könnte sich schlechter entwickeln, als wir es einleitend dargestellt haben. Die Finanzkrise könnte wieder aufflackern.

### **Der geldpolitische Entscheid**

Die Inflationsaussichten haben sich gegenüber der Lagebeurteilung vom September nicht geändert. Sie zeigen, dass die expansive Geldpolitik nicht während der drei nächsten Jahre weitergeführt werden kann, da die längerfristige Preisstabilität gefährdet wäre. Doch eine

Zürich, 10. Dezember 2009

5

rasche Korrektur der Geldpolitik wäre verfrüht, denn die Inflationsaussichten bleiben mit Abwärtsrisiken behaftet. Sollten sich diese Risiken bestätigen, könnte die Deflationsgefahr wieder aufflammen. Diese Unsicherheiten bestehen sowohl bezüglich der Weltkonjunktur als auch hinsichtlich der Erholung des Finanzsektors. Unter diesen Umständen nimmt die Nationalbank eine vorsichtige Haltung ein und behält ihren geldpolitischen Kurs bis auf weiteres unverändert bei.

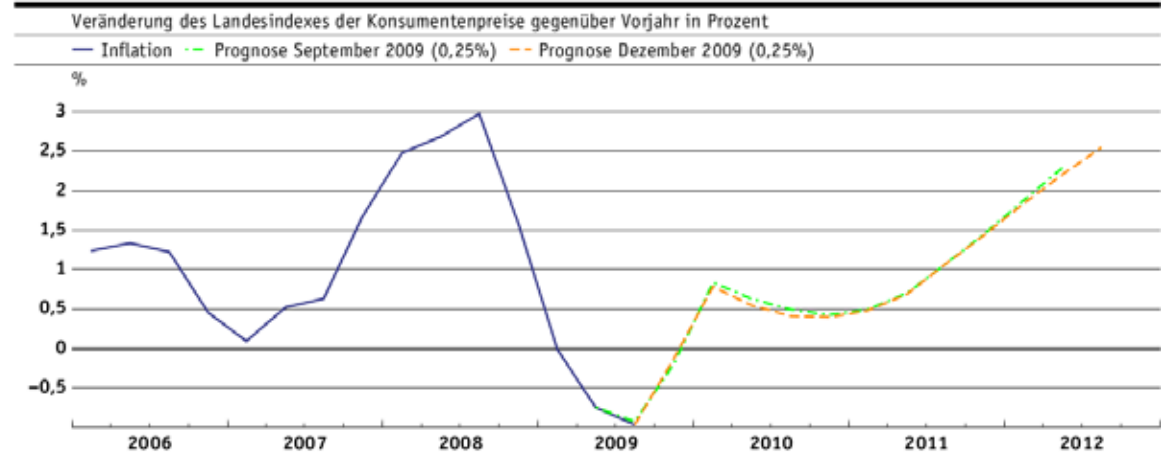
### **Verstärkung der Rückstellungen der Nationalbank**

Am 4. Dezember hat der Bankrat der Nationalbank beschlossen, die Eigenmittelausstattung des Noteninstituts zu verstärken und hierzu die Zuweisung an die Rückstellungen während der nächsten fünf Jahre zu verdoppeln. Dieser Entscheid ist auf die erhöhten Markt- und Kreditrisiken zurückzuführen, welche in der Bilanz der Nationalbank enthalten sind (Schaffung des SNB StabFunds und Erhöhung der Devisenreserven). Angesichts der gut dotierten Ausschüttungsreserve und der voraussichtlichen Ergebnisse für das Jahr 2009 sollte diese Massnahme die Gewinnausschüttung von 2,5 Milliarden Franken pro Jahr an Bund und Kantone, wie sie bis 2017 vorgesehen ist, nicht beeinträchtigen. Thomas Jordan, Vorsteher des III. Departements, wird das Thema in seinen Einleitenden Bemerkungen detaillierter erläutern.

Zürich, 10. Dezember 2009

6

**Inflationsprognose September 2009 mit Libor 0,25% und Dezember 2009 mit Libor 0,25%**



**Beobachtete Inflation Dezember 2009**

	2006				2007				2008				2009				2006	2007	2008
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Inflation	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97		1,1	0,7	2,4

**Inflationsprognose September 2009 mit Libor 0,25% und Dezember 2009 mit Libor 0,25%**

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Prognose September 2009, Libor 0,25%					-0,92	-0,20	0,84	0,63	0,50	0,43	0,49	0,70	1,07	1,46	1,87	2,28	-0,5	0,6	0,9
Prognose Dezember 2009, Libor 0,25%					-0,13	0,79	0,54	0,41	0,40	0,48	0,69	1,07	1,45	1,84	2,20	2,55	-0,5	0,5	0,9