

**Sperrfrist: 7. Februar 2012, 12.15 Uhr**

# **2012 – Schweizer Geldpolitik in unsicheren Zeiten**

Thomas J. Jordan\*

Vizepräsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Swiss-American Chamber of Commerce  
Genf, 7. Februar 2012

---

\*Der Referent dankt Claudia Strub und Till Ebner für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Enzo Rossi und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

## Einleitung

Seit letztem Sommer leidet die Schweiz erheblich unter den Auswirkungen der ungünstigen Entwicklungen in der Weltwirtschaft, insbesondere unter der verschärften Schuldenkrise in der Eurozone. Die Unsicherheit in Bezug auf die Schuldenkrise führte während der Sommermonate zu einer massiven Aufwertung des Schweizer Frankens. Die Suche der Investoren nach sicheren Anlagen gipfelte darin, dass der Franken Anfang August 2011 gegenüber dem Euro ein Allzeithoch erklomm. Dies stellte eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft dar und barg das Risiko einer deflationären Entwicklung. In der Folge legte die Schweizerische Nationalbank (SNB) Anfang September einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest, was die Überbewertung des Frankens bis zu einem gewissen Grad korrigierte. Diese Massnahme hat exportorientierten Unternehmen die Investitionsplanung erleichtert. Zudem konnte das Risiko einer deflationären Entwicklung sowie schwerwiegender struktureller Schäden der Schweizer Volkswirtschaft reduziert werden. Ohne diese geldpolitische Massnahme hätten die massive Überbewertung und die hohe Volatilität des Frankens wahrscheinlich Bestand gehabt.

Trotzdem ist die Lage für weite Teile der Wirtschaft weiterhin äusserst schwierig, denn auch beim aktuellen Kurs ist der Franken immer noch sehr stark. Wir erwarten, dass er sich über die Zeit abschwächen und auf ein Niveau fallen wird, das mehr mit den ökonomischen Fundamentalwerten im Einklang steht. Wie die Wirtschaftszahlen zeigen, hat sich die Konjunktur im dritten Quartal 2011 markant verlangsamt, insbesondere die Exporte gingen deutlich zurück. Zusätzlich zur Problematik des starken Frankens haben sich die globalen Wirtschaftsaussichten verschlechtert, und es dominieren Abwärtsrisiken. Angesichts dieses schwierigen Umfelds werden wir den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro unverändert mit aller Entschlossenheit verteidigen. Dies gilt jederzeit, vom Augenblick der Eröffnung der Börsen am Montag in Sydney bis hin zum Börsenschluss in New York am Freitag. Wir tolerieren am relevanten Interbankenmarkt keinen Geschäftsabschluss unter dem Mindestkurs. Wir sind vorbereitet, falls nötig unbeschränkt Devisen zu kaufen, um den Mindestkurs durchzusetzen. Darüber hinaus stehen wir bereit, weitere Massnahmen zu ergreifen, falls die Wirtschaftsaussichten und die Deflationsrisiken es erfordern.

Um das Grundprinzip unserer aktuellen Geldpolitik etwas genauer zu erläutern, möchte ich Ihnen im Folgenden kurz unsere Einschätzung der globalen Wirtschaftsentwicklung und die Risiken für die Schweizer Volkswirtschaft darlegen.

### **Gedämpfter globaler Ausblick und hohe Abwärtsrisiken**

In unserem Basisszenario erwarten wir eine gedämpfte Entwicklung der Weltwirtschaft. Die aufstrebenden Volkswirtschaften bilden weiterhin eine Wachstumsstütze. Aber auch das Wachstum in China und Indien – den wirtschaftlich wichtigsten Volkswirtschaften des aufstrebenden Asiens – bleibt aufgrund der vorangegangenen geldpolitischen Straffung, hoher Inflation und schwacher Auslandsnachfrage unter dem Potenzial. In den USA legen die jüngsten Daten nahe, dass sich die Lage leicht aufgehellt hat. Dies darf jedoch nicht darüber hinwegtäuschen, dass die US-Konjunktur nur schleppend vorankommt. Die Arbeitslosigkeit ist immer noch hoch, und das fiskalische Umfeld wirkt weiterhin restriktiv. In der Eurozone – der für die Schweiz mit Abstand wichtigste Handelspartner – hat sich der Ausblick seit dem Herbst deutlich eingetrübt. Die Unsicherheit über eine Eskalation der Schuldenkrise bleibt bestehen. Vor diesem Hintergrund wird die Eurozone zu Beginn von 2012 voraussichtlich eine milde Rezession durchlaufen.

Dieser kurze Überblick führt uns deutlich vor Augen: Wir leben nach wie vor in einer Welt mit beträchtlichen Abwärtsrisiken. Daher könnte sich die globale Wirtschaft schwächer entwickeln als oben beschrieben. Ein Risiko ist beispielsweise, dass die Wachstumsverlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften stärker ausfällt. Dies würde den Abschwung in der Eurozone beschleunigen. Ein anderes Risiko besteht darin, dass die Konsolidierung der Staatsschulden in den USA das Wachstum stärker belasten könnte als heute angenommen. Das Hauptrisiko für die globale Entwicklung ist und bleibt aber ohne Zweifel eine mögliche weitere Eskalation der europäischen Schuldenkrise. Sollte sich dieses Risiko realisieren, hätte dies schwerwiegende Konsequenzen für das internationale Finanzsystem und in der Folge für die globale Wirtschaft.

## **Wirtschaftsausblick für die Schweiz**

Kehren wir zurück in die Schweiz: Wie sieht hier unser Wirtschaftsausblick aus, vor dem Hintergrund eines Basisszenarios einer nur schwach wachsenden Weltwirtschaft?

Nach zwei Jahren mit einer vergleichsweise robusten Erholung erwarten wir, dass die Schweizer Wirtschaft 2012 eine deutliche Wachstumsverlangsamung zu gewärtigen hat. Die Lage bleibt für unsere Wirtschaft sehr anspruchsvoll. Zum einen beeinträchtigt der immer noch sehr starke Franken die Exportwirtschaft. Unternehmen leiden unter Margenschwund. Falls die schwierige Wechselkursituation anhält, könnten Unternehmen die Auslagerung von Produktionskapazitäten ins Ausland in Betracht ziehen. Zum anderen wird die nachlassende Auslandnachfrage, wie wir sie in unserem globalen Basisszenario unterstellen, wahrscheinlich die Investitionstätigkeit und die Arbeitsnachfrage in den kommenden Quartalen belasten. Obwohl einige Indikatoren jüngst auf eine gewisse Stabilisierung hindeuten, gehen wir davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft in den nächsten Quartalen nur schwach wachsen wird.

Darüber hinaus besteht allerdings, wie bereits erwähnt, ein hoher Grad an Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft. Davon ist auch die Schweizer Wirtschaft betroffen, die in besonderem Ausmass von den wirtschaftlichen Bedingungen in der Eurozone abhängig ist. Falls das Risikoszenario einer weiteren Eskalation der Schuldenkrise eintritt, würde sich die Wirtschaftsaktivität in der Schweiz deutlich ausgeprägter verlangsamen als eben beschrieben. Eine solche Entwicklung wäre mit erheblichen Deflationsgefahren verbunden.

## **Aktuelle Schweizer Geldpolitik**

Angesichts dieses sehr unsicheren Ausblicks wird die SNB – mehr denn je – den Mindestkurs jederzeit mit aller Entschlossenheit durchsetzen. Wir lassen es nicht zu, dass sich der Franken weiter aufwertet. Daher müssen wir unsere gegenwärtige Geldpolitik weiterführen, insbesondere da die Zinsen bereits nahe null liegen. Wir sind dazu bereit, wenn nötig unbeschränkt Devisen zu kaufen. Zudem stehen wir bereit, weitere Massnahmen zu ergreifen, wenn der Wirtschaftsausblick und die Deflationsrisiken es erfordern. Mit der Festlegung des Mindestkurses haben wir uns für eine einfache und klare Massnahme

entschieden, die wir mit aller Konsequenz durchsetzen. Aus genau diesen Gründen ist der Mindestkurs für die Märkte seither absolut glaubwürdig.

Bevor ich zum Schluss meiner Ausführungen komme, möchte ich auf zwei mögliche Nebeneffekte eingehen, die im Zusammenhang mit unserer gegenwärtigen Geldpolitik oft diskutiert werden.

Einerseits, so wird geltend gemacht, könnte die signifikante Erhöhung der Liquidität seit August 2011 längerfristig wachsende Inflationsrisiken mit sich bringen. Angesichts der Wirtschaftslage war aber die Ausweitung des Liquiditätsangebots eine notwendige Antwort der Geldpolitik. Es gibt in der Schweiz auf absehbare Zeit überhaupt keine Inflationsgefahren. Erstens bewegt sich die Inflationsrate seit Oktober des letzten Jahres im negativen Bereich und ist seither weiter gefallen. Es ist anzunehmen, dass dieser Trend zu Beginn des laufenden Jahres anhält. Zweitens zeigen weder unsere Inflationsprognosen noch die mittelfristigen Inflationserwartungen, die wir mittels Umfragen bei Haushalten und Unternehmen erheben, irgendwelche Anzeichen von Inflation. Die SNB sieht somit vorderhand keinerlei Notwendigkeit, das Niveau der Liquidität zu reduzieren.

Andererseits könnte eine lange Periode sehr tiefer Zinsen zu Ungleichgewichten auf den inländischen Kredit- und Immobilienmärkten führen, was mit erheblichen Risiken für die Finanzstabilität verbunden sein könnte. Wir sind uns dieser Risiken sehr wohl bewusst und analysieren sie sehr gründlich. Allerdings können aufgrund der ausserordentlichen geldpolitischen Lage die Zinsen nicht erhöht werden, um diesen Gefahren zu begegnen. Mit anderen Worten: Aktuell kann die Geldpolitik nicht mit ihren herkömmlichen Instrumenten auf solche Ungleichgewichte reagieren. Deshalb wird der Bundesrat bald über die Einführung sogenannter makroprudenzieller Massnahmen entscheiden, die – wenn nötig – eingesetzt werden können, um mögliche Verzerrungen am Kredit- und Immobilienmarkt zu mildern.

## **Fazit**

Die globalen Wachstumsperspektiven bleiben gedämpft. Zusammen mit dem weiterhin starken Franken belastet dies die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft. Obwohl einige Indikatoren jüngst auf eine gewisse Stabilisierung hindeuten, gehen wir davon aus, dass die Schweizer Wirtschaft in den nächsten Quartalen nur schwach wachsen wird. Der Unsicherheitsgrad in Bezug auf die globale Wirtschaftsentwicklung bleibt ungewöhnlich

hoch, auch historisch betrachtet. Die Abwärtsrisiken – vor allem im Zusammenhang mit der Gefahr einer weiteren Eskalation der europäischen Schuldenkrise – sind erheblich. Falls ein solches Szenario eintritt, würde sich die Wirtschaftsaktivität in der Schweiz wahrscheinlich deutlich ausgeprägter verlangsamen als heute absehbar.

Trotz dieses eher trüben Gesamtbildes und der grossen Risiken sollten wir nicht vergessen, dass es durchaus auch Potenzial für positivere Entwicklungen gibt. Beispielsweise könnten die Unsicherheiten markant reduziert werden, wenn sich die Politik in Europa bald glaubwürdig einer nachhaltigen Lösung verpflichten würden. In einem solchen Szenario ginge die Nachfrage für sichere Finanzanlagen im Allgemeinen und für Anlagen in Schweizer Franken im Besonderen zurück.

Da derzeit jedoch die Abwärtsrisiken klar überwiegen, wird die SNB den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen. Aufgrund der gegebenen ausserordentlichen Umstände ist dies eine notwendige Massnahme, um unser Mandat zu erfüllen.