

Referat von Prof. Dr. Thomas J. Jordan,  
Präsident des Direktoriums,  
an der Generalversammlung der Aktionäre  
der Schweizerischen Nationalbank vom 27. April 2012

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Auch aus geldpolitischer Sicht hat die Schweizerische Nationalbank ein weiteres schwieriges Jahr hinter sich. Die Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise löste 2011 eine massive Aufwertung des Schweizer Frankens aus. Die Nationalbank musste darauf rasch mit aussergewöhnlichen Massnahmen reagieren, um grossen Schaden von der Schweizer Wirtschaft abzuwenden und um eine drohende deflationäre Entwicklung zu verhindern.

In meinen Ausführungen möchte ich Ihnen zu Beginn einen Rückblick auf die Konjunktur-entwicklung und die Geldpolitik im Jahr 2011 geben. Anschliessend stelle ich Ihnen unsere Einschätzung der globalen Wirtschaftsaussichten und deren Auswirkungen auf die Schweizer Konjunktur vor. Dabei werde ich auch auf die Aussichten für die Preisstabilität eingehen. Zum Schluss würde ich Ihnen gerne die Überlegungen der Nationalbank zur aktuellen Geldpolitik erläutern. Doch lassen Sie mich mit dem Rückblick beginnen.

### **Rückblick 2011**

Das Jahr 2011 begann für unser Land aus konjunktureller Sicht durchaus positiv. Die Wirtschaftsaktivität war insgesamt lebhaft, und die Situation am Arbeitsmarkt verbesserte sich weiter. Trotz der 2010 erfolgten Frankenaufwertung entwickelten sich die Warenexporte in den ersten Monaten robust.

Die Erholung der Weltwirtschaft geriet jedoch im Frühjahr 2011 ins Stocken. Mehrere Faktoren waren dafür verantwortlich. So liessen die Impulse der Fiskalpolitik in gewichti-

gen Industriestaaten nach. Zudem litt das globale Wirtschaftswachstum vor allem im zweiten Quartal unter den Folgen der japanischen Erdbeben- und Flutkatastrophe. Wegen der zerstörten Produktionsanlagen für wichtige elektronische Zwischenprodukte kam es weltweit zu erheblichen Lieferproblemen und damit zu Produktionsausfällen. Schliesslich nahmen auch die Sorgen um die fiskalischen Probleme in vielen Industrieländern zu. Insbesondere das Risiko einer Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise hing wie ein Damoklesschwert über der globalen Konjunkturentwicklung.

Tatsächlich eskalierte die Schuldenkrise in der zweiten Jahreshälfte. Während anfangs nur die kleinen Peripherie-Staaten der Eurozone wegen ihrer hohen Verschuldung Probleme hatten, erfasste der Vertrauensverlust zunehmend auch die grösseren Länder Europas. Parallel dazu wuchs die Sorge um die Stabilität der europäischen Banken.

Angesichts dieser Entwicklung erhöhte sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten im zweiten Halbjahr rasant. Gleichzeitig nahm die Nachfrage nach sicheren Anlagen sprunghaft zu. Zu diesen zählt, wie wir alle wissen, der Schweizer Franken. Der Franken hatte bereits im zweiten Quartal an Wert gewonnen. Zwischen Juli und Anfang August wertete er sich jedoch innert kürzester Zeit sehr stark auf. Im August 2011 verzeichnete der Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar ein Allzeithoch, und dies sowohl nominal als auch real betrachtet.

Meine Damen und Herren, im August 2011 war der Franken nach allen Massstäben massiv überbewertet. Praktisch im gleichen Zeitraum hatte sich zudem das internationale Konjunkturmilieu deutlich eingetrübt. Diese Situation stellte eine akute Bedrohung für unsere Wirtschaft dar und barg das Risiko einer deflationären Entwicklung. Die Nationalbank reagierte daher rasch und nahm am 3. August eine ausserordentliche Zinssenkung vor. Zudem weitete sie ab diesem Zeitpunkt die Frankenliquidität in mehreren Schritten in einem noch nie dagewesenen Umfang aus, mit dem Ziel, den Franken zu schwächen.

Insgesamt zeigten die Liquiditätsmassnahmen die erwartete Wirkung. Sie führten zu deutlich tieferen, zeitweise sogar negativen Zinsen am Frankengeldmarkt. Dies schwächte tendenziell die Attraktivität von Frankenanlagen. Der Aufwärtstrend des Frankens gegenüber dem Euro konnte denn vorerst auch gebrochen werden. Allerdings blieb der Wechsel-

kurs als Folge der anhaltend negativen Meldungen aus dem Ausland sehr volatil, und Ende August wertete sich der Franken erneut auf. In einem Marktumfeld, das wegen der europäischen Staatsschuldenkrise äusserst unsicher und nervös war, reichten die Liquiditätsmassnahmen schliesslich nicht mehr aus, um die Frankenaufwertung zu stoppen.

Diese Einsicht veranlasste die Nationalbank, eine in jeder Hinsicht ausserordentliche Massnahme zu ergreifen: Am 6. September legte sie einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Sie erklärte, dass sie diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen werde und bereit sei, dazu unbeschränkt Devisen zu kaufen. Diese Politik ist bis heute uneingeschränkt gültig.

Das verschlechterte internationale Umfeld sowie die Wechselkursentwicklung im Juli und August hatten zusehends Spuren in der Schweizer Volkswirtschaft hinterlassen. So schwächte sich die Wirtschaftsaktivität im Verlauf von 2011 deutlich ab, und der Druck auf die Gewinnmargen verstärkte sich in vielen Branchen weiter. In den vergangenen Monaten gibt es nun aber vermehrt Anzeichen dafür, dass sich die Konjunkturlage in der Schweiz dank des Mindestkurses stabilisiert hat.

Somit hat sich der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro bislang bewährt. Er hat die massive Überbewertung des Frankens reduziert. Zudem konnten die zuvor extremen Wechselkursbewegungen verringert werden. Dies hat die Planungssicherheit für die Schweizer Wirtschaft erhöht. Der realwirtschaftliche Schaden der Frankenaufwertung konnte damit klar begrenzt werden.

Neben dem Wechselkurs ist für das künftige Wirtschaftswachstum in unserem Land jedoch einmal mehr ausschlaggebend, wie sich die Weltwirtschaft weiter entwickeln wird. Daher möchte ich Ihnen als nächstes unsere Einschätzung der globalen Wirtschaftsaussichten darlegen.

### **Konjunkturaussichten und Aussichten für die Preisstabilität**

Die jüngsten Konjunkturdaten weisen auf eine Fortsetzung der weltwirtschaftlichen Erholung hin. Die Wachstumsraten dürften im Vergleich mit typischen Erholungsphasen aber eher gering ausfallen. Namentlich der Entschuldungsprozess privater Haushalte in den

USA und die Konsolidierung der Staatsfinanzen in mehreren europäischen Ländern wirken sich kurzfristig bremsend auf die Wirtschaftsaktivität aus. Dennoch sollte die Erholung allmählich etwas an Kraft gewinnen.

Es ist allerdings keineswegs sicher, dass dieses moderat positive Szenario für die globale Konjunktur eintreten wird. Das internationale Umfeld bleibt von sehr hoher Unsicherheit geprägt. Das grösste Risiko stellt nach wie vor die europäische Staatsschuldenproblematik dar. So ist es ungewiss, ob die bisher ergriffenen Massnahmen tatsächlich eine dauerhafte Entspannung der Lage bewirken werden. Damit hat die Staatsschuldenkrise weiterhin das Potenzial, das globale Finanzsystem und die weltweite Konjunkturentwicklung empfindlich zu beeinträchtigen.

Was bedeutet dieses internationale Umfeld für die Schweizer Wirtschaft? Auch 2012 dürfte aller Voraussicht nach ein schwieriges Jahr sein. Der Franken ist bei 1.20 pro Euro nach wie vor überbewertet und stellt unsere Wirtschaft vor grosse Herausforderungen. Viele Unternehmen mussten ihre Preise senken, was ihre nominalen Umsätze reduziert hat. Insbesondere die Gewinnmargen von Unternehmen, die dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt sind und eine hohe Fertigungstiefe in der Schweiz haben, sind unter Druck. Dazu kommen die verhaltenen Perspektiven für die internationale Konjunktur. Zusammen mit der andauernd hohen Unsicherheit rund um die europäische Schuldenproblematik dürfte dies die Investitionsbereitschaft in der Schweiz begrenzen.

Für unsere Wirtschaft gibt es aber auch Gründe für eine gewisse Zuversicht. So wirkt sich das tiefe Zinsniveau weiterhin konjunkturstimulierend aus. Die Binnennachfrage wird ausserdem von der nach wie vor starken Zuwanderung gestützt. Zudem hat der hoch bewertete Franken nicht nur negative Auswirkungen: Beispielsweise sind importierte Vorprodukte für Firmen oder Konsumgüter für die Haushalte billiger geworden. Schliesslich haben die Unternehmer zusammen mit ihren Mitarbeitenden enorme Anstrengungen unternommen, um mit der schwierigen Situation umgehen zu können.

Insgesamt erwartet die Nationalbank für das Jahr 2012 ein moderates Wirtschaftswachstum von gegen 1%. Diese nur mässige Konjunkturdynamik dürfte zu einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit im Laufe der nächsten Quartale führen. Die erwartete Wirt-

schaftsaktivität ist denn auch geringer, als dies bei einer normalen Auslastung der Produktionskapazitäten der Fall wäre. Von dieser Seite geht also weiterhin kein Teuerungsdruck aus. Unsere bedingte Inflationsprognose von Mitte März 2012 zeigt, dass es auf absehbare Zeit in der Schweiz keine Inflationsrisiken gibt. Wie aus dieser Prognose ebenfalls ersichtlich ist, konnte das Risiko einer deflationären Entwicklung eingedämmt werden. Die Inflationsraten bleiben nur vorübergehend negativ.

Gleichwohl sind die geldpolitischen Herausforderungen für die Nationalbank nach wie vor sehr gross. Ich möchte Ihnen deshalb nun unsere Überlegungen zur Geldpolitik und insbesondere zum Mindestkurs etwas ausführlicher näher bringen.

### **Überlegungen zur Geldpolitik**

Der Mindestkurs konnte nach dessen Ankündigung am 6. September 2011 rasch erreicht werden. Als die Medienmitteilung genau um 10 Uhr morgens veröffentlicht wurde, handelte der Euro bei etwas über 1.12 Franken. Innert Minuten überschritt der Kurs dann die Marke von 1.20. Von aussen betrachtet hat dies möglicherweise den Eindruck erweckt, man könne einen Mindestkurs einfach per Knopfdruck generieren. Ein Mindestkurs sei eine gewöhnliche, einfach umsetzbare geldpolitische Massnahme.

Dem ist bei Weitem nicht so. Ein Mindestkurs ist eine Extremmassnahme, die nur in einer Situation massiver Überbewertung einzuführen ist, mit dem Ziel, schlimmste Entwicklungen abzuwenden. Diese Massnahme ist somit weder ein Allheilmittel, das sämtliche Probleme der Schweizer Wirtschaft lösen kann, noch ist sie einfach und risikolos für jedes gewünschte Niveau umsetzbar. Vielmehr kann ein Mindestkurs nur dann erfolgreich durchgesetzt werden, wenn es für dessen Einführung eine klare ökonomische Legitimation gibt, wie eine massive Überbewertung als Folge einer Fehlentwicklung am Devisenmarkt. Im Rahmen des Systems flexibler Wechselkurse ist es zudem wichtig, dass er international akzeptiert und nicht als kompetitive Abwertung betrachtet wird. Zentral für eine erfolgreiche Umsetzung ist schliesslich die Glaubwürdigkeit der Zentralbank, den Mindestkurs wenn nötig auch zu verteidigen.

Die Risikoeinschätzung der Finanzmärkte ändert sich laufend. Auch kann es vorkommen, dass der Markt die Verteidigung des Mindestkurses testen will. Die Nationalbank ist daher jederzeit im Devisenmarkt präsent und stets bereit, unbeschränkt Euros zu 1.20 Franken zu kaufen, um so den Mindestkurs sicherzustellen. Wenn es zu Handelsabschlüssen unter 1.20 kam, dann erfolgten diese nur während wenigen Sekunden und waren das Ergebnis von Marktbesonderheiten. Seit dem 6. September hat der beste Kurs im Markt für den Verkauf von Euro gegen Franken jedoch die Marke von 1.20 nie unterschritten. Die Nationalbank konnte somit den Mindestkurs auch unter äusserst schwierigen Verhältnissen erfolgreich sicherstellen.

Diese Überlegungen unterstreichen, dass die Einführung eines Mindestkurses mit Risiken verbunden ist. Unter Umständen kann dessen Durchsetzung zu einer sehr grossen Ausweitung der Devisenreserven führen. Die Nationalbank ist bereit, dieses Risiko zu tragen. Im Sommer 2011 hatte sich die Lage nämlich dermassen zugespitzt, dass es aus Sicht der Nationalbank Anfang September keine Alternative zur Einführung eines Mindestkurses mehr gab. Ein Nichtstun hätte sich äusserst negativ auf unsere Volkswirtschaft ausgewirkt.

Auch bei einem Kurs von 1.20 Franken pro Euro bleibt der Franken überbewertet. Wir sind uns denn auch sehr wohl bewusst, dass trotz des Mindestkurses die Herausforderungen für die Schweizer Wirtschaft nach wie vor gross sind. Dies gilt speziell auch deshalb, weil sich die globale Konjunktur nur moderat erholt. Zudem bleibt das internationale Umfeld von sehr hoher Unsicherheit geprägt. Eine Aufwertung des Frankens zum jetzigen Zeitpunkt würde die Schweiz erneut grossen Gefahren aussetzen und sowohl die Preisstabilität als auch die Stabilisierung der Wirtschaft wieder gefährden. Vor diesem Hintergrund wird die Nationalbank den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen. Sollte die internationale Konjunktur sich schlechter als vorhergesehen entwickeln oder der Franken sich nicht wie erwartet weiter abschwächen, könnten erneut Abwärtsrisiken für die Preisstabilität auftreten. Falls die Wirtschaftsaussichten und Deflationsgefahren es erfordern, steht die Nationalbank bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.

Wie aus meinen Ausführungen unschwer zu erkennen ist, dürften die Zinsen in der Schweiz aus heutiger Sicht noch eine Weile tief bleiben. Diese expansive Geldpolitik ist mit Blick auf die Gesamtwirtschaft unabdingbar. Indem sie die Bedrohung für die Wirtschaft und das

Risiko einer deflationären Entwicklung deutlich reduziert hat, trägt die gegenwärtige Geldpolitik in der kurzen Frist auch zur Finanzstabilität bei: Sowohl eine schwere Rezession als auch eine deflationäre Entwicklung würde eine Gefahr für das Bankensystem darstellen.

In der längeren Frist birgt eine Tiefzinsphase hingegen das Risiko, dass sich Ungleichgewichte aufbauen. In der Schweiz dauert diese Tiefzinsphase nun seit über drei Jahren an. So gibt es heute in der Tat vermehrt Anzeichen für Fehlentwicklungen am Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt für Wohnliegenschaften. Der Preisverlauf bei Wohnimmobilien ist zusehends weniger durch Fundamentalfaktoren erklärbar; und das Volumen an Hypothekarkrediten ist im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung so hoch wie noch nie. Bei einer weiteren Zunahme dieser Ungleichgewichte können erhebliche Risiken für die Finanzstabilität entstehen.

Vor diesem Hintergrund hat sich die Nationalbank dezidiert dafür eingesetzt, dass ein antizyklischer Kapitalpuffer auch in der Schweiz eingeführt wird. Beim antizyklischen Kapitalpuffer handelt es sich nicht um eine permanente Erhöhung der vorgeschriebenen Eigenmittel für die Banken: Dieser Puffer soll nur bei einem übermässigen Wachstum der inländischen Hypothekarkredite vorübergehend aktiviert werden. Schwächt sich das Kreditwachstum wieder ab, wird der Puffer deaktiviert. Eine vom Eidgenössischen Finanzdepartement geleitete Arbeitsgruppe, der auch die FINMA und die Nationalbank angehörten, hat sich letztes Jahr intensiv mit einem solchen Instrument beschäftigt. Sie hat vorgeschlagen, es rasch einzuführen. Dadurch stünde ein geeignetes Instrument zur Verfügung, sollten die Ungleichgewichte am Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt weiter zunehmen.

### **Schlussbemerkungen**

Meine Damen und Herren, wie Sie meinen heutigen Ausführungen entnehmen können, sind die Herausforderungen für die Nationalbank nicht geringer geworden. Umso wichtiger ist es, dass wir uns auch in Zukunft voll und ganz auf unsere Aufgaben konzentrieren können. Die geldpolitischen Entscheide der Nationalbank sind einzig und alleine auf die Erfüllung des gesetzlichen Mandats ausgerichtet. Wir haben Preisstabilität zu gewährleisten. Dabei

tragen wir der konjunkturellen Entwicklung Rechnung und leisten einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems.

Die Nationalbank führt eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse der Schweiz dient, und dies als unabhängige Zentralbank. Dabei sind wir weiterhin auf das volle Engagement unserer Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter angewiesen. Ihnen möchte ich an dieser Stelle auch im Namen meines Kollegen Jean-Pierre Danthine für ihren grossen Einsatz und für ihre Verbundenheit mit der Nationalbank danken. Unseren Aktionärinnen und Aktionären danken wir für ihre treue Unterstützung. Ihnen allen danken wir für das grosse Interesse, das Sie der Tätigkeit der Nationalbank entgegenbringen. Zum Schluss möchten wir auch unserem ehemaligen Kollegen und Präsidenten des Direktoriums Philipp Hildebrand für die langjährige gute Zusammenarbeit danken. Wir haben seinen Rücktritt und die Umstände, die dazu geführt haben, sehr bedauert.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.