

**Sperrfrist: 16. November 2012, 08.30 Uhr**

**Geldpolitik in der Finanzkrise:  
Massnahmen, Wirkungen und Risiken**

Thomas J. Jordan\*

Präsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Swiss Banking Global Symposium

Zürich, 16. November 2012

---

\*Der Referent dankt Mathias Zurlinden für seine Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Katrin Assenmacher, Rita Kobel und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2012 (Referat wird auf Englisch gehalten).

Als die Schweizerische Bankiervereinigung vor 100 Jahren unter dem Namen «Vertreter des schweizerischen Bankgewerbes» gegründet wurde, begrüßte das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) diesen Schritt lebhaft. Kaum bekannt dürfte sein, dass die obersten Vertreter der SNB zwischen 1916 und 1937 sogar Mitglieder der Bankiervereinigung waren. Heutzutage wäre eine Mitgliedschaft des Direktoriums in einer privatwirtschaftlichen Interessenvereinigung kaum mehr denkbar. Zu stark haben sich die Stellung und die Aufgaben der Nationalbank verändert. Ich kann an dieser Stelle dennoch mit Freude feststellen, dass die Beziehungen zwischen Nationalbank und Bankiervereinigung über all die Jahre gut und tragfähig geblieben sind. Die Bankiervereinigung ist immer ein wichtiger und geschätzter Gesprächspartner des Direktoriums zu allen Fragen rund um den Finanzplatz gewesen und wird dies sicher auch in Zukunft sein.

Mein Thema heute ist die Geldpolitik, welche die Zentralbanken in den letzten Jahren zur Bewältigung der Finanz- und Wirtschaftskrise verfolgt haben. Dabei werde ich die Wirkungen und Risiken der verschiedenen konventionellen und unkonventionellen Massnahmen diskutieren. Ich werde mich weiter zu den politökonomischen Risiken in Bezug auf die Unabhängigkeit und das Mandat der Zentralbanken äussern. Dies vor dem Hintergrund, dass die von Politik und Öffentlichkeit an die Zentralbanken gestellten Erwartungen seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise stark gestiegen sind. Im Einklang mit dem Titel dieses Symposiums ist mein Blick nicht auf die Nationalbank und die Schweiz beschränkt, sondern geht darüber hinaus.

### **Die Antwort der Geldpolitik von 2008 bis 2012**

Die Finanz- und Wirtschaftskrise begann im Finanzsektor, und die Geldpolitik konnte rasch und kraftvoll eingesetzt werden. Daher standen die Zentralbanken in der Bekämpfung der Krise von Beginn weg an vorderster Front. Nach dem Kollaps von Lehman Brothers im Herbst 2008 senkten die Zentralbanken zügig die kurzfristigen Zinssätze – in der Schweiz ebenso wie in den USA, Grossbritannien und Japan auf nahezu null Prozent, in der Eurozone und vielen anderen Ländern auf historische Tiefstände knapp über null. Diese Zinssenkungen sollten das Finanzsystem stabilisieren und die sich anbahnende tiefe Rezession mildern. Sie dienten weiter dazu, Deflationserwartungen entgegenzuwirken und eine negative Preisspirale zu verhindern.

Mit kurzfristigen nominalen Zinssätzen nahe bei null waren weitere Senkungen schon bald nicht mehr möglich. Die konventionelle Geldpolitik, d.h. die Steuerung der Wirtschaft über die kurzfristigen Zinssätze, war damit am Ende. Befürchtungen, die Geldpolitik verfüge über keine weiteren Möglichkeiten mehr, waren aber unbegründet. Es gibt Instrumente, die weiterhin eingesetzt werden können. Diese werden zur Unterscheidung von den üblichen Instrumenten oft als unkonventionell bezeichnet.

Die meisten Zentralbanken der Industrieländer machen von unkonventionellen Massnahmen Gebrauch. Während es bei der Federal Reserve und der Bank of England vor allem darum geht, den Expansionsgrad der Geldpolitik zu erhöhen, ist die Motivation bei der Europäischen Zentralbank (EZB) und der SNB etwas anders. Die EZB wendet sich mit ihren unkonventionellen Massnahmen gegen die Störungen im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, die aus den verschlechterten Staatsfinanzen und Kreditbedingungen im gemeinsamen Währungsraum herrühren. Die SNB wiederum tritt einer unangemessenen Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen aufgrund der Frankenstärke entgegen, die ihren Ursprung in internationalen Entwicklungen hat.

Die unkonventionellen Massnahmen nehmen hauptsächlich eine der folgenden drei Formen an: die Ankündigung, die kurzfristigen Zinsen für eine bestimmte Periode tief zu belassen (forward guidance), die quantitative Lockerung (quantitative easing, QE) und die Devisenmarktintervention.<sup>1</sup> Worum handelt es sich bei diesen Massnahmen, und was verspricht man sich davon?

Bei der «forward guidance» macht die Zentralbank explizite Angaben zur erwarteten Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze. Bis zu einem gewissen Grad haben die Zentralbanken bereits früher derartige Hinweise gegeben. Dies gilt insbesondere für die Länder, die ihre Geldpolitik anhand einer auf einem vorgegebenen Zinspfad basierenden Inflationsprognose kommunizieren. Selbst wenn dieser Zinspfad, wie im Fall der Schweiz, jeweils dem konstanten aktuellen Zinssatz entspricht, können aus der resultierenden Inflationsprognose Anhaltspunkte für den zu erwartenden Zinsverlauf gewonnen werden.

---

<sup>1</sup> Die oft auf einzelne Segmente des Anleihenmarktes fokussierte Lockerung der Kreditbedingungen (credit easing) wird unter quantitative Lockerung subsumiert, um die Gliederung einfach zu halten. Die Gliederung könnte noch weiter vereinfacht werden, da sich die Devisenkäufe aus den Interventionen am Devisenmarkt als Form der quantitativen Lockerung interpretieren lassen.

Neu ist nun, dass einige Zentralbanken explizit mitteilen, auf welche Dauer sie mit unveränderten Zinssätzen rechnen. Dies hat vor wenigen Jahren die Bank of Canada gemacht. Aktuell wendet die Federal Reserve diese Massnahme an. Gemäss der Erwartungshypothese der Zinssätze widerspiegeln die langfristigen Zinssätze die über die entsprechende Laufzeit erwarteten kurzfristigen Zinssätze sowie eine Risikoprämie. Wenn die Federal Reserve also wie im September 2012 angibt, sie erwarte, dass sie die kurzfristigen Zinssätze zumindest bis Mitte 2015 ausserordentlich tief halten werde, will sie damit die langfristigen Zinssätze und letztlich die Wirtschaft beeinflussen.

Quantitative Lockerung ist eine andere unkonventionelle Methode, die Wirtschaft bei kurzfristigen Zinssätzen von null zu stimulieren. In den Augen vieler ist sie wohl das unkonventionelle Instrument per se. Die Idee besteht darin, die Liquidität weiter zu erhöhen, um die langfristigen Zinssätze – oder generell die Fristigkeits- und Risikoprämien – zu reduzieren. Die quantitative Lockerung ist in der Regel damit verbunden, dass die Zentralbank mittel- und längerfristige Wertpapiere erwirbt. Beispiele sind die Käufe von mit Hypotheken besicherten Anleihen von Regierungsagenturen durch die Federal Reserve sowie das Programm zur Verlängerung der durchschnittlichen Restlaufzeit ihrer Anlagen. Solche Aktionen können Wirkungen entfalten, sofern die Erwartungen über die Dauer der Nullzinspolitik beeinflusst werden oder die verschiedenen Finanzinstrumente in den Portfolios der Anleger unvollkommene Substitute sind.<sup>2</sup> Neben der Federal Reserve haben auch die Bank of England und die Bank of Japan ähnliche Wertpapierprogramme im grossen Stil aufgelegt. Auf die Schweiz bezogen können die im August 2011 abgeschlossenen umfangreichen Repogeschäfte und Devisenswaps der SNB als quantitative Lockerung betrachtet werden.<sup>3</sup>

Eine Alternative zur quantitativen Lockerung sind Interventionen am Devisenmarkt. Neben der SNB hat in den letzten Jahren zum Beispiel Japan zu diesem Instrument gegriffen. Es ist vielleicht nützlich, daran zu erinnern, dass die SNB zwischen den frühen 1980er-Jahren und 2009 nur ganz selten am Devisenmarkt intervenierte. In der Regel handelte es sich um

---

<sup>2</sup> Siehe dazu Referat von Ben S. Bernanke, «Monetary policy since the onset of the crisis», Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, 31. August 2012.

<sup>3</sup> Bei einem Devisenswap wird ein gegebener Betrag an Fremdwährung erworben und gleichzeitig auf einen anderen Termin verkauft. Es handelt sich damit um ein Geldmarktgeschäft, das im Gegensatz zu Devisenmarktinterventionen keine Wechselkursrisiken einschliesst.

kleine Beträge im Rahmen koordinierter Interventionen der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe. Dies änderte sich im März 2009, als die SNB nach der Senkung des kurzfristigen Zinssatzes auf praktisch null begann, Devisen zu kaufen. Damit trat sie dem Aufwertungsdruck auf den Franken entgegen und verhinderte eine unerwünschte Verschärfung der monetären Bedingungen. Nachdem die konjunkturelle Erholung Tritt gefasst hatte, wurden die Devisenkäufe im Juni 2010 eingestellt.

Im Sommer 2011 spitzte sich die Lage jedoch dermassen zu, dass die SNB erneut handeln musste. Nachdem sie im August zu den bereits erwähnten weniger einschneidenden Massnahmen gegriffen hatte, legte sie im September 2011 einen Mindestkurs gegenüber dem Euro fest. Seither hat die SNB keinen Zweifel offengelassen, dass sie gewillt ist, diesen Mindestkurs wenn nötig mit unbeschränkten Devisenkäufen durchzusetzen. Mit der Festlegung des Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro reagierten wir auf die extreme Aufwertung des Frankens. Wie Sie sich vielleicht erinnern, kosteten vorübergehend der Euro gerade noch 1.00 Franken und der Dollar noch 70 Rappen.

Mit dem Mindestkurs bezweckt die SNB nicht etwa eine konjunkturelle Feinsteuerung. Vielmehr wird dem Markt in einer Phase grosser Verunsicherung eine Leitplanke gegeben. Dies soll verhindern, dass der Schweizer Wirtschaft durch eine massive und möglicherweise lang andauernde Überbewertung des Frankens schwerer Schaden entsteht. Die SNB hat den Mindestkurs entsprechend auf einem Niveau festgelegt, bei dem der Franken weiterhin hoch bewertet ist.

### **Wirkungen und Risiken**

Zur Beurteilung der expansiven Geldpolitik und der unkonventionellen Massnahmen müssen Wirkungen und Risiken berücksichtigt werden. Wie sind die Wirkungen einzuschätzen? Ich lese die verfügbaren Daten so, dass die konventionellen und unkonventionellen Massnahmen der Zentralbanken massgeblich dazu beigetragen haben, ein Abgleiten der Weltwirtschaft in Deflation und Depression zu verhindern. Die langsame Erholung erinnert indessen deutlich daran, dass die Geldpolitik nicht allmächtig ist und nicht alle Probleme zu lösen vermag. Die fiskalische Konsolidierung und die Strukturreformen, die in vielen Ländern für die Verbesserung des Potenzialwachstums notwendig sind, können nicht durch geldpolitische Massnahmen ersetzt werden.

Wenn wir die unkonventionellen Massnahmen einzeln auf ihre Wirkungen hin betrachten, so ist eine Beurteilung schwieriger. Am einfachsten ist es beim Mindestkurs. Er hat entscheidend dazu beigetragen, die Schweizer Volkswirtschaft zu stabilisieren. Die Exportwirtschaft fasste wieder Tritt, und die Deflationserwartungen, die sich breitzumachen drohten, konnten eingedämmt werden. Schwieriger einzuschätzen sind die Wirkungen der «forward guidance» und der quantitativen Lockerung. So sind zwar die langfristigen Zinssätze in diesem Jahr teilweise auf neue Rekordtiefs gesunken. Die verschlechterten Konjunkturaussichten und die Fluchtbewegungen in sichere Anlagen dürften aber ebenfalls dazu beigetragen haben. Erwähnenswert sind die Ergebnisse empirischer Studien zu den Wirkungen der ersten beiden QE-Programme der Federal Reserve. Insgesamt deuten sie darauf hin, dass eine wirtschaftlich signifikante Senkung der langfristigen Zinssätze resultierte. Jedoch waren die Wirkungen beim ersten QE-Programm offenbar grösser als beim zweiten.

Wie sind weiter die mit der expansiven Geldpolitik und den unkonventionellen Massnahmen verbundenen Risiken einzuschätzen?

In der öffentlichen Diskussion steht häufig das Inflationsrisiko im Vordergrund. Die monetäre Basis hat in vielen Ländern massiv zugenommen, was in den Augen einiger Beobachter zu einem deutlichen Anstieg der Inflation führen wird. Ich möchte deshalb betonen, dass die Inflationsraten der Industrieländer vor dem Hintergrund einer Unterauslastung der Kapazitäten tief geblieben sind. Dasselbe gilt für die aus Finanzmarktdaten und Umfragen bei Haushalten und Unternehmen ermittelten Inflationserwartungen. Richtig ist, dass mit einem Abklingen der Krise die monetäre Basis irgendwann wieder normalisiert werden muss. Die Herausforderung besteht darin, diesen Zeitpunkt richtig zu wählen. Das Problem unterscheidet sich grundsätzlich aber nicht von dem, was zu den normalen Aufgaben einer Zentralbank gehört, nämlich die Liquidität richtig zu dosieren.

Neben dem Inflationsrisiko der akkommodierenden Geldpolitik werden in der Öffentlichkeit vor allem die Risiken in den Zentralbankbilanzen diskutiert. Mit der unkonventionellen Geldpolitik und der damit verbundenen Ausdehnung der Zentralbankbilanzen sind diese Risiken grösser geworden. Im Fall der SNB haben aufgrund von Devisenmarktinterventionen

die Devisenanlagen stark zugenommen. Damit ist sie einem beträchtlichen Währungsrisiko ausgesetzt. Dieses Währungsrisiko ist geldpolitisch begründet und muss daher von der SNB eingegangen werden. Wir reduzieren durch eine geeignete Diversifikation der Devisenanlagen die Risiken. Allerdings gilt das Primat der Geldpolitik, was unseren Diversifikationsspielraum einschränkt.<sup>4</sup>

Weitere Risiken der Nullzinspolitik können sich daraus ergeben, dass es für Anleger sehr schwierig geworden ist, auf Anleihen einen befriedigenden Ertrag zu erzielen. Es besteht die Gefahr, dass die Anleger auf der Suche nach einer ansprechenden Rendite unvorsichtig werden und zu grosse Risiken eingehen. Die Gefahr von spekulativen Preisentwicklungen und von Fehlallokationen nimmt mit der Länge einer Tiefzinsphase tendenziell zu. Wir beobachten in der Schweiz seit einigen Jahren einen starken Anstieg der Immobilienpreise und ein hohes Wachstum der Hypothekarkredite. Die SNB hat wiederholt ihre Besorgnis über diese Entwicklung zum Ausdruck gebracht. Anhaltende Tiefzinsphasen stellen auch für die Versicherungswirtschaft und die Pensionskassen grosse Herausforderungen dar.

Es ist selbstverständlich, dass Zentralbanken die Wirkungen und Risiken der Geldpolitik im Lichte neuer Daten fortlaufend auswerten und überprüfen. Das ist in normalen Zeiten der Fall und gilt noch verstärkt in einer Ausnahmesituation wie in den letzten Jahren. Der Ausnahmecharakter äussert sich nicht zuletzt in der langen Dauer nahe bei null liegender Zinssätze. In der Geld- und Währungsgeschichte gibt es abgesehen von Japan in den 1990er-Jahren kein weiteres Beispiel. Das Ausmass des Einsatzes unkonventioneller Instrumente ist ohnehin präzedenzlos.

### **Unabhängigkeit und Mandat einer Zentralbank**

Meine Damen und Herren, ich möchte mich nun im Folgenden Fragen der Unabhängigkeit und des Mandats der Zentralbank zuwenden. In der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Zentralbanken flexibel und massiv eingeschritten und haben damit Erfolge erzielt. Die Kehrseite davon sind die gestiegenen Erwartungen von Politik und Öffentlichkeit betreffend Krisenbewältigung und Konjunktursteuerung, mit denen sich die Zentralbanken konfrontiert sehen. Dies ist mit der Gefahr verbunden, dass die Geldpolitik langfristig überfordert wird.

---

<sup>4</sup> Siehe dazu Referat von Fritz Zurbrugg, «Les défis de la la croissance des réserves de devises de la BNS», Geldmarkt-Apéro, Genf, 8. November 2012.

Mit den unkonventionellen Massnahmen der letzten Jahre ist zudem die Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik teilweise verwischt worden. Dies ist nicht unproblematisch, weil die Zentralbanken letztlich nicht politisch legitimiert sind, fiskalpolitische Entscheidungen zu treffen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich warnt in ihrem jüngsten Jahresbericht eindringlich vor den politökonomischen Risiken der unkonventionellen Geldpolitik. Die Risiken dieser Art betreffen vor allem mögliche langfristige Auswirkungen auf die Unabhängigkeit der Zentralbanken. Diese Warnungen sind ernst zu nehmen.

Wie Sie sich bestimmt erinnern, bildete sich in den 1990er-Jahren nach den schlimmen Inflationserfahrungen der vorangegangenen Jahrzehnte ein weltweiter Konsens, wonach sich die Geldpolitik primär auf die Erhaltung der Preisstabilität in der mittleren Frist konzentrieren soll. Weiter wurden die Zentralbanken, wo dies noch nicht geschehen war, unabhängig gemacht und im Gegenzug einer erweiterten Rechenschaftspflicht unterstellt. Dieser Konsens betreffend Mandat und Verfassung von Zentralbanken hat der Weltwirtschaft eine lange Phase mit tiefen Inflationsraten beschert. Dabei zeigte sich, dass die Orientierung an der Preisstabilität nicht wie von einigen befürchtet zu grösseren Konjunkturschwankungen führte. Ganz im Gegenteil: Die tiefen Inflationsraten waren von einer im historischen Vergleich sehr stabilen Konjunktorentwicklung begleitet.

Auch vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus der Finanz- und Wirtschaftskrise bleibt der Fokus auf die Preisstabilität zentral. Die Zentralbanken hätten ihre unkonventionellen Massnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft in der Krise nicht durchführen können, wenn sie nicht in den vorangegangenen Jahren ein hohes Mass an Glaubwürdigkeit gehabt hätten. Die langfristigen Zinsen können durch eine Zentralbank nur beeinflusst werden, wenn die Marktteilnehmer davon überzeugt sind, dass langfristig Preisstabilität herrschen wird. Auch und gerade in schwierigen Situationen wie heute bleibt es für die Geldpolitik zentral, die Preisstabilität zu gewährleisten.

Nach dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise hat die Frage an Bedeutung gewonnen, was die Zentralbanken zur Finanzstabilität beitragen können. In den Jahren zuvor hatte sich die Meinung durchgesetzt, dass die Geldpolitik der Finanzstabilität am besten dient, wenn sie sich auf die Preisstabilität konzentriert. Damit einher ging die verbreitete Auffassung, dass sich die Geldpolitik nicht gegen eine sich bildende Blase auf den Aktien- oder



Immobilienmärkten leihen soll. Stattdessen solle sie erst intervenieren und aufräumen, nachdem die Blase geplatzt ist. Durch die Finanzkrise wurde die «Lean or clean»-Frage einer Neubeurteilung unterzogen. Es hatte sich gezeigt, dass die Finanzstabilität auch bei einer gemessen an der Preisstabilität sehr erfolgreichen Geldpolitik nicht zwangsläufig gewährleistet ist. Der beim Platzen der Blase entstehende Schaden kann zudem so gross sein, dass er durch das Instrumentarium der Geldpolitik nicht leicht zu beheben ist.

Etwas vereinfachend lassen sich zwei Möglichkeiten unterscheiden, wie Zentralbanken versuchen können, einen grösseren Beitrag zur Erhaltung der Finanzstabilität zu leisten. Die erste besteht darin, die geldpolitischen Entscheide stärker auf die Finanzstabilität auszurichten. Dagegen spricht die Gefahr einer Überlastung der Geldpolitik. Eine Lehre aus den Jahren der Grossen Inflation war, dass das Gesamtergebnis nicht besser wird, wenn Geldpolitik versucht, zu viele Ziele gleichzeitig zu erreichen. Darunter leiden zwangsläufig Glaubwürdigkeit und Erfolg der Geldpolitik. Vieles spricht deshalb dafür, die zweite Möglichkeit zu forcieren, nämlich das Instrumentarium von Zentralbanken so zu ergänzen, dass sie neben der Erhaltung der Preisstabilität auch einen grösseren Beitrag als in der Vergangenheit zur Finanzstabilität liefern können. Damit sind die makroprudenziellen Instrumente gemeint, die in den letzten Jahren auf wachsendes Interesse gestossen und in vielen Ländern eingeführt worden sind. Diese können bei Bedarf ergänzend eingesetzt werden.

Im Fall der Schweiz hat die SNB den gesetzlichen Auftrag, die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Im Rahmen dieses Auftrags hat sie auch die Aufgabe, zur Finanzstabilität beizutragen. Zwischen diesen Aufgaben besteht kein Widerspruch, wenn die Zielhierarchie berücksichtigt wird. Was die Finanzstabilität anbelangt, so arbeitet die SNB bei der Schaffung stabilitätsfördernder regulatorischer Rahmenbedingungen eng mit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht und dem Eidgenössischen Finanzdepartement zusammen. Dabei konzentriert sich die SNB auf die makroökonomischen bzw. makroprudenziellen Aspekte der Regulierung. Für die makroprudenziellen Aufgaben ist dieses Jahr ein neues Instrument geschaffen worden: der

antizyklische Kapitalpuffer. Die Regelung sieht vor, dass dieser Kapitalpuffer auf Antrag der SNB durch den Bundesrat aktiviert werden kann.

Die Geldpolitik der SNB bleibt auf die Gewährleistung der Preisstabilität in der mittleren Frist und seit September 2011 auf die Durchsetzung des Mindestkurses ausgerichtet. Daher ist bei möglichen Fehlentwicklungen im Wachstum der Kreditaggregate, welche die Finanzstabilität gefährden könnten, in erster Linie das makroprudenzielle Instrumentarium gefordert.<sup>5</sup>

### **Schlussbemerkungen**

Abschliessend möchte ich betonen, dass wir uns nicht in einer neuen Welt bewegen, sondern in einer geldpolitischen Ausnahmesituation. Die Flexibilität, welche die Zentralbanken in der Krise zeigten, war notwendig, um eine Abwärtsspirale zu verhindern. Neben den Zentralbanken haben auch die Regierungen Massnahmen ergriffen, um die Krise zu bewältigen. Bedeutende Schritte erfolgten unter anderem in der Regulierung der Banken, darunter die Verschärfung der Eigenmittelvorschriften. Nach wie vor unbefriedigend sind jedoch in vielen Ländern die der langfristigen Sanierung der öffentlichen Finanzen dienenden Massnahmen. Die Geldpolitik hat dazu ein Zeitfenster geöffnet. Es wäre für die langfristige weltwirtschaftliche Entwicklung fatal, wenn es nicht genutzt würde. In den am stärksten betroffenen Ländern müssen die Staatshaushalte so rasch als möglich auf einen nachhaltigen Pfad zurückgeführt werden. Eine solche Konsolidierung würde zudem das Risiko reduzieren, dass die Geldpolitik überfordert wird.

Was die Schweiz betrifft, so gilt für den Franken weiterhin der Mindestkurs gegenüber dem Euro. Die Gründe, die im September 2011 zur Festlegung des Mindestkurses geführt haben, sind nach wie vor gültig. Die finanzpolitischen Probleme vieler Länder bilden weiterhin eine Grundlage für potenzielle «Safe haven»-Kapitalflüsse. Auch bleibt der Franken beim aktuellen Kurs hoch bewertet und belastet die Schweizer Wirtschaft. Die SNB hat deshalb an der jüngsten geldpolitischen Lagebeurteilung im September bestätigt, dass sie den Mindestkurs unverändert beibehält und diesen weiter mit aller Konsequenz durchsetzen wird.

---

<sup>5</sup> Siehe dazu Referat von Jean-Pierre Danthine, «Taming the financial cycle», 30. SUERF Colloquium, Zürich, 5. September 2012.