**Referat**

**Sperrfrist**
21. November 2013 18:30

# Geldpolitik und Finanzmärkte: Rückt die Normalisierung näher?

Geldmarkt-Apéro

**Fritz Zurbrügg***

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank
Genf, 21. November 2013
© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2013 (Referat auf Französisch)

* Der Referent dankt Bettina Simioni für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Marco Huwiler, Rita Kobel und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

Sehr geehrte Damen und Herren

Herzlich willkommen zum Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Genf. Ich freue mich sehr, dass ich Sie hier bereits zum zweiten Mal begrüssen darf. Ich freue mich insbesondere auch deshalb, weil ich heute einiges zuversichtlicher auftreten kann als vor Jahresfrist. Die Lage an den europäischen Finanzmärkten hat sich spürbar beruhigt, und die SNB musste seit über einem Jahr nicht mehr am Devisenmarkt intervenieren, um den Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro zu verteidigen.

Blenden wir kurz ins Jahr 2012 zurück. Damals befürchteten viele Marktteilnehmer ein Auseinanderbrechen der Eurozone. Der Aufwertungsdruck auf den Franken war enorm hoch. Entsprechend wurde unsere Bereitschaft, den Mindestkurs mit allen Mitteln zu verteidigen, hart geprüft: Wir kauften 2012 Devisen im Wert von fast 190 Mrd. Franken. Meine letztjährigen Ausführungen waren deshalb dem Wachstum der Devisenreserven und den damit verbundenen Herausforderungen gewidmet.

Heute möchte ich der Frage nachgehen, ob eine Normalisierung der Geldpolitik, vorab in den USA, und der Finanzmärkte näher gerückt ist. An den Finanzmärkten gibt es zwar verschiedene Indizien, die in diese Richtung weisen: die Beruhigung an den Anleihenmärkten in der europäischen Peripherie, neue Höchstwerte an den Aktienmärkten und der Anstieg der langfristigen Zinssätze seit Mitte Jahr. Andere Beobachtungen stimmen weniger ermutigend: Die Weltwirtschaft erholt sich nur schleppend, und die Risiken für das Wachstum sind nach wie vor abwärts gerichtet. Die Arbeitslosigkeit, insbesondere in der Eurozone, ist sehr hoch, und viele Strukturreformen wurden aufgeschoben. Vor diesem Hintergrund rechnen die Finanzmärkte nicht damit, dass eine der grossen Zentralbanken vor 2015 die Leitzinsen anheben könnte.

Um die oben gestellte Frage zu beantworten, gehe ich zuerst auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten ein, mit einem besonderen Augenmerk auf den Franken. Der zweite Teil ist der Geldpolitik der US-Notenbank Fed und ihrem ersten Gehversuch auf dem Weg zur Normalisierung gewidmet. Danach werde ich die Konjunkturlage beleuchten, mit Fokus auf die Entwicklung in Europa. Abschliessend möchte ich Sie auf die Gefahren aufmerksam machen, die mit einer lang andauernden Tiefzinsphase verbunden sind.

## Beruhigung an den europäischen Finanzmärkten dank der Geldpolitik

In der Grafik 1 sehen Sie die Entwicklung des Euro-Franken-Wechselkurses und jene des durchschnittlichen Risikoaufschlags auf Staatsanleihen der fünf Peripheriestaaten der Eurozone (Italien, Spanien, Griechenland, Portugal und Irland). Der Risikoaufschlag ist auf einer invertierten Skala abgebildet, d.h., eine Bewegung nach unten bedeutet ein höheres Risiko. Diese Grafik zeigt exemplarisch, dass sich einerseits die Unsicherheiten in der Eurozone in den vergangenen zwölf Monaten stark reduziert haben. Der Risikoaufschlag betrug zum Zeitpunkt des letzten Genfer Geldmarkt-Apéros knapp 1200 Basispunkte, heute liegt er unter 400 Basispunkten. Anderseits verdeutlicht die Grafik, dass der Aufwertungsdruck auf den Franken nachgelassen hat. Nachdem der Wechselkurs letztes Jahr lange am Mindestkurs von 1.20 geklebt hatte, hat er sich im Januar davon gelöst und bewegt sich seit Mai in einem relativ engen Band von 1.22–1.26 Franken pro Euro.

Hier hat in zweierlei Hinsicht eine Beruhigung stattgefunden. Um das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone zu reduzieren, griff die Europäische Zentralbank (EZB) im Spätsommer 2012 zu einer unkonventionellen Massnahme, dem Outright Monetary Transactions Programm. Dieses hat die Marktteilnehmer überzeugt: Der Risikoaufschlag der Peripherieländer sinkt seither kontinuierlich. Bemerkenswert ist, wie widerstandsfähig dieser Trend ist. Die positive Grundstimmung an den europäischen Märkten trotzte negativen Meldungen aus der Realwirtschaft und verschiedenen politischen Krisen, auch jenen in wichtigen Mitgliedländern wie Italien. Die tieferen Zinssätze haben zudem die Wachstumsaussichten der Eurozone verbessert und ein Zeitfenster für strukturelle Reformen geöffnet.

Eine gewisse Beruhigung fand auch beim Frankenkurs statt. Weil die Nachfrage nach als sichere Häfen betrachteten Anlagen wie dem Franken nachliess, waren seit über einem Jahr keine Devisenkäufe zur Verteidigung des Mindestkurses mehr nötig. Die Investoren sind aber immer noch vorsichtig. Grafik 1 verdeutlicht dies: Erstens entfernte sich der Wechselkurs erst im Januar 2013 merklich von 1.20, d.h. nach mehreren Monaten sinkender Risikoaufschläge. Zweitens schwächte sich der Franken gegenüber dem Euro im Verlauf des Jahres nicht wesentlich ab, obwohl die Risikoaufschläge weiter gesunken sind. Allerdings erwarten viele Marktteilnehmer aufgrund der Fortschritte in der Eurozone, dass sich der Franken weiter abwerten wird. Der Franken ist derzeit nach wie vor hoch bewertet. Wie Grafik 2 verdeutlicht, liegt beispielsweise der handelsgewichtete und um die Inflation bereinigte Wechselkurs des

Frankens rund 10% über seinem langfristigen Durchschnitt. Der Mindestkurs verhindert weiterhin eine unerwünschte Verschärfung der Geldpolitik, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken angesichts der bestehenden Unsicherheiten wieder zunehmen sollte.

## Geldpolitik befindet sich weiterhin im Ausnahmezustand

Sie sehen, die Geldpolitik befindet sich weiterhin im Ausnahmezustand. Dies trifft nicht nur auf die Schweiz und die Eurozone zu, sondern auch auf die USA, Japan und Grossbritannien. Wie Sie wissen, hat die EZB vor zwei Wochen den Refinanzierungssatz nochmals um 25 Basispunkte gesenkt. In den USA und Japan führen die laufenden Massnahmen der quantitativen Lockerung zu einer weiteren Ausweitung der Zentralbankbilanzen. Dass die Geldpolitik der fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch für längere Zeit ausserordentlich expansiv bleiben dürfte, zeigt sich in den Markterwartungen für die Leitzinsen (siehe Grafik 3). Aktuell erwarten die Märkte, dass die Fed den Leitzins im 2. Quartal 2015 erhöht, die EZB im 4. Quartal 2015 und die SNB im 1. Quartal 2016.

Um die Wirksamkeit ihrer expansiven Geldpolitik zusätzlich zu erhöhen, haben verschiedene Zentralbanken im vergangenen Jahr eine sogenannte Forward Guidance eingeführt. Dabei macht eine Zentralbank Angaben zum erwarteten Verlauf der kurzfristigen Zinssätze. Bis zu einem gewissen Grad haben die Zentralbanken bereits früher derartige Hinweise gegeben. Neu ist bei der Forward Guidance, dass einige Zentralbanken explizit mitteilen, wie lange sie mit unverändert tiefen Zinssätzen rechnen. Die Fed und die Bank of England beispielsweise haben die Überprüfung ihres jeweiligen Leitzinses an einen Schwellenwert bei der Arbeitslosenquote gekoppelt. Zurzeit läuft eine angeregte Debatte, inwiefern im Umfeld von Nullzinsen Forward Guidance tatsächlich die Wirkung der Geldpolitik erhöhen kann. Massgeblich für die Wirksamkeit der Forward Guidance ist, dass sie transparent und glaubwürdig ist.

Im Falle der SNB gibt die Inflationsprognose implizite Hinweise auf den erwarteten Zinsverlauf. Aktuell gilt aber zusätzlich der Mindestkurs gegenüber dem Euro. Bei kurzfristigen Zinsen nahe bei null erlaubt dieser auf absehbare Zeit, monetäre Rahmenbedingungen zu gewährleisten, die für die Schweizer Wirtschaft angemessen sind.

Unabhängig von einer allfälligen Forward Guidance ist die internationale Geldpolitik äusserst expansiv. Dies hat stabilisierend auf die globalen Finanzmärkte gewirkt. So sanken in diesem Frühjahr die langfristigen Zinssätze auf historisch tiefe Niveaus, und die Risikomärkte profi-

tierten von starken Kapitalzuflüssen. Verschiedene Aktienindizes erreichten neue historische Höchstwerte, die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen engten sich kontinuierlich ein. Diese gute Stimmung widerspiegelte sich auch in Volatilitätsmassen, die auf Niveaus vor der Finanzkrise zurückkehrten.

## Erster Gehversuch zur Normalisierung der Geldpolitik in den USA

Dieses positive Umfeld führte zusammen mit einer Konjunkturbelebung in den USA dazu, dass die Fed einen ersten Gehversuch auf dem Weg zur Normalisierung der Geldpolitik wagte. Am 22. Mai erwähnte der Fed-Vorsitzende Ben Bernanke zum ersten Mal die Möglichkeit, den Umfang des laufenden dritten Programms zur quantitativen Lockerung zurückzufahren.

Als Reaktion auf die Ankündigung dieses sogenannten Tapering, der Reduktion der monatlichen Anleihenkäufe, erhöhten sich die langfristigen Zinssätze in den USA bis Anfang September um gut 100 Basispunkte (Grafik 4). Alle anderen wichtigen Märkte zogen mit, beispielsweise auch die Zinsen in Deutschland, obwohl die Zeichen der Geldpolitik in der Eurozone eigentlich auf anhaltende Expansion standen. Die Tapering-Debatte fiel mit positiveren Wirtschaftsaussichten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zusammen. Dies wiederum erhöhte die Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs der wichtigen Zentralbanken, und die in den Anleihenrenditen enthaltenen Laufzeitenprämien nahmen zu. Gleichzeitig blieben die kurzfristigen Zinsen aber fest verankert. Trotz des jüngsten Anstiegs bewegen sich die Anleihenrenditen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften im historischen Vergleich nach wie vor auf einem sehr tiefen Niveau.

Die Auswirkungen auf die Devisenmärkte waren unterschiedlich. Einerseits reagierten die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften besonders stark. Kapitalabflüsse erzeugten dort einen massiven Abwertungsdruck, wie Grafik 4 verdeutlicht. Dies zeigt, dass einige der aufstrebenden Volkswirtschaften immer noch anfällig auf flüchtiges ausländisches Kapital sind. Anderseits blieben die G4-Währungen von der Tapering-Debatte weitgehend unberührt (Grafik 5). Handelsgewichtet hat sich der US-Dollar geringfügig aufgewertet. Vor dem Hintergrund überraschend positiver Konjunkturdaten wurden der Euro und das britische Pfund ebenfalls etwas stärker. Der Franken ist praktisch unverändert. Weder die Tapering-Debatte noch die Zinssenkung der EZB vor zwei Wochen haben signifikante Bewegungen ausgelöst.

Dieser erste Gehversuch der geldpolitischen Normalisierung durch die Fed hat Folgendes gezeigt: Erstens hat die sehr expansive Geldpolitik massgeblich zur positiven Stimmung an den Finanzmärkten beigetragen. Die Aktienmärkte reagieren paradoxerweise mit Kursgewinnen auf negative makroökonomische Daten. Denn die Märkte rechnen damit, dass die expansive Geldpolitik weitergeführt wird, solange sich die Konjunktur nur schwach entwickelt. Bei guten Daten geschieht das Gegenteil. Zweitens weisen die heftigen Reaktionen einiger Märkte auf die Gefahr hin, dass ein Ausstieg aus der ausserordentlich expansiven Geldpolitik holprig verlaufen könnte. Das Marktumfeld ist nach wie vor von Unsicherheiten über die weitere geldpolitische Ausrichtung geprägt und somit anfällig auf abrupte Erwartungsumschwünge der Investoren. Für die Fed stellt das Tapering eine Herausforderung dar. Wir gehen aber davon aus, dass dieser Prozess schrittweise und ohne grosse Verwerfungen erfolgen kann.

## Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft bleibt bescheiden

Mit Blick auf die globalen Wirtschaftsaussichten spricht wenig dafür, dass eine Normalisierung der Geldpolitik näher gerückt ist. Die Konjunkturerholung verzögert sich, und der Internationale Währungsfonds (IWF) hat die Wachstumsprognose für 2013 für die Weltwirtschaft im Verlauf des Jahres wiederholt gesenkt (Grafik 6). Im jüngsten weltwirtschaftlichen Ausblick des IWF heisst es: «Global growth is in low gear (…) and downside risks persist.» Aktuell erwartet der IWF für 2013 ein Wachstum der Weltwirtschaft von 2,9% und für 2014 von 3,6%.

Global zeichnet sich eine Veränderung in der Wachstumsdynamik ab. Auf Grafik 7 sind die Einkaufsmanagerindizes (PMI) für verschiedene Länder aufgeführt. Auf der vertikalen Achse sehen wir den aktuellen Stand der PMI, auf der horizontalen Achse die Veränderung in den letzten sechs Monaten. Die Dynamik hat in den aufstrebenden Volkswirtschaften jüngst nachgelassen (roter Kreis). Demgegenüber zieht das Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften an, insbesondere auch in der Eurozone (grüner Kreis). Zudem befinden sich die PMI der meisten Länder über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten. Insbesondere die USA können ein recht solides Wachstum vorweisen, und diesseits des Atlantiks hat Grossbritannien die Erwartungen übertroffen (blauer Kreis).

Für die Schweiz besonders wichtig waren die überraschend günstigen Wirtschaftsindikatoren aus Europa im Sommer. Im 2. Quartal verzeichnete die Eurozone erstmals seit sechs Quarta-

len wieder ein positives Wachstum. Ermutigende Signale kommen insbesondere aus den Peripheriestaaten. Zum Beispiel weisen diese seit Mitte Jahr wieder Leistungsbilanzüberschüsse auf. Diese Signale müssen aber relativiert werden: Die Verbesserung in den Peripherieländern geht von einem sehr tiefen Niveau aus, und die Arbeitslosenzahlen sind bedrückend. Das Bankensystem ist stark fragmentiert, und ungesunde Bankbilanzen führen zu einer rückläufigen Kreditvergabe. Dies behindert den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Dazu kommen die anhaltend hohen öffentlichen und privaten Schulden. All das dürfte die wirtschaftliche Entwicklung der Peripherieländer noch länger belasten. Zudem ist die Eurozone immer noch durch eine grosse Heterogenität gekennzeichnet. Grafik 8 zeigt das Niveau des realen Bruttoinlandprodukts für die Eurozone und ihre grössten Mitglieder sowie die Schweiz. In Italien und Spanien liegt die Wirtschaftsleistung knapp 10% unter dem Höchstwert vor der Krise, in Deutschland hingegen liegt sie seit 2011 wieder darüber.

Angesichts der verhaltenen Entwicklung in der Eurozone überrascht es, wie gut sich die Schweizer Wirtschaft geschlagen hat. In der Schweiz liegt das Bruttoinlandprodukt bereits knapp 5% über dem Wert vor der Krise. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass das Wirtschaftswachstum der letzten Jahre wesentlich von der Bevölkerungszunahme gestützt wurde. Betrachtet man das Bruttoinlandprodukt pro Kopf der Bevölkerung, so hat die Schweiz den Wert vor der Krise noch nicht ganz erreicht – dies im Gegensatz etwa zu Deutschland, wo das Pro-Kopf-Bruttoinlandprodukt inzwischen fast 3% über dem Wert vor der Krise liegt. Treiber des Wachstums in der Schweiz war denn auch die Binnenwirtschaft, während der Wachstumsbeitrag des Aussenhandels eher verhalten war. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen bleiben gross. Generell wachsen die Dienstleistungsbranchen, und im Bausektor ist der Geschäftsgang nach wie vor sehr rege. In der verarbeitenden Industrie – ein klassisch zyklischer, exportorientierter Sektor – war die Entwicklung dagegen weniger vorteilhaft, und die Ausrüstungsinvestitionen haben auch in der Schweiz gelitten. Die Produktionslücke ist weiterhin negativ, und somit besteht auf absehbare Zeit kein Druck auf Löhne und Preise. Der Ausblick ist günstig, denn wir gehen davon aus, dass die langsam anziehende Konjunktur in Europa die Nachfrage nach Schweizer Exporten ankurbeln wird. Für das laufende Jahr erwarten wir ein Wachstum von 1,5%–2,0%.

## Gefahren einer lang andauernden Tiefzinsphase

Was bedeutet die zaghafte globale Wirtschaftsentwicklung für die Geldpolitik? Die meisten Zentralbanken behielten ihren sehr expansiven Kurs und die verschiedenen unkonventionellen Massnahmen bei. Diese Massnahmen waren weitgehend unbestritten, solange sie der Stabilisierung der Finanzmärkte und Banken und anschliessend der Ankurbelung der Konjunktur dienten. Je länger die aktuelle Tiefzinsphase anhält, desto grösser können aber die damit verbundenen Risiken werden. Ich möchte im Folgenden zwei solche Risiken erläutern: die zunehmenden Preisverzerrungen in verschiedenen Anlagekategorien und den abnehmenden Anreiz für strukturelle Reformen.

**Zunehmende Preisverzerrungen:** Die sehr tiefen Zinsen wirken nicht nur direkt, sondern auch über den Vermögenseffekt auf die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage. Das Streben nach Rendite und damit die Verschiebung von Vermögen in risikoreichere Anlagen ist ein gewünschter Effekt der expansiven Geldpolitik im Ausland. Tiefe Zinsen, insbesondere wenn sie über lange Zeit andauern, können jedoch auch zu Fehlallokationen an den Finanzmärkten führen. Risiken werden möglicherweise falsch bewertet und relative Preise dadurch verzerrt. Ab wann solche Preisentwicklungen als Übertreibungen betrachtet werden müssen, ist naturgemäss schwierig festzustellen. In der Vergangenheit folgten auf lange Phasen von Preissteigerungen immer Korrekturen. Die heftige Reaktion der Risikomärkte auf die Tapering-Diskussion kann als Hinweis für die Fragilität gewisser Vermögenspreise gesehen werden.

In der Schweiz beispielsweise haben die tiefen Zinsen die Dynamik im Hypothekar- und Immobilienmarkt begünstigt. Dort beobachten wir seit mehreren Jahren eine starke Dynamik, die nur teilweise mit der Entwicklung von Fundamentalfaktoren erklärt werden kann. Dadurch haben sich Ungleichgewichte aufgebaut. Beispielsweise ist das Hypothekarvolumen seit mehreren Jahren deutlich stärker gewachsen als das Bruttoinlandprodukt, wie Grafik 9 zeigt. Die SNB hat wiederholt vor den mit diesen Entwicklungen verbundenen Risiken für die Finanzstabilität gewarnt. Vor diesem Hintergrund hat der Bundesrat zu Beginn dieses Jahres auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer aktiviert. Dieser ist seit Ende September in Kraft und zielt in erster Linie darauf ab, die Widerstandskraft des Bankensystems gegenüber diesen Risiken zu stärken. Darüber hinaus soll er dazu beitragen, Übertreibungen am Kreditmarkt entgegenzuwirken. Da noch einige Zeit mit tiefen Zinsen in der Schweiz zu rechnen ist, beobachten wir die Entwicklungen am Hypothekar- und Immobilienmarkt sehr aufmerksam.

**Abnehmender Reformanreiz:** Tiefe Zinsen bedeuten auch günstigere Refinanzierungskosten für Banken, Unternehmen und Staatshaushalte. Damit kann eine expansive Geldpolitik nach einer Finanzkrise und einer Rezession ein willkommenes Zeitfenster für Konsolidierungsmassnahmen, die Bereinigung von Bankenbilanzen und strukturelle Reformen öffnen. Wenn jedoch die Entscheidungsträger davon ausgehen können, dass die Zinsen noch lange tief bleiben, nimmt der Reformanreiz deutlich ab. Gerade in jenen Ländern, in denen die politischen Widerstände sich nach jahrelangen, aber immer noch ungenügenden Reformmassnahmen verstärken, ist die Versuchung gross, sich auf tiefe Zinsen zu verlassen – oder gar den politischen Druck auf die Zentralbank zu erhöhen, damit diese die Zinsen länger als erforderlich tief hält.

In diesem Zusammenhang darf etwas nicht vergessen werden: Zentralbanken können nicht alles. Sie können weder öffentliche Haushalte sanieren, noch können sie Strukturreformen durchführen. Zentralbanken können auch keinen Ersatz für eine vernünftige Fiskalpolitik bieten. Dafür sind andere Akteure zuständig. Eine prosperierende Wirtschaft benötigt gute Rahmenbedingungen. Der Beitrag der Zentralbanken auf diesem Gebiet besteht darin, mit der Preisstabilität eine der zentralen Rahmenbedingungen sicherzustellen.

## Und die Inflation?

Damit liegt natürlich die Frage nahe, ob die ausserordentlich expansive Geldpolitik langfristig zu Inflation führen wird. In den meisten Finanzsystemen hat die Überschussliquidität historische Dimensionen angenommen. Unter normalen Umständen würden solche monetären Entwicklungen auf einen Inflationsanstieg deuten. Zurzeit weisen die Inflationsraten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften jedoch eine sinkende Tendenz auf. Wie die kürzlich erfolgte Leitzinssenkung der EZB zeigt, stehen in der Eurozone eher Befürchtungen deflationärer Tendenzen im Vordergrund.

Auch für die Schweiz sind keine Inflationsgefahren erkennbar. Die bedingte Inflationsprognose (Grafik 10) der SNB vom September zeigt einen sehr geringen Anstieg der Inflation bis 2015, und dies trotz der Annahme, dass der Dreimonats-Libor über die gesamte Periode bei null bleibt. Diese tiefe Inflation lässt sich unter anderem mit der nach wie vor negativen Produktionslücke in der Schweiz, dem starken Franken und stabilen bis sinkenden Rohstoffpreisen erklären. Wir verfolgen die Preisentwicklung sehr genau und verfügen über die nötigen

Instrumente, um allfällige Inflations- und Deflationsrisiken richtig einzuschätzen und ihnen mit angemessenen Massnahmen entgegenzuwirken.

## Schlussbemerkungen

Rückt die Normalisierung näher? Ja, aber viel langsamer als erwartet. Gesamthaft haben sich die Finanzmärkte beruhigt, und die Risikomärkte konnten stark zulegen. Massgeblich dazu beigetragen haben die ausserordentlichen Massnahmen der Zentralbanken. Diese Massnahmen sind in den meisten Fällen nach wie vor in Kraft. Damit ist klar, dass die Geldpolitik noch weit von einer Normalisierung entfernt ist. Dass die internationale Geldpolitik wohl noch eine Zeit lang expansiv bleibt, erstaunt angesichts der nur langsamen Erholung der Weltwirtschaft nicht.

Was die Schweiz angeht, bleibt der Mindestkurs auf absehbare Zeit ein notwendiges Instrument. Auch heute ist der Franken immer noch eine hoch bewertete Währung, und es bestehen keine Inflationsrisiken. Bei Zinsen von null verhindert der Mindestkurs eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen, falls der Aufwertungsdruck auf den Franken wieder zunehmen sollte.

Wir stehen denn auch nach wie vor bereit, den Mindestkurs wenn nötig durch den Kauf von Devisen in unbeschränkter Höhe durchzusetzen und bei Bedarf weitere Massnahmen zu ergreifen. Unsere bisherige Geldpolitik gilt somit weiterhin uneingeschränkt.

# Geldpolitik und Finanzmärkte: Rückt die Normalisierung näher?

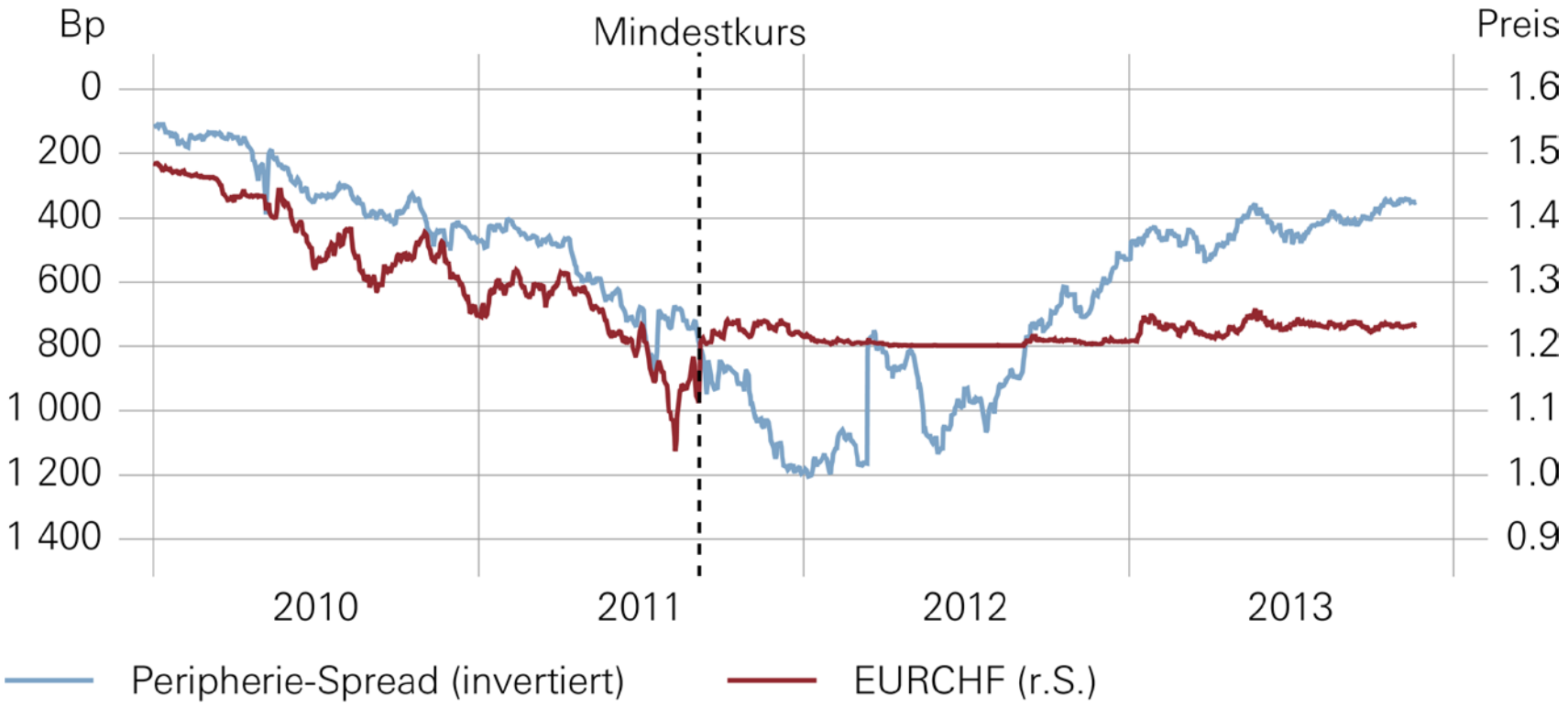
Fritz Zurbrügg
Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Genf, 21. November 2013

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

# Grafik 1: Beruhigung der europäischen Finanzmärkte nimmt Druck vom Schweizer Franken

## EUROZONE PERIPHERIE-SPREAD UND EURCHF

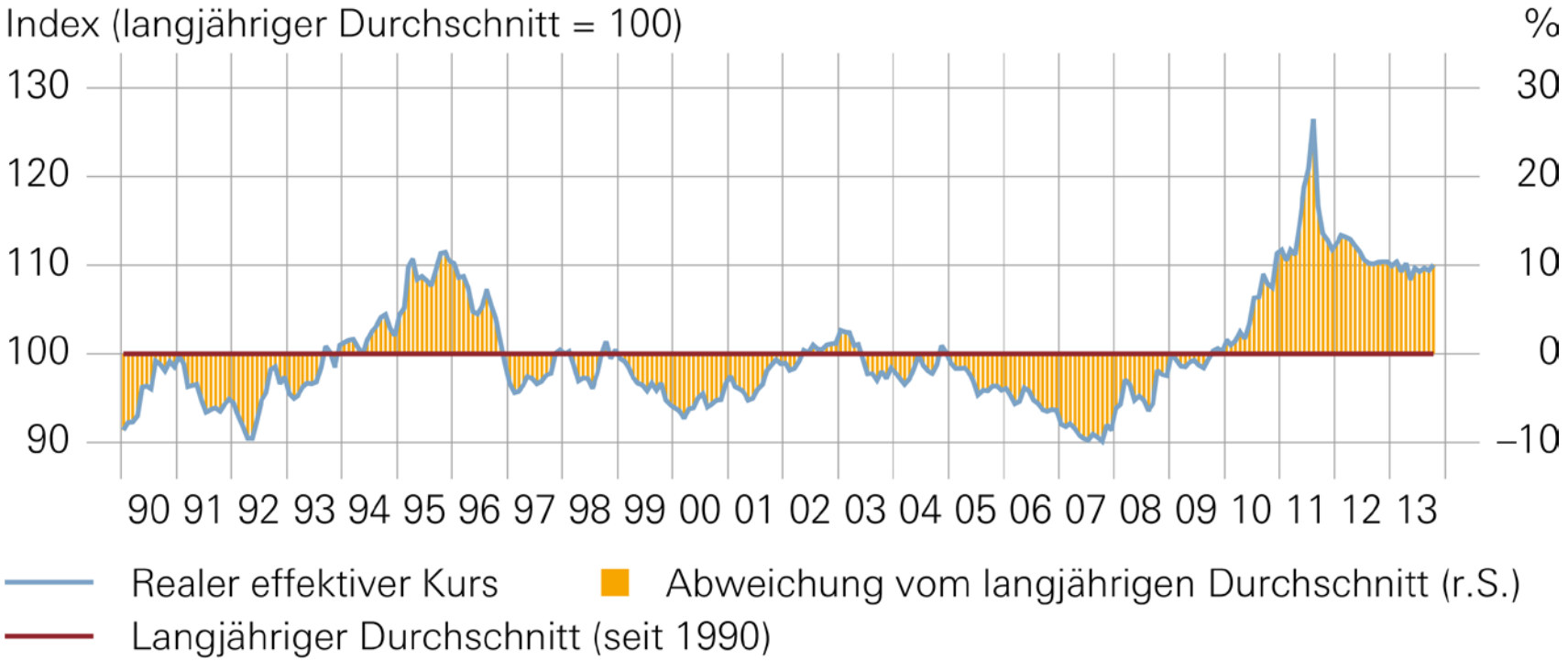



**Quellen:** SNB, Bloomberg

# Grafik 2: Schweizer Franken immer noch hoch bewertet – Mindestkurs bleibt notwendig

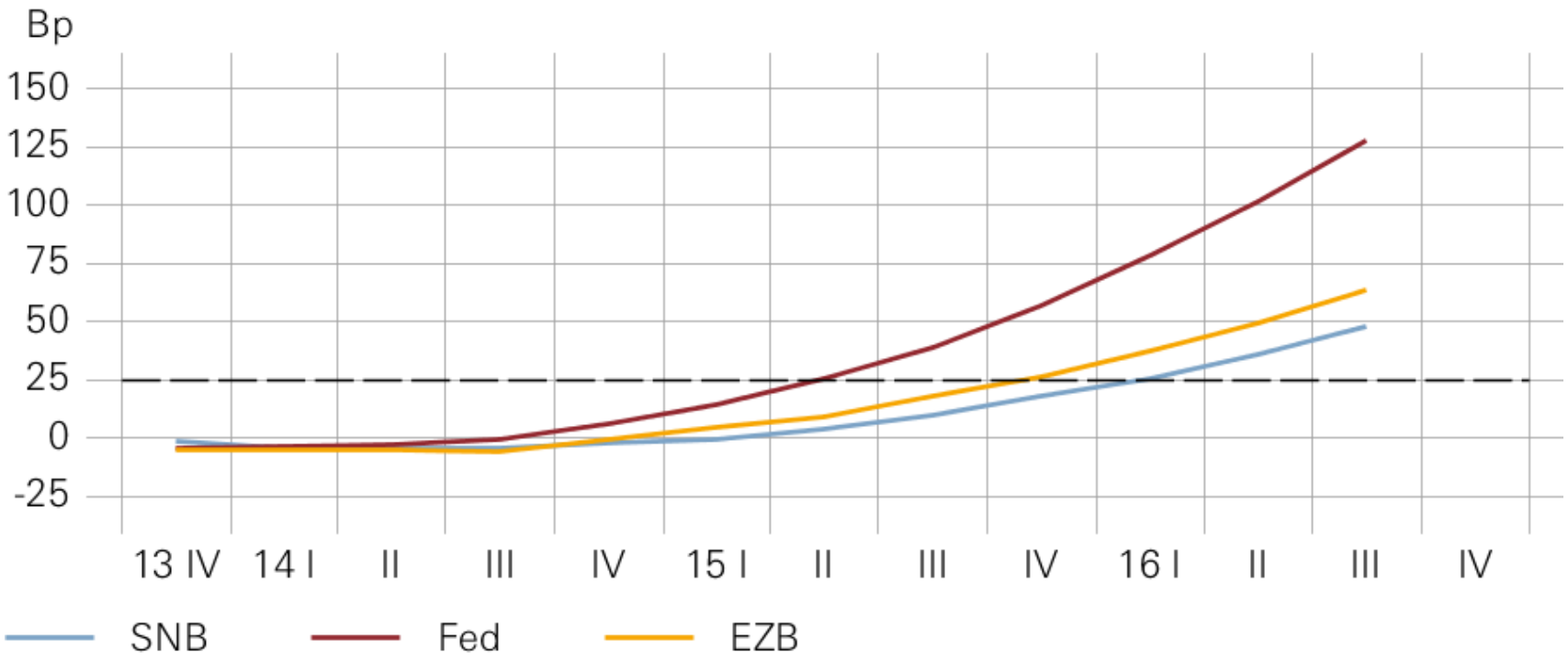
**EFFEKTIVER CHF-WECHSELKURS**

Handelsgewichtet gegenüber 27 Ländern, real




**Quelle:** SNB

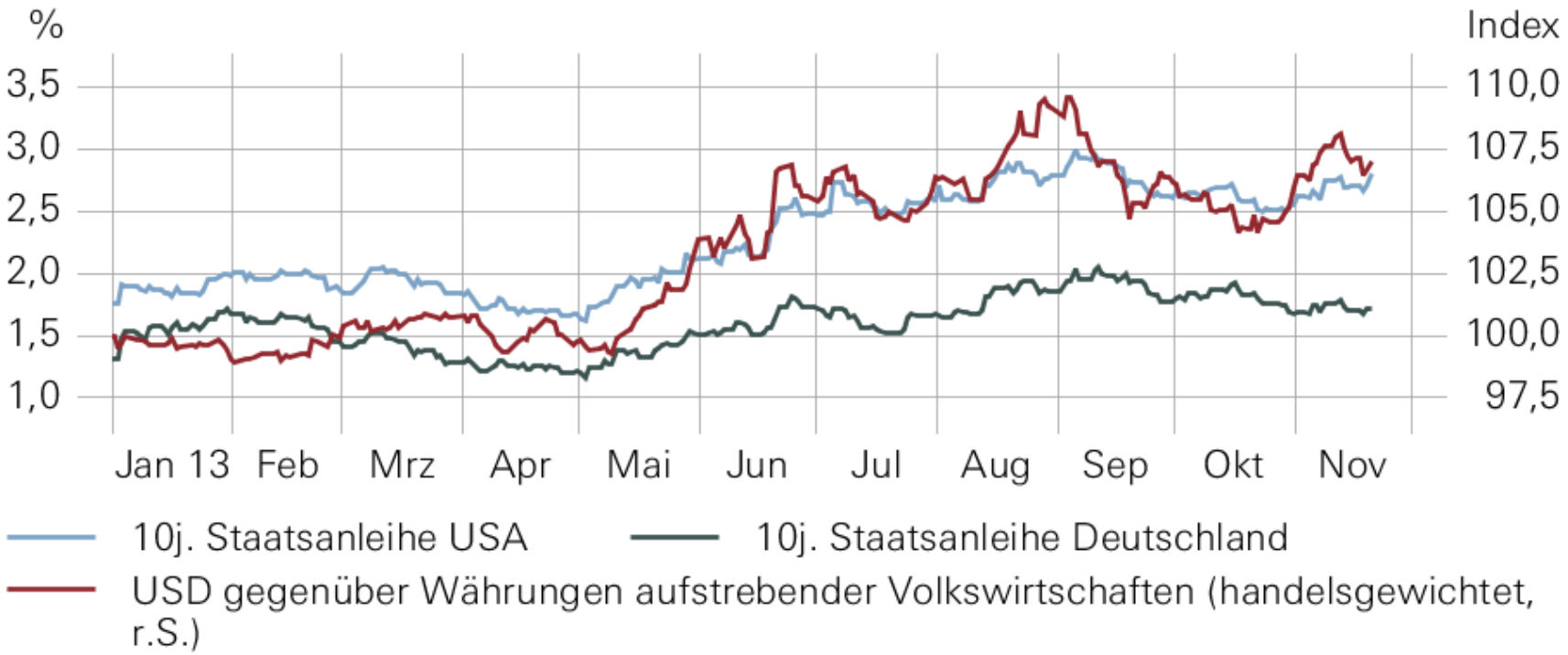
# Grafik 3: Markt erwartet keine Zinserhöhung für 2014




**Quellen:** SNB, Bloomberg

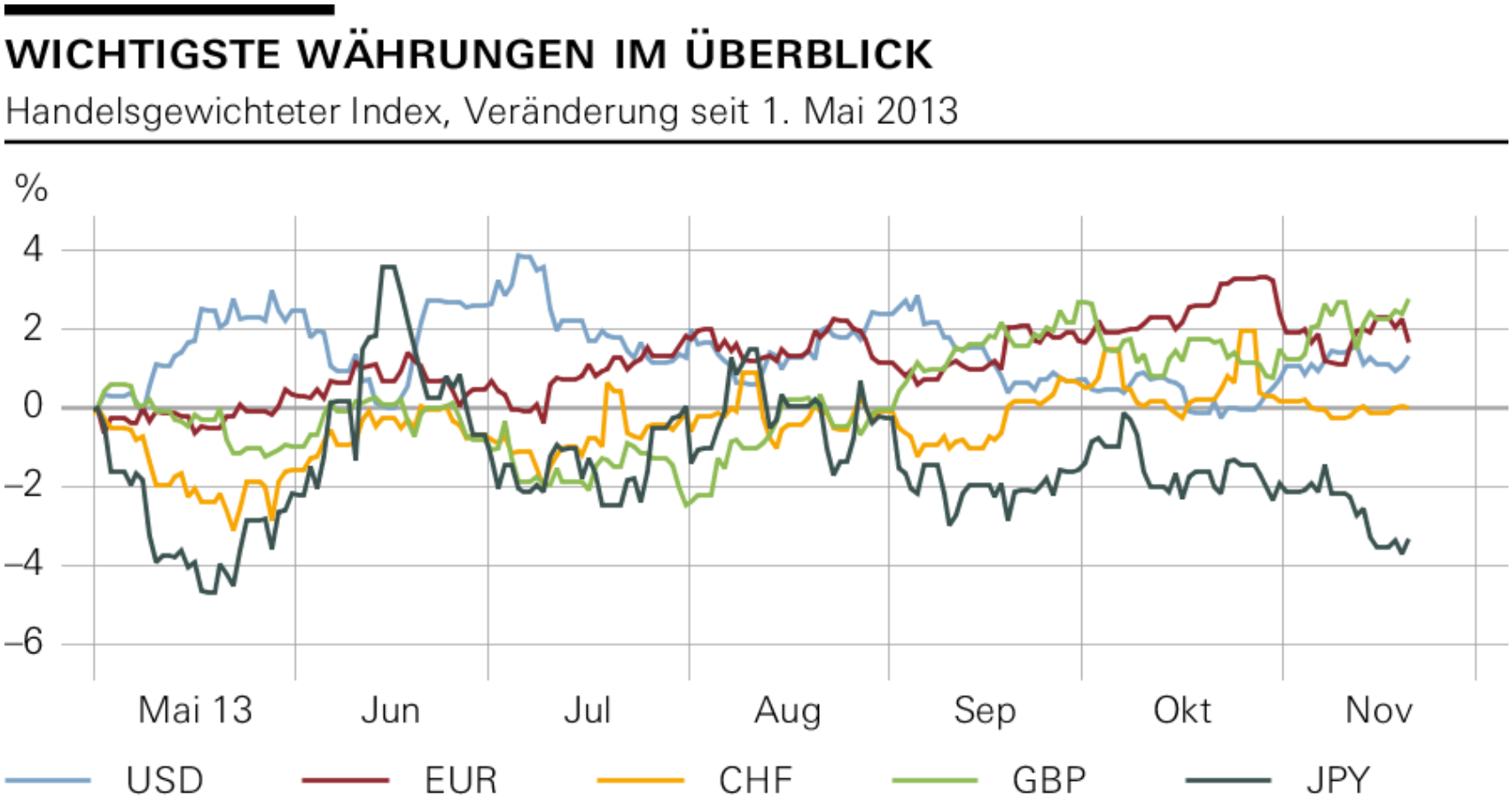
# Grafik 4: Tapering-Debatte – Währungen aufstrebender Volkswirtschaften unter Druck

**10-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN UND WÄHRUNGEN DER AUFSTREBENDEN VOLKSWIRTSCHAFTEN**



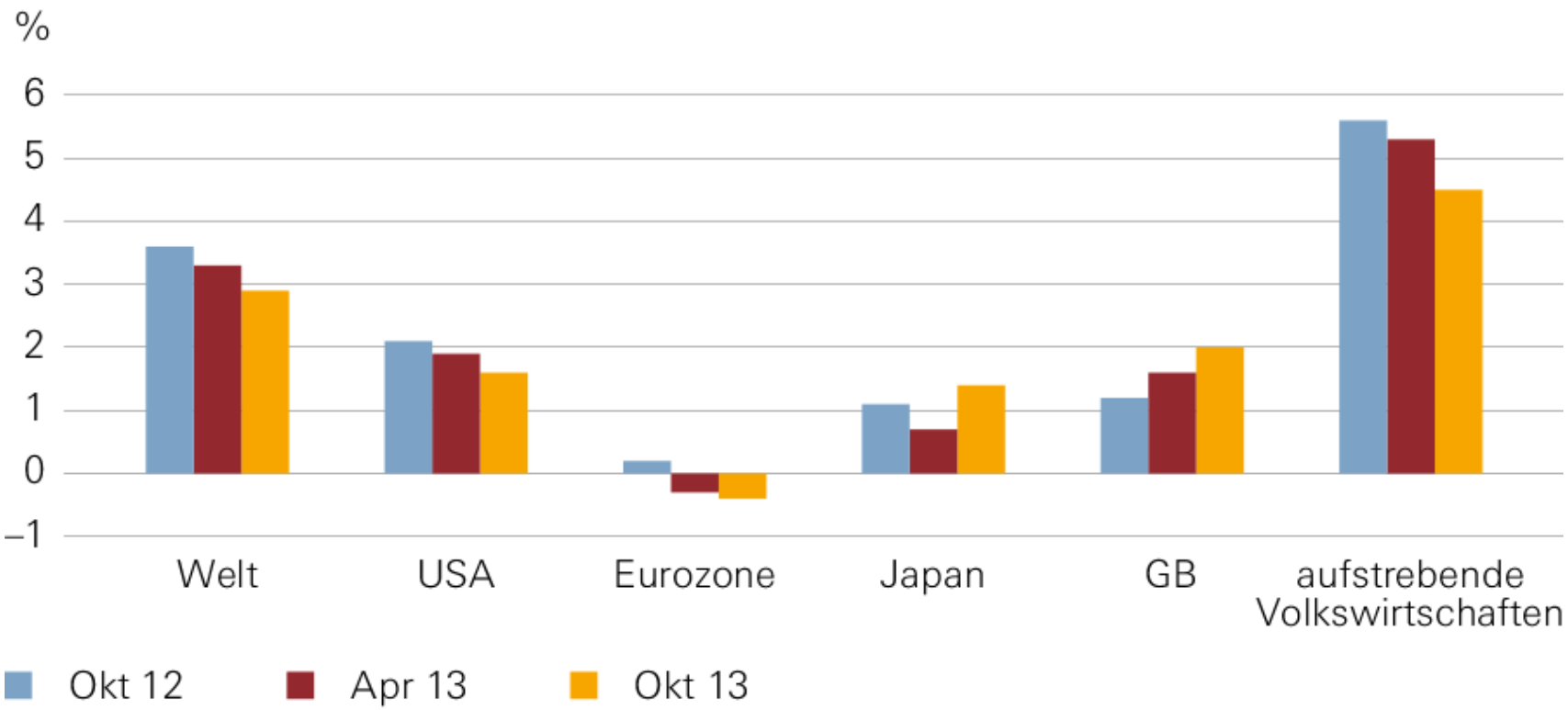

**Quellen:** SNB, Bloomberg, JP Morgan

# Grafik 5: Tapering-Debatte – Schweizer Franken und G4-Währungen weitgehend unberührt




**Quellen:** SNB, Bloomberg, JP Morgan

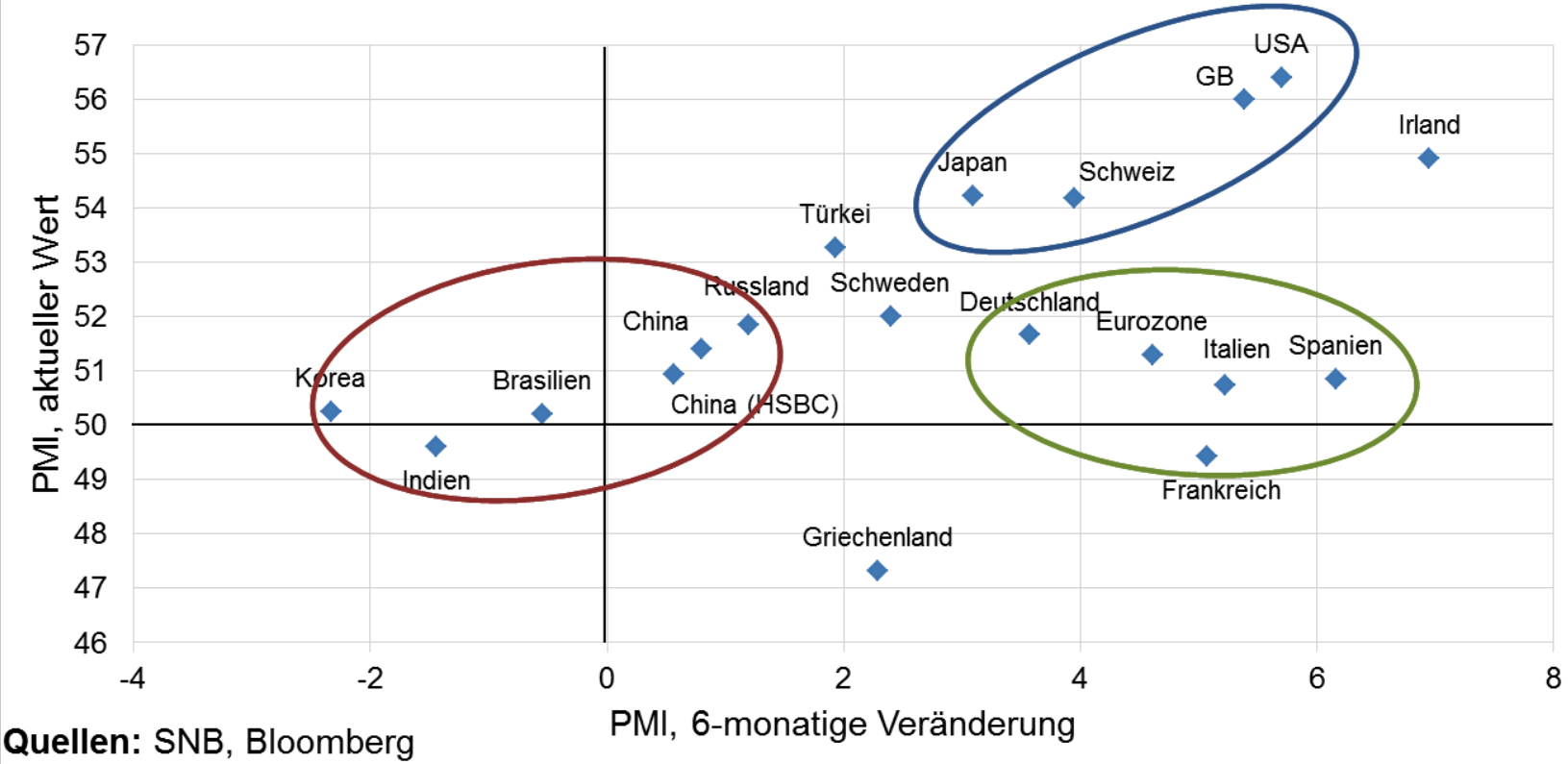
# Grafik 6: Konjunkturerholung verzögert sich – Prognosen wurden gesenkt




**Quellen:** SNB, IWF

# Grafik 7: Veränderung in der Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft

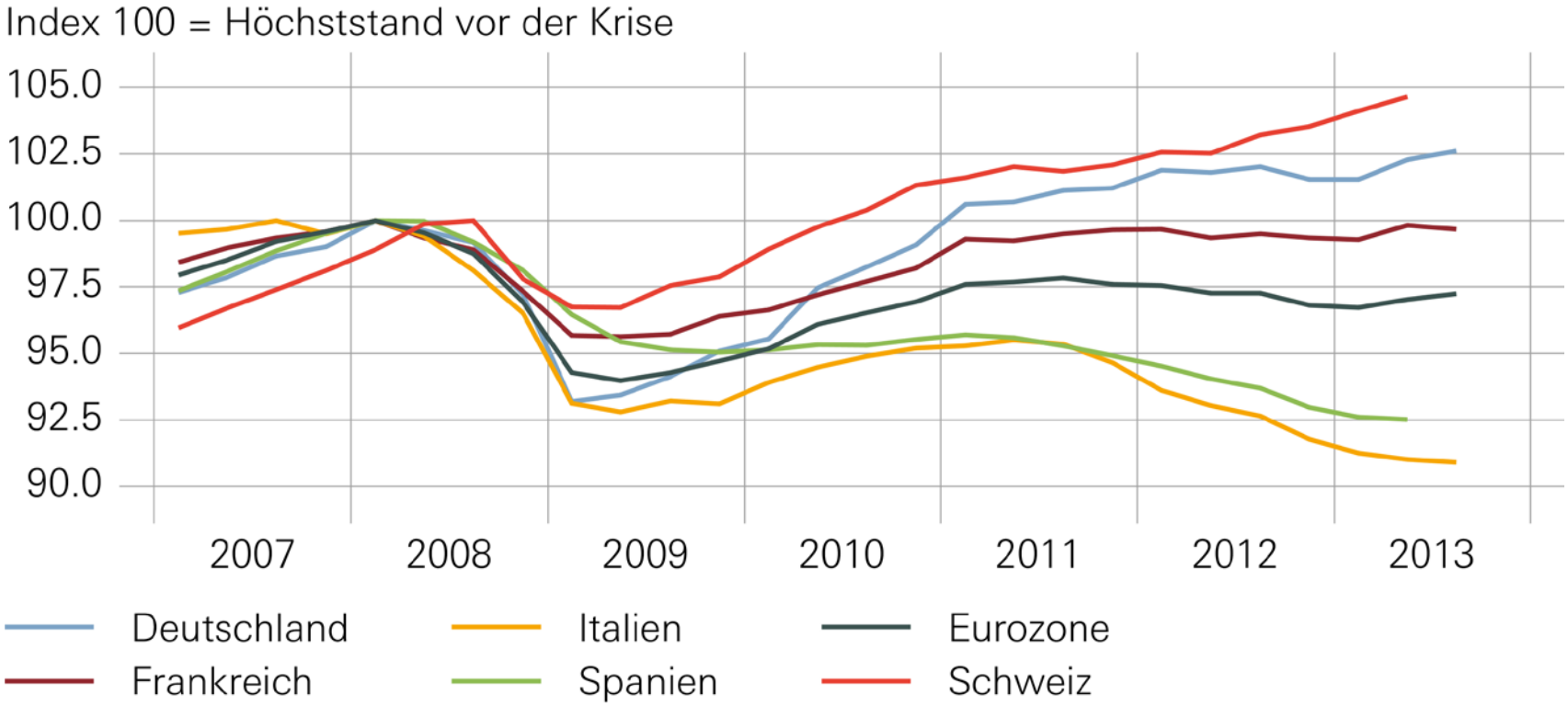
**EINKAUFSMANAGERINDIZES (PMI), INDUSTRIE**




**Quellen:** SNB, Bloomberg

# Grafik 8: Heterogenität in der Eurozone besteht weiter

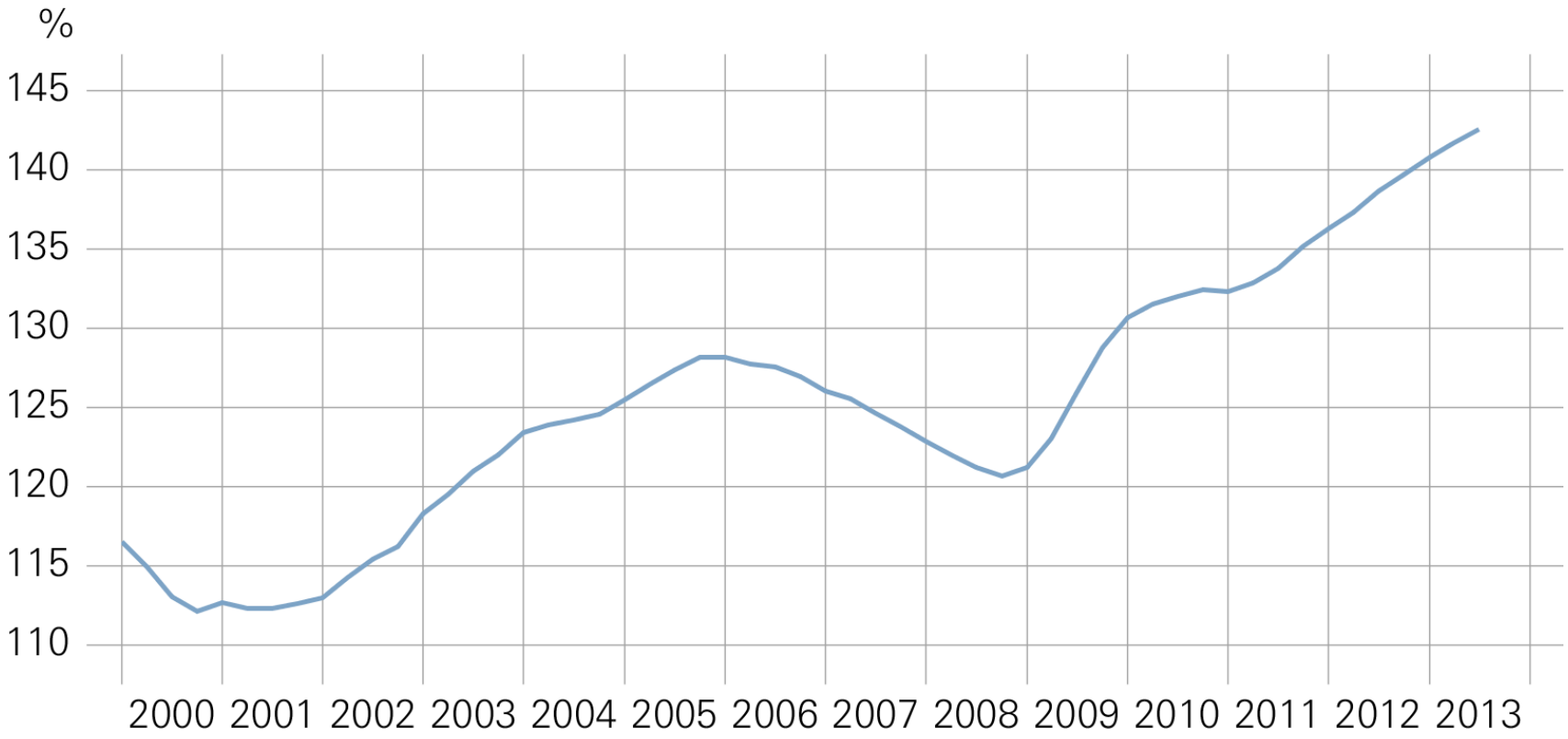
## REALES BIP, EUROZONE UND SCHWEIZ




**Quelle:** SNB

# Grafik 9: Ungleichgewichte auf dem Schweizer Hypothekar- und Immobilienmarkt weiter verschärft

## HYPOTHEKARVERSCHULDUNG IM VERHÄLTNIS ZUM BIP

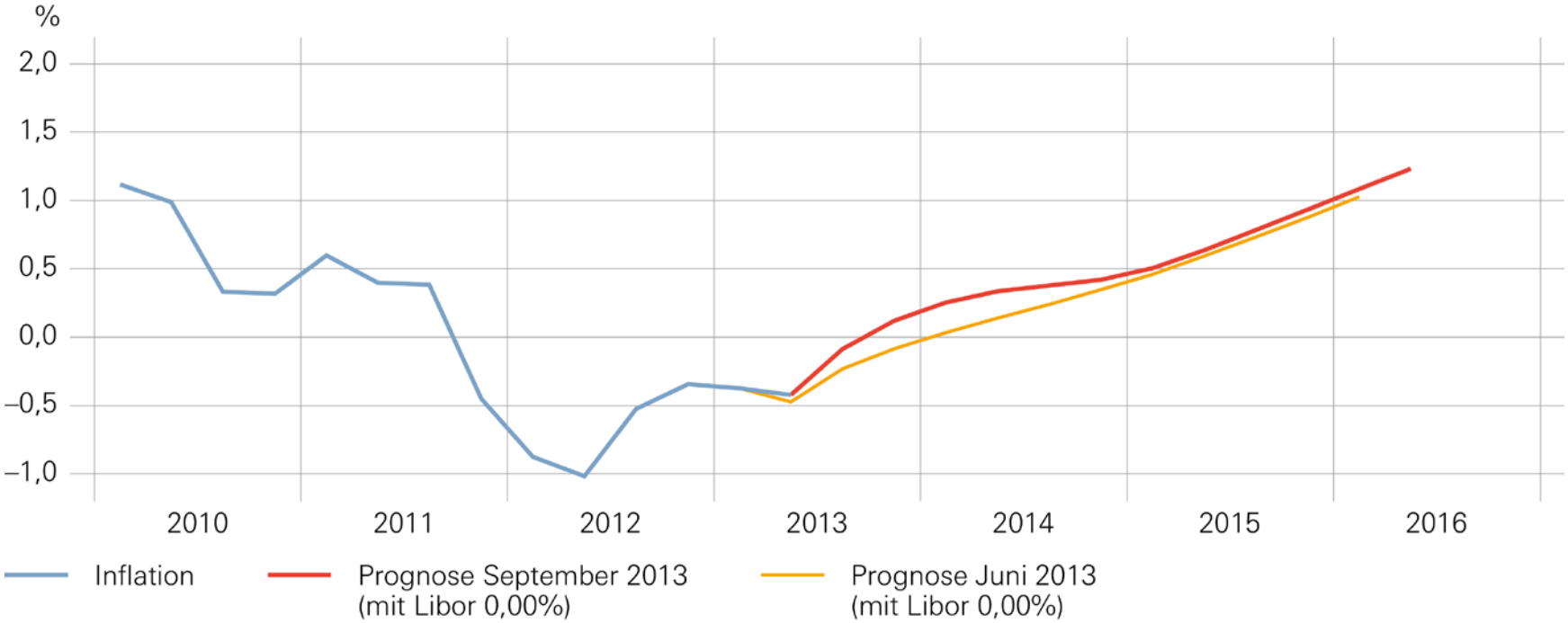



**Quelle:** SNB

# Grafik 10: Keine Inflationsrisiken in der Schweiz

**BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE SEPTEMBER 2013**

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent




**Quelle:** SNB

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Copyright Schweizerische Nationalbank

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