Referat

Sperrfrist
26. März 2015 18:00

Nach dem Mindestkurs: Geldpolitik vor neuen Herausforderungen

Geldmarkt-Apéro

Fritz Zurbrügg

Mitglied des Direktoriums*
Schweizerische Nationalbank
Zürich, 26. März 2015
© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2015

* Der Referent dankt Dirk Faltin für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Marco Huwiler und Peter Kuster für ihre wertvollen Kommentare.

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich begrüsse Sie ganz herzlich zu unserem traditionellen Geldmarkt-Apéro in Zürich. Es freut mich sehr, dass Sie unserer Einladung so zahlreich gefolgt sind. Vor einem Jahr habe ich an dieser Stelle über die Anlagepolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) gesprochen. Damals bin ich nur ganz nebenbei – sozusagen als Vorprogramm – kurz auf die Geldpolitik und den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro eingegangen. Dieses Jahr – und das dürfte niemanden von Ihnen überraschen – ist die Geldpolitik in meinen Ausführungen ganz klar das Hauptprogramm.

Am 15. Januar dieses Jahres hat die Nationalbank den Mindestkurs zum Euro aufgehoben. Dies hat weltweit grosses Aufsehen erregt. An den Finanzmärkten kam es kurzfristig zu heftigen Preisbewegungen. Für grosse Teile der Schweizer Wirtschaft hat dieser Schritt erhebliche Konsequenzen. Und auch für die Nationalbank war das Ende des Euro-Mindestkurses ein einschneidendes Ereignis.

Ich möchte daher heute die Gelegenheit nutzen, um näher auf die Gründe der Aufhebung des Mindestkurses einzugehen. Zudem werde ich die Auswirkungen beleuchten, die das Ende des Mindestkurses für die Wirtschaftsaussichten und die Preisentwicklung in der Schweiz hat. Zu Beginn möchte ich Ihnen jedoch noch einmal die Umstände in Erinnerung rufen, die im September 2011 zur Einführung des Mindestkurses geführt hatten. Anschliessend an mein Referat wird uns mein Kollege Dewet Moser vom jüngsten «Szenenwechsel bei der Umsetzung der Geldpolitik» berichten.

Von der Finanzkrise zum Mindestkurs

Vor nunmehr fast acht Jahren begann die internationale Finanzkrise. Im August 2007 kam es zu extremen Verspannungen am Geldmarkt. Diesen begegneten die Zentralbanken der Industrieländer, indem sie ihre Leitzinsen senkten und die Liquiditätsversorgung der Interbankenmärkte erhöhten. Als sich die Bankenkrise mehr und mehr zu einer Finanz- und Wirtschaftskrise auswuchs, stieg die Nachfrage nach sicheren Anlagen – und somit auch nach Schweizer Franken – rasant an. Seit Ende 2007 geriet der Franken unter Aufwertungsdruck *(Grafik 1)*. Nach dem Kollaps von Lehman Brothers im Herbst 2008 senkten die Zentralbanken zügig die kurzfristigen Zinssätze auf bis dato nicht gesehene Tiefststände. So senkte die SNB das Zielband für den Dreimonats-Libor Anfang 2009 auf 0% bis 0,75%. Der Satz für einwöchige Repogeschäfte, mit dem der Libor gesteuert wurde, lag bereits seit Ende 2008 nahe bei null. Die konventionelle Geldpolitik, d.h. die Steuerung der Wirtschaft über die kurzfristigen Zinssätze, war damit an eine Grenze gestossen.

Befürchtungen, die Geldpolitik verfüge über keine weiteren Möglichkeiten mehr, waren aber unbegründet. Die Zentralbanken der Industrieländer griffen nun zunehmend auf sogenannte unkonventionelle Instrumente zurück. Bei der SNB gehörten dazu Repogeschäfte mit langen Laufzeiten, Käufe von Frankenobligationen privater inländischer Schuldner und Interventionen am Devisenmarkt. Ich möchte daran erinnern, dass die SNB zwischen den frühen 1980er-Jahren und 2009 nur ganz selten am Devisenmarkt interveniert hatte. In der Regel handelte es

sich um kleine Beträge im Rahmen koordinierter Interventionen der Zentralbanken 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. Als im Frühjahr 2010 die Schuldenkrise der Eurozone erstmals eskalierte, waren dazu umfangreiche Devisenkäufe notwendig. Nachdem die konjunkturelle Erholung Tritt gefasst hatte, wurden die Devisenkäufe im Juni 2010 vorläufig eingestellt.

In der ersten Jahreshälfte 2011 verschärfte sich jedoch die Lage in der Eurozone erneut. Weitere Länder des Euroraums wurden in den Strudel der Krise gerissen. Der globale Konjunkturausblick trübte sich ein, und ein Streit um den Staatshaushalt der USA sorgte an den Finanzmärkten für zusätzliche Verunsicherung. Der Aufwertungsdruck auf den Franken war immens. Im August 2011 lag der reale exportgewichtete Wechselkurs des Frankens zeitweilig um 40% über seinem langjährigen Durchschnitt *(Grafik 2).*

Um diese ausserordentliche Frankenstärke zu bekämpfen, verengte die Nationalbank im August 2011 das Zielband für den Libor auf 0% bis 0,25%, wobei sie einen Wert so nahe bei null wie möglich anstrebte. Zudem liess sie die Giroguthaben der Banken bei der SNB deutlich ansteigen.[1] Zwar zeigten diese Massnahmen einen gewissen Erfolg. Aufgrund der anhaltenden Unsicherheiten an den Finanzmärkten und weiterer negativer Nachrichten aus der Eurozone blieb der Aufwertungsdruck auf den Franken jedoch hoch und verstärkte sich Anfang September 2011 sogar weiter. Daher beschloss die SNB, dem Devisenmarkt eine klare Leitplanke in Form einer Kursuntergrenze des Frankens zum Euro vorzugeben. Am 6. September 2011 teilte sie mit, dass sie am Devisenmarkt fortan keine Notierung unter einem Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro mehr tolerieren werde.

Mit dieser ausserordentlichen Massnahme stellte sich die SNB der akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegen, die von der massiven Überbewertung des Frankens ausgingen. Der Mindestkurs wurde als temporäre Notmassnahme in einer Zeit extremer Verwerfungen eingeführt. Zwar blieb der Franken auch in der Folgezeit hoch bewertet. Dennoch wurde die Deflationsgefahr eingedämmt. Zudem verschaffte der Mindestkurs den Schweizer Unternehmen, insbesondere der Exportwirtschaft und den Branchen mit Importkonkurrenz, in einer sehr schwierigen Situation eine gewisse Planungssicherheit.

Die Aufhebung des Mindestkurses

Der Mindestkurs hat der Schweiz in einer aussergewöhnlichen Lage zweifellos grosse Dienste geleistet. Allerdings gilt auch in der Geldpolitik das alte Sprichwort der Ökonomen: «There is no such thing as a free lunch» – also nichts ist wirklich umsonst zu haben. Als der Mindest-

1 Im August 2011 kündigte die SNB an, die Giroguthaben der Banken bei der Nationalbank innerhalb weniger Tage von 30 Mrd. auf 80 Mrd. Franken steigen zu lassen, um die Liquidität am Frankengeldmarkt deutlich zu erhöhen. Kurz darauf beschloss sie, die Sichtguthaben der Banken nochmals signifikant auf 120 Mrd. und schliesslich auf 200 Mrd. Franken zu erhöhen.

kurs eingeführt wurde, war sich das Direktorium der SNB voll bewusst, dass damit auch Risiken verbunden sind. Auf diese Risiken haben wir immer hingewiesen. Es war damit zu rechnen, dass zur Durchsetzung des Mindestkurses allenfalls grosse Devisenkäufe und eine entsprechende Ausweitung der Devisenreserven nötig sein würden. Grundsätzlich muss die SNB bereit sein, solche Risiken zu tragen, wenn dies für die Erfüllung ihres gesetzlichen Auftrags notwendig ist und wenn absehbar ist, dass diese Risikonahme ihren geldpolitischen Zweck erfüllt.

Vom 6. September 2011 bis zum 15. Januar 2015, also über mehr als drei Jahre und vier Monate, haben wir den Mindestkurs konsequent durchgesetzt. Als die Euro-Schuldenkrise im Jahr 2012 ihren Höhepunkt erreichte, waren dazu Devisenkäufe in Höhe von 188 Mrd. Franken notwendig. Zusammen mit den Käufen der Vorjahre hat dies die Devisenreserven von 50,5 Mrd. Franken im Jahr 2007 auf 432,2 Mrd. Franken Ende 2012 anschwellen lassen *(Grafik 3*). Damit hat die SNB klar gezeigt, dass sie bereit ist, die zur Umsetzung der Geldpolitik notwendigen Bilanzrisiken in Kauf zu nehmen. Dass diese Risiken auch konkrete Folgen haben können, mussten SNB-Aktionäre, Bund und Kantone im vergangenen Jahr erfahren. Zum ersten Mal in der Geschichte der Nationalbank konnten für das Geschäftsjahr 2013 keine Dividenden und Gewinne ausbezahlt werden, da der Goldpreisverfall und Wechselkursverluste zu einem stark negativen Jahresergebnis geführt hatten. Selbstverständlich hat dies keine Begeisterungsstürme ausgelöst. Zentral ist aber, dass die Grundsätze der Vereinbarung über die Gewinnausschüttung der Nationalbank nicht in Frage gestellt wurden. Die Tatsache, dass mit einer hohen Bilanzsumme auch ein hohes Verlustrisiko einhergeht, wurde allgemein verstanden und anerkannt.

Trotz der mehrjährigen, erfolgreichen Durchsetzung des Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro kamen wir im Januar 2015 zum Schluss, dass diese Massnahme nicht mehr nachhaltig und somit geldpolitisch nicht mehr zu rechtfertigen ist. Was führte zu dieser fundamentalen Neubeurteilung? Blenden wir kurz zurück ins Jahr 2014: Während die Erwartungen auf eine Zinserhöhung in den USA stiegen, zeichnete sich in der Eurozone ab Mitte letzten Jahres eine weitere Lockerung der Geldpolitik ab. In der Folge schwächte sich der Euro zum US-Dollar stark ab. Dies wirkte sich weiter auf den Euro-Frankenkurs aus, der schon längere Zeit nahe am Mindestkurs notiert hatte. Aus diesem Grund machte der Franken die Abwärtsbewegung des Euros gegenüber dem US-Dollar weitgehend mit. An der Lagebeurteilung Mitte Dezember waren wir gleichwohl immer noch überzeugt, dass der Mindestkurs das richtige Instrument war, um adäquate monetäre Bedingungen sicherzustellen. Kurz danach nahm jedoch die Dynamik der Euro-Abschwächung stark zu, und der Druck auf den Franken erhöhte sich massiv. Es wurde klar, dass ein Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro nicht mehr nachhaltig ist. Die SNB hätte ihn nur noch mit anhaltenden und rasch zunehmenden Interventionen am Devisenmarkt durchsetzen können.

So kamen wir zum Schluss, dass unter diesen vollständig veränderten internationalen Rahmenbedingungen ein Festhalten am Mindestkurs nur auf Kosten einer unkontrollierbaren Ausweitung der Bilanz möglich gewesen wäre. Diese hätte potenziell sogar ein Mehrfaches

des schweizerischen Bruttoinlandprodukts (BIP) erreichen können. Die mit einer solchen Bilanzausweitung verbundenen Risiken hätten in keinem Verhältnis zum Nutzen für die Wirtschaft gestanden. Namentlich hätte diese unkontrollierbare Bilanzausweitung die künftige geldpolitische Handlungsfähigkeit der SNB stark beeinträchtigt und die Erfüllung ihres gesetzlichen Mandats in der langen Frist gefährdet. Zum einen hätte dies den zukünftigen Einsatz von Deviseninterventionen erheblich erschwert, und zum anderen wäre die Rückführung dieser enormen Liquidität bei einer zukünftigen Normalisierung der Geldpolitik mit grossen Schwierigkeiten und Kosten verbunden gewesen.

Kommunikation und Zeitpunkt der Mindestkursaufhebung

Die Aufhebung des Mindestkurses hat die Finanzmärkte überrascht. Entsprechend gross waren die Preisreaktionen an den Devisen- und Aktienmärkten. In Zeiten, in denen Transparenz und Offenheit in der Geldpolitik hoch im Kurs stehen, ist die abrupte Beendigung der Mindestkurspolitik bei manchen Beobachtern auf Unverständnis gestossen. Transparenz ist allerdings kein Selbstzweck, sondern Teil der Geldpolitik. Traditionelle Geldpolitik funktioniert über die Steuerung der kurzfristigen Zinsen. Diese wiederum wirken auf die Wechselkurse und längerfristigen Zinsen und beeinflussen damit – wenn auch zeitversetzt – die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und schliesslich die Löhne und Preise in der Wirtschaft. Mit einer transparenten und glaubhaften Kommunikation ihrer Absichten kann die Nationalbank die Erwartungen, namentlich an den Finanzmärkten, beeinflussen und so den Wirkungsgrad ihrer Geldpolitik verbessern.

Wir möchten grundsätzlich vermeiden, dass unsere geldpolitischen Massnahmen die Akteure überraschen und starke Preisbewegungen an den Finanzmärkten auslösen. Im Rahmen der traditionellen Zinspolitik ist es somit von Vorteil, wenn die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer nicht allzu stark von den tatsächlichen Zinsänderungen der SNB abweichen. In aller Regel gibt es also keinen Widerspruch zwischen Transparenz in der Kommunikation und unseren Absichten in der Geldpolitik.

Doch es gibt Ausnahmen: Der Ausstieg aus dem Mindestkurs, eine Massnahme mit einem direkten Bezug zum Devisenmarkt, ist eine solche Ausnahme. Eine Ankündigung oder auch nur der geringste Hinweis auf eine bevorstehende Aufhebung des Mindestkurses hätte zu massiven Spekulationen gegen die SNB geführt. Wir wären dann gezwungen gewesen, diese Spekulationen durch Devisenkäufe praktisch zu «subventionieren».

Dieselben Argumente erklären im Übrigen auch, weshalb ein gradueller Ausstieg aus dem Mindestkurs oder der «sanfte» Übergang zu einer Politik mit einem anderen expliziten Wechselkursbezug wie die Anbindung an einen Währungskorb nicht praktikabel waren. Ein solches Vorgehen hätte ebenfalls der Spekulation Tür und Tor geöffnet. Es gab also keine vernünftige Alternative zu einer überraschenden und vollständigen Aufhebung des Mindestkurses.

Es stellte sich indes die Frage, wann genau wir unseren Entscheid kommunizieren sollten. Wir haben den Morgen des 15. Januar gewählt, damit sich die Marktteilnehmer von einem normalen Marktumfeld ausgehend der zweifellos schwierigen neuen Situation stellen konnten. Mit

der Aufhebung des Mindestkurses an einem Wochentag und bei voller Marktpräsenz wurde das Risiko gering gehalten, einen Teil der Banken und deren Kunden gegenüber anderen zu benachteiligen oder Einzelne zu privilegieren. Zu diesem Zeitpunkt konnten etablierte Zugangsmöglichkeiten zum Markt über elektronische Handelsplattformen oder telefonisch zu den Handelsdesks der wichtigen Devisenhandelshäuser breit genutzt werden, obschon unmittelbar nach der Ankündigung natürlich gewisse Einschränkungen zu verzeichnen waren. Umgekehrt hätte beispielsweise die Ankündigung der Mindestkursaufhebung an einem Wochenende zu einer unklaren Situation über die Handelsbedingungen bei Eröffnung des Devisenmarktes am Sonntagabend Schweizer Zeit geführt. Zu den Handelszeiten in Australien wäre der dortige Markt, wo normalerweise nur rund 1% der täglichen Umsätze am Franken-Devisenmarkt getätigt wird, von den Handelsvolumen überrollt worden. Man kann sich leicht vorstellen, dass die Verwerfungen im australischen Markt noch grösser gewesen wären als jene vom Morgen des 15. Januar und sich möglicherweise erhebliche Übertragungseffekte am Finanzmarkt insgesamt breitgemacht hätten. Das wollten wir verhindern.

Geldpolitik nach dem Mindestkurs

Was heisst nun das Ende des Mindestkurses für die Geldpolitik in der Schweiz? Zunächst möchte ich festhalten, dass die Aufhebung des Mindestkurses nicht bedeutet, dass die SNB fortan dem Geschehen am Devisenmarkt nur noch als Zuschauerin beiwohnt. Bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik trägt sie weiterhin der Wechselkurssituation Rechnung. Sie wird deshalb bei Bedarf auch künftig am Devisenmarkt aktiv sein, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Allerdings kommt mit dem Ende des Mindestkurses der Zinssteuerung wieder grössere Bedeutung zu. Im Dezember vergangenen Jahres beschloss die SNB erstmals einen Negativzins von minus 0,25% auf Giroguthaben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei der SNB halten, zu erheben. Am 15. Januar, also gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses, passten wir den Negativzins auf minus 0,75% an. Die starke Zinssenkung soll die Auswirkungen der Frankenaufwertung abfedern und damit einer Straffung der monetären Rahmenbedingungen entgegenwirken, indem sie das Halten von Franken gegenüber anderen Währungen deutlich verteuert.

Negativzinsen werden zurzeit in der Öffentlichkeit intensiv diskutiert. Dies ist nicht weiter erstaunlich. Schliesslich ist das Negativzins-Instrument in dieser Form ein geldpolitisches Novum, das erst bei wenigen Zentralbanken zur Anwendung gelangt ist.[2] Ausser der SNB haben bisher die Dänische Nationalbank, die Schwedische Reichsbank und die EZB vom Negativzins-Instrument Gebrauch gemacht. Dementsprechend sind die Erfahrungen mit diesem Instrument noch nicht sehr gross.

2 In der Schweiz wurden bereits in den 1970er-Jahren zeitweilig Negativzinsen in der Form einer Kommission auf ausländische Gelder bei Geschäftsbanken erhoben. Im Gegensatz zu damals betrifft der Negativzins heute alle Giroguthaben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei der SNB halten.

Zwei Monate nach Einführung des Negativzinses können wir feststellen, dass die Massnahme wirkt und die gewünschten Reaktionen am Geld- und Kapitalmarkt erzielt. Der Dreimonats-Libor notiert seit der Ankündigung im negativen Bereich, erreichte einen bisherigen Tiefstwert von minus 0,96% und liegt nun ungefähr in der Mitte des Zielbandes *(Grafik 4)*. Die langfristigen Zinsen sind ebenfalls gefallen, und auch der Wechselkurs hat sich in der Zwischenzeit von den Extremwerten gelöst, die gleich nach der Mindestkursaufhebung zu beobachten waren. Handelsgewichtet liegt der Franken derzeit immer noch gut 10% höher als zu Beginn des Jahres. Der Franken ist insgesamt deutlich überbewertet und sollte sich über die Zeit abschwächen.

Bei der Ausgestaltung des Instruments stand neben der Höhe des Zinssatzes vor allem die Berechnung der Freibeträge, ab denen der Zins auf Giroguthaben belastet wird, im Mittelpunkt unserer Überlegungen. Wir haben uns entschieden, diese nach einem geldpolitisch und rechtlich robusten Verfahren und nach klaren Regeln zu ermitteln. Die Freibeträge basieren deshalb auf den Mindestreserven, welche die Banken von Gesetzes wegen halten müssen.

Daraus ergibt sich, dass Banken, die im Verhältnis zu ihrer Bilanz hohe Frankenanlagen bei der Nationalbank halten, stärker belastet werden als solche, die geringere Giroeinlagen halten. Diese unterschiedliche Belastung der Banken hat mancherorts für Kritik gesorgt. So wurde argumentiert, dass der Negativzins zu Wettbewerbsverzerrungen im Bankensystem führe. Dies ist keinesfalls unsere Absicht. Der Negativzins ist eine geldpolitische Massnahme, die wie jede andere Zinsveränderung unterschiedliche Wirkungen auf verschiedene Sektoren und Unternehmen hat. Das Ziel des Negativzinses ist, das Halten von grossen Mengen an Frankenliquidität weniger attraktiv zu machen. Daher ist es auch geldpolitisch sinnvoll, jene Banken, die im Vergleich zu ihrer Bilanz viel Frankenliquidität halten, stärker zu belasten.

Wie ich bereits erwähnt habe, sind mit der Einführung des Negativzinses auf Girokonten bei der SNB auch die längerfristigen Zinsen in der Schweiz gefallen. Dabei leben wir bereits seit rund sechs Jahren in einer ausgesprochenen Tiefzinsphase. Selbst langfristige Anlagen sind kaum noch zinstragend. Die Schweizer sind ein Volk von Sparern, und viele Menschen sind wegen der tiefen Zinsen besorgt. Ich kann dies gut nachvollziehen. Allerdings dürfen wir nicht vergessen, dass für Sparer nicht der nominale Zins, sondern allein der reale – also der um die Inflationsrate bereinigte – Zins ausschlaggebend ist. Die Inflation ist schon seit einiger Zeit sehr tief, und gegenwärtig ist sie sogar negativ. Bei negativer Inflation liegt der Realzins über dem Nominalzins. Wie Sie in dieser Grafik (*Grafik 5*) erkennen können, haben wir in der Vergangenheit immer wieder Phasen erlebt, in denen die Realzinsen sogar noch tiefer lagen, als dies zurzeit der Fall ist.

Wichtig ist, dass in dieser, für die Schweizer Wirtschaft schwierigen Situation der Negativzins seine Wirkung entfalten kann und zu einer Abschwächung des Frankens beiträgt. Bestrebungen, den Negativzins durch Ausnahmeregelungen oder Umschichtungen in Bargeld zu umgehen, sind daher im gegenwärtigen Umfeld nicht im Gesamtinteresse der Schweiz. Die Zins- und Wechselkursentwicklungen der letzten Wochen deuten darauf hin, dass unsere geldpolitischen Massnahmen allmählich wirken.

Wirtschaftsausblick

Mit dem Mindestkurs hatte die Nationalbank der Schweizer Wirtschaft Risiken und Anpassungslasten abgenommen und ihr Zeit verschafft, um sich auf einen stärkeren Franken einzustellen. Wir sind uns bewusst, dass mit der Aufhebung des Mindestkurses schwierigere Zeiten auf die Schweiz zukommen. Der höhere Frankenkurs und insbesondere das Tempo der Frankenaufwertung seit der Aufhebung des Mindestkurses stellen vor allem die Exportwirtschaft und die Branchen mit Importkonkurrenz vor grosse Herausforderungen.

Im letzten Jahr ist die Schweizer Wirtschaft mit 2% zum Vorjahr gewachsen. Dieser Zuwachs lag leicht über dem langfristigen Potenzialwachstum und zeugt von einer robusten Verfassung unserer Volkswirtschaft. Mit dem Wegfall des Mindestkurses haben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verschlechtert. Für dieses Jahr rechnen wir daher mit einer deutlich moderateren Expansion der realen Wirtschaftsleistung von nur noch knapp 1%. Insbesondere im ersten Halbjahr ist mit einer spürbaren Abschwächung der Wirtschaftsentwicklung zu rechnen. So dürfte es kurzfristig zu einer deutlichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten und einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit kommen.

Allerdings sind derartige Prognosen zurzeit mit besonders grossen Unsicherheiten behaftet. Einerseits hängen sie davon ab, wie sich der Frankenkurs in den kommenden Monaten entwickelt. Andererseits bleibt das internationale Umfeld ungewiss: Im Gegensatz zu 2011 präsentiert sich die Wirtschaft in den USA heute in einer robusteren Verfassung. Für die Eurozone stimmen die jüngsten BIP-Zahlen wieder etwas zuversichtlicher, wenngleich die Lage nach wie vor schwierig ist. Ferner wirkt der deutliche Ölpreisrückgang entlastend. Allerdings sind die Risiken nicht gering: Hierzu zählen der Schuldenstreit zwischen Griechenland und den anderen Ländern der Eurozone sowie die Krise in der Ukraine.

Für die längere Frist bin ich zuversichtlich, dass die Schweizer Wirtschaft mit der Frankenaufwertung zurechtkommt. Der Franken war auch in der Vergangenheit eine starke Währung, die sich tendenziell aufwertet. Eine starke Währung ist einerseits Ausdruck einer soliden Wirtschaft und stellt andererseits grosse Anforderungen an die Unternehmen. Das heisst, ein aufwertender Franken erhöht die Preise für die ausländischen Kunden von Schweizer Unternehmen. Um wettbewerbsfähig zu bleiben, muss dieser Nachteil permanent durch Anpassungsfähigkeit, Qualität und Innovationskraft kompensiert werden. Ein Blick auf die verschiedenen Messgrössen der Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft bestätigt, dass dies den Schweizer Unternehmen in der Vergangenheit gut gelungen ist. In diesen Disziplinen rangiert die Schweiz regelmässig in der Spitzengruppe (*Grafik 6*).

Solche Befunde stimmen optimistisch. Allerdings dürfen wir dabei zwei Dinge nicht ausser Acht lassen: Zum einen handelt es sich hier letztlich um Durchschnittswerte. Die einzelnen Branchen und Unternehmen haben sehr unterschiedliche Möglichkeiten, sich auf die neue Währungssituation einzustellen, und werden daher von der Frankenstärke ganz unterschied-

lich betroffen sein.[3] Zum anderen stellt das Ausmass der neuerlichen Frankenaufwertung die Schweizer Wirtschaft vor ausserordentliche Herausforderungen, die wir keinesfalls unterschätzen dürfen. Fest steht: Unternehmerische Leistung bleibt gefragt. Vor dieser Leistung, aber auch vor der Bereitschaft der Arbeitnehmer, die notwendigen Anpassungsprozesse mitzutragen, haben wir den grössten Respekt.

Inflationsausblick

Damit komme ich zum Inflationsausblick. Die SNB hat den gesetzlichen Auftrag, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung in der Schweiz Rechnung zu tragen. Daran hat sich mit dem Ende des Mindestkurses nichts geändert. Dafür werden wir uns auch in Zukunft einsetzen.

Im letzten Jahr bewegte sich die Teuerungsrate gemessen am Konsumentenpreisindex bei etwa null. Dieses Jahr wird die Teuerungsrate deutlich in den negativen Bereich fallen. Zwei Faktoren spielen dabei die entscheidende Rolle: die Frankenaufwertung seit Aufhebung des Mindestkurses und der starke Ölpreiszerfall. Der Ölpreis ist im letzten Jahr in Franken gerechnet um rund 40% eingebrochen. Nach einer ökonomischen Daumenregel führt dies zu einem Rückgang der Teuerungsrate des Konsumentenpreisindexes um fast 1 Prozentpunkt. Ein erheblicher Teil der tiefen Teuerung ist somit auf den Zerfall des Ölpreises zurückzuführen. Wichtig dabei ist, dass es sich bei der Auswirkung der Frankenaufwertung und dem Ölpreisrückgang um vorübergehende Effekte handelt. Die Preisstabilität ist dadurch nicht gefährdet.

Für das laufende Jahr haben wir unsere Prognose von minus 0,1% auf minus 1,1% gesenkt. Dabei dürfte die Teuerungsrate mit minus 1,2% im dritten Quartal dieses Jahres ihren Tiefpunkt erreichen. Für 2016 erwarten wir eine Teuerungsrate von minus 0,5%. Wie Sie in dieser Grafik (*Grafik 7*) erkennen können, wird die Teuerungsrate erst Anfang 2017 wieder im positiven Bereich liegen. Bei diesen Prognosen setzen wir voraus, dass der Dreimonats-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei minus 0,75% bleibt und der Franken sich abschwächt.

Unsere Prognosen zeigen, dass die Phase mit einer negativen Teuerung vorübergehend ist. Das geldpolitische Konzept der SNB sieht vor, dass wir in der mittleren Frist positive Inflationsraten unterhalb von 2% erreichen. Solange also die Teuerungsrate mittelfristig wieder in diesen Bereich ansteigt, ist die Preisstabilität nicht gefährdet. Wichtig ist, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen auch weiterhin im Rahmen der Preisstabilität bleiben. Zwar sind diese Inflationserwartungen zuletzt deutlich gesunken, sie bleiben aber im positiven Bereich verankert. Dies bestätigen regelmässige Umfragen von Dritten sowie die Gespräche der SNB-Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte mit Vertretern von Unternehmen aus allen Wirtschaftsbranchen. Eine anhaltende negative Teuerung oder gar eine Deflationsspirale –

3 Siehe Bäuerle, G. und E. Steiner (2013): «How do individual sectors respond to macroeconomic shocks? A structural dynamic factor approach applied to Swiss data», SNB Working Papers Nr. 9, 2013, oder Drechsel, D. et al. (2015): «How are firms affected by exchange rate shocks? Evidence from survey based impulse responses», KOF Working Papers No. 371, Januar 2015.

also eine sich selbstverstärkende Wechselwirkung aus konjunkturellem Abwärtstrend und sinkendem Preisniveau – ist somit nicht zu erwarten.

Schlussbetrachtungen

Damit komme ich zum Schluss meiner Ausführungen. Der Mindestkurs wurde in Zeiten extremer Verwerfungen an den Finanzmärkten und in der Weltwirtschaft als ausserordentliche und zeitlich begrenzte Massnahme eingeführt. Über mehr als drei Jahre hat er der Schweiz grosse Dienste geleistet, indem er die massive Überbewertung des Frankens teilweise korrigierte. Im letzten Jahr begann die Ausrichtung der Geldpolitik in den grossen Währungsräumen stark auseinander zu driften. Dies widerspiegelte sich in einer sehr schnellen und starken Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar. Ein Mindestkurs von 1.20 Franken zum Euro war damit nicht mehr nachhaltig. Die zur Durchsetzung des Mindestkurses notwendigen hohen und steigenden Deviseninterventionen hätten zu einer unkontrollierbaren Ausweitung der Bilanz der Nationalbank geführt. Dies hätte auf längere Frist unseren geldpolitischen Handlungsspielraum stark eingeschränkt und damit die Erfüllung des gesetzlichen Mandats gefährdet.

Mit dem Negativzins und unserer Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, verfügen wir unter den aktuellen internationalen Rahmenbedingungen über die Instrumente, die es uns ermöglichen, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten. Auch aus heutiger Sicht ist die Preisstabilität mittel- und langfristig nicht gefährdet. Der Effekt der Aufwertung auf die Konsumentenpreise ist vorübergehend, auch wenn er einige Zeit anhalten dürfte. Mit Blick auf den Konjunkturverlauf sind wir uns bewusst, dass mit der Aufhebung des Mindestkurses wieder schwierigere Zeiten auf die Schweiz zukommen.

Wir trauen es aber der Schweizer Wirtschaft und ihren Akteuren zu, diese Herausforderungen anzunehmen und sich auf den starken Franken einzustellen. Gerade die letzten Jahre haben eindrücklich gezeigt, dass die hiesigen Unternehmen über eine ausserordentliche Anpassungsfähigkeit verfügen. Der Franken ist deutlich überbewertet. Zwar sollte er sich über die Zeit abschwächen. Bis dahin stellt aber die starke und vor allem sehr abrupte Frankenaufwertung eine grosse Herausforderung dar. Ich sage es daher noch einmal: Meine Kollegen im Direktorium der Nationalbank und ich haben sehr grossen Respekt für die schwierigen Aufgaben, die jetzt von der Wirtschaft zu lösen sind.

Nach dem Mindestkurs: Geldpolitik vor neuen Herausforderungen

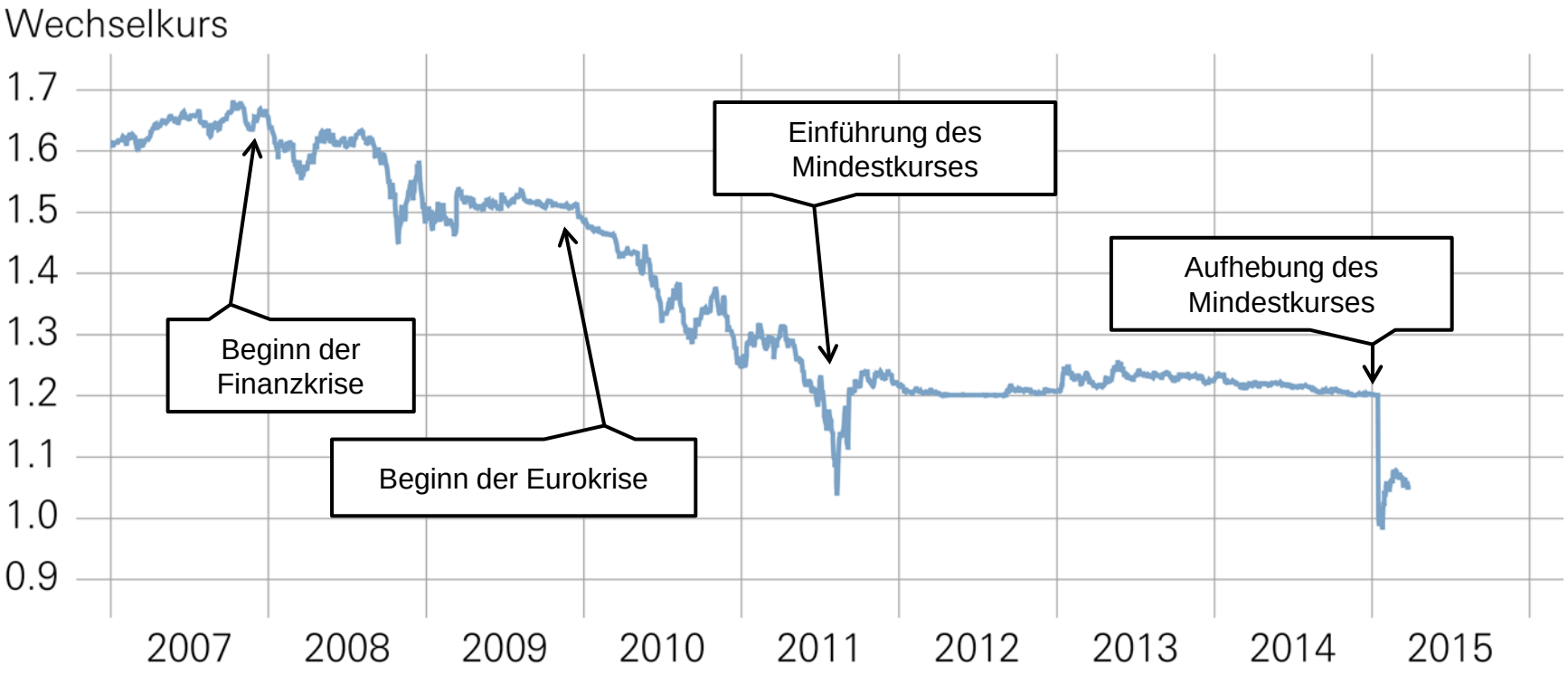
Fritz Zurbrügg
Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 26. März 2015

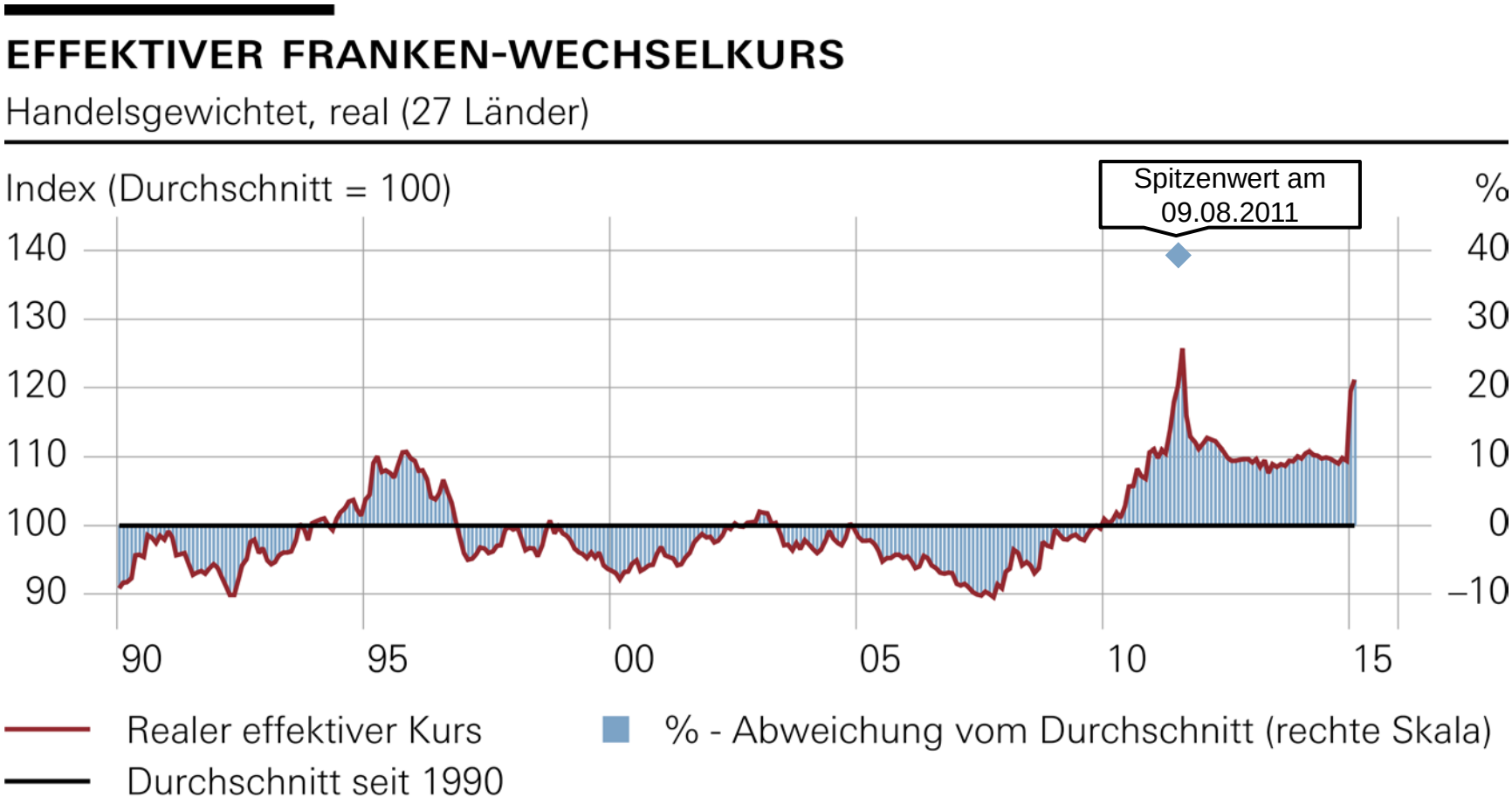
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

Der Franken hat sich seit Beginn der Finanzkrise massiv aufgewertet

EURCHF: LANGFRISTIGE ENTWICKLUNG



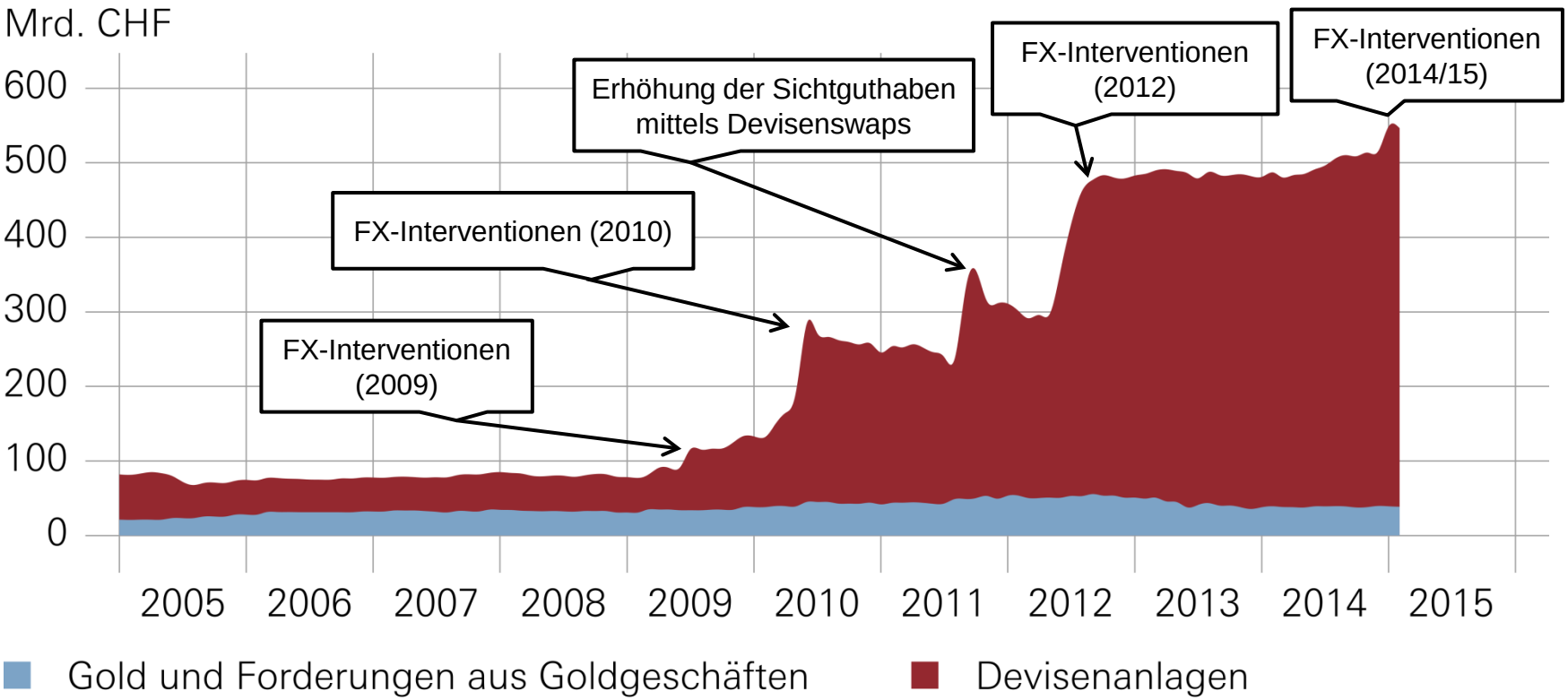
Der handelsgewichtete Franken-Wechselkurs seit 1990



Quellen: SNB, BIZ

Die Krisenbewältigung führte zu einem starken Anstieg der Währungsreserven

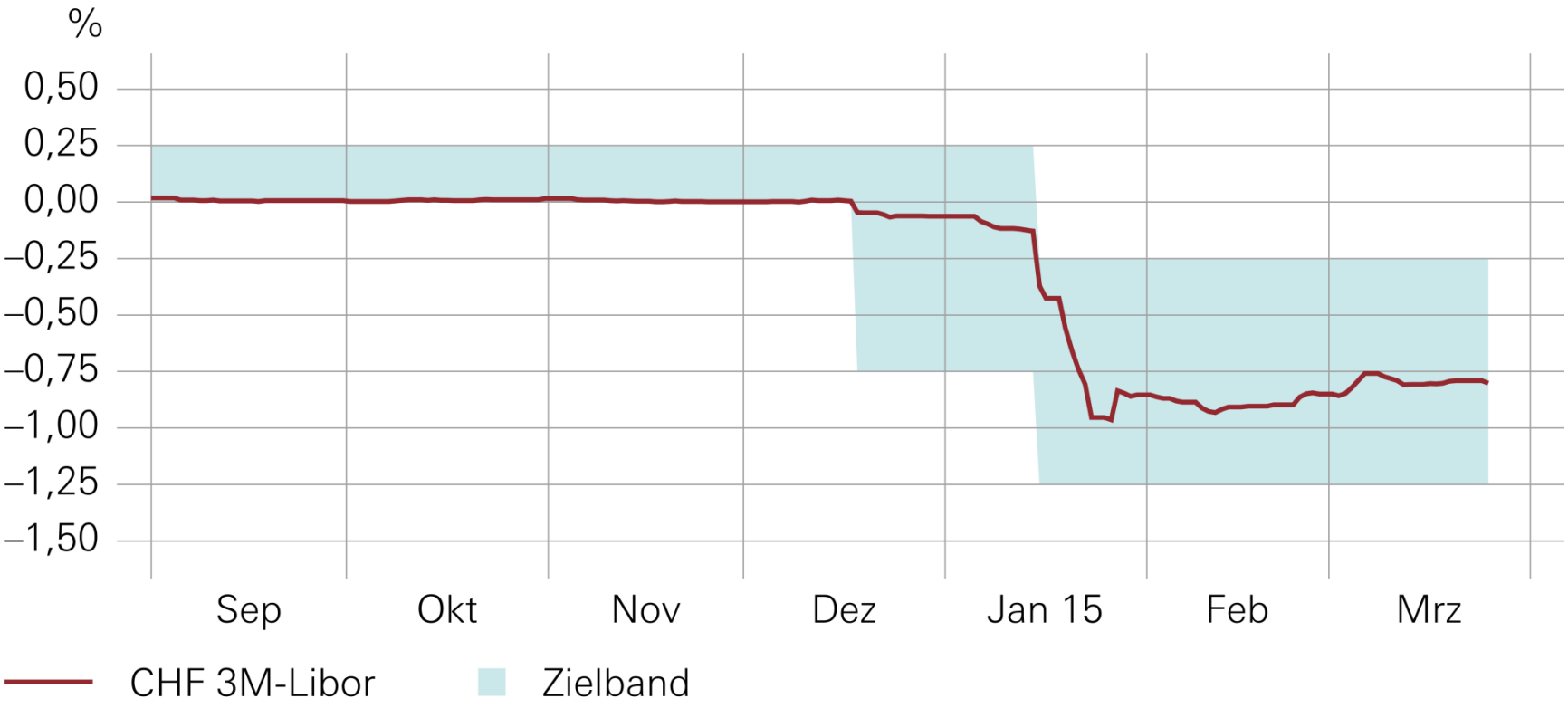
WÄHRUNGSRESERVEN DER SNB



Quelle: SNB

Deutlicher Rückgang der Geldmarktzinsen seit Aufhebung des Mindestkurses

DREIMONATS-LIBOR UND ZIELBAND

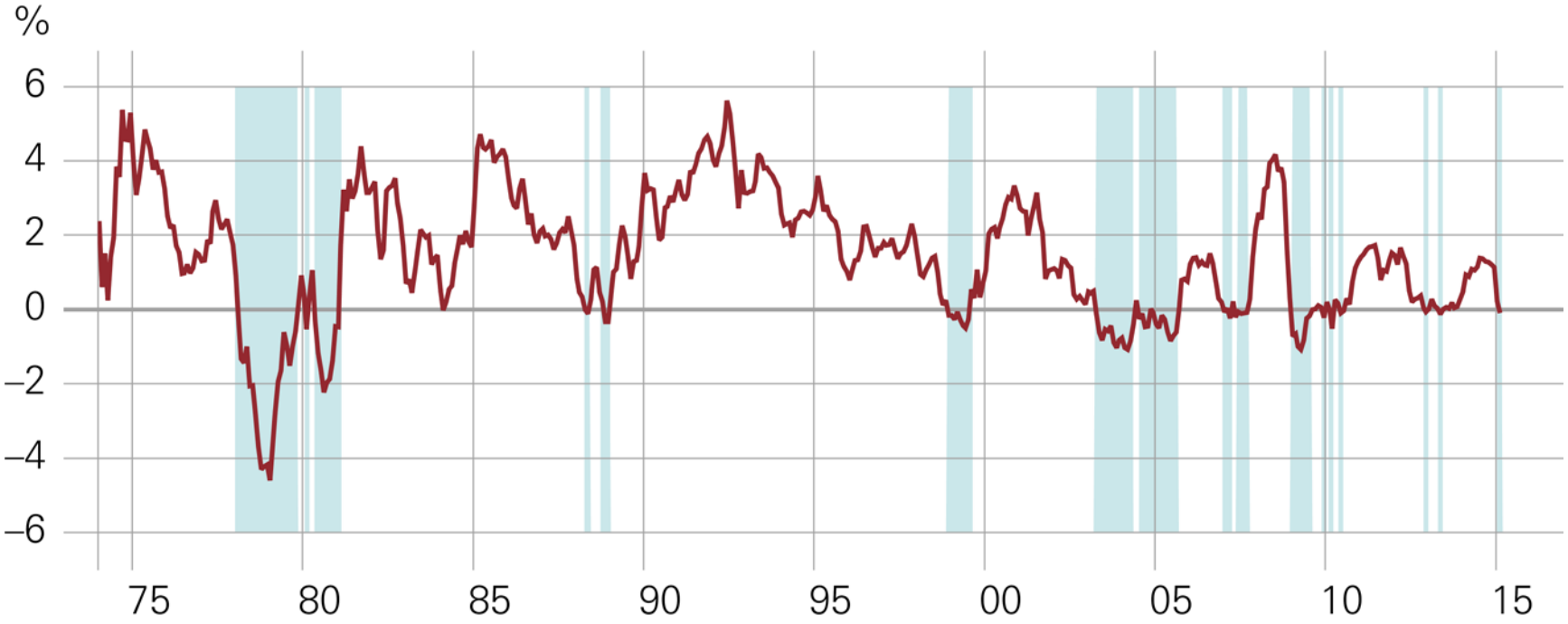


Quellen: SNB, Bloomberg

Tiefe Realzinsen sind historisch gesehen kein Einzelfall

REALER ZINSSATZ

Basierend auf dem Zwölfmonats-Geldmarktzins



Quelle: SNB

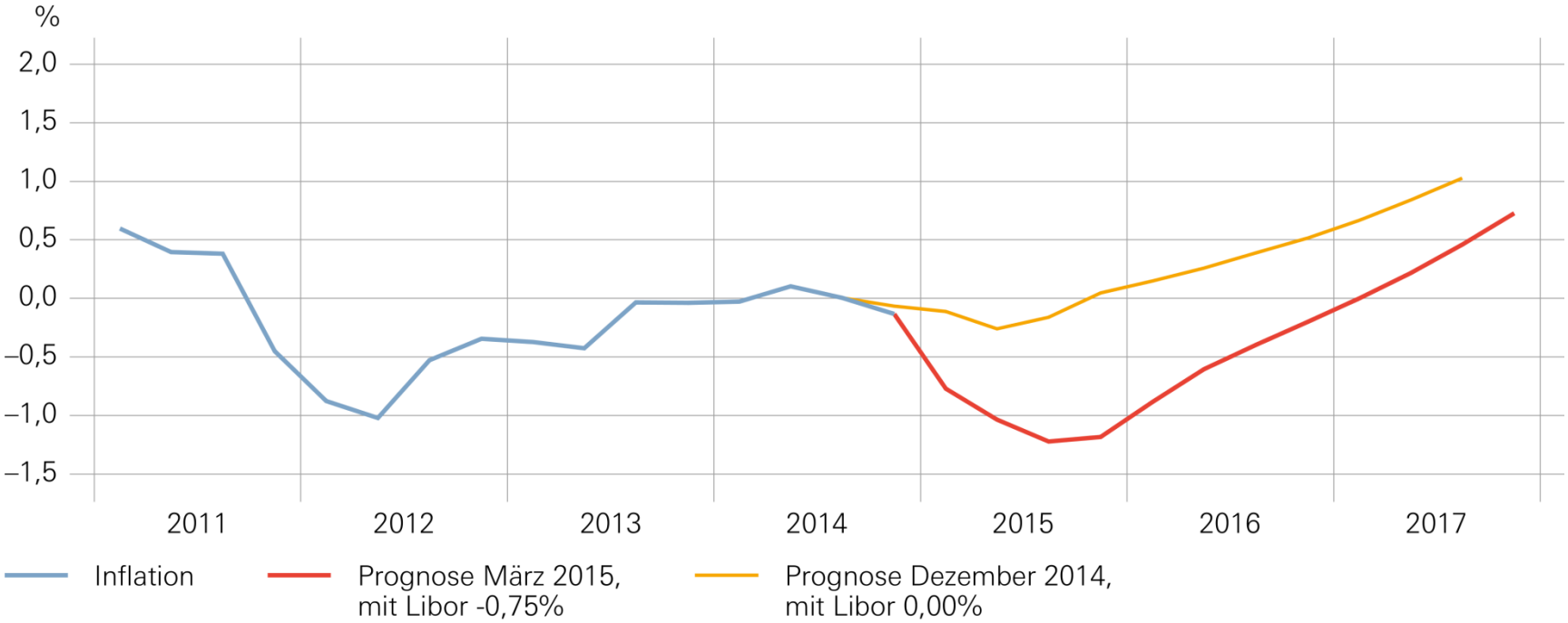
Schweizer Wirtschaft mit Spitzenplatz bei Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft

	Wettbewerbsfähigkeit		Innovationskraft	
	Global Competitiveness Index (WEF GCI, 2014)	**World competitiveness ranking (IMD WCY, 2014)**	**Global Innovation Index (GII, 2014)**	**Innovation Union Scoreboard (IUS, 2014)**
1	**Schweiz**	USA	**Schweiz**	**Schweiz**
2	Singapur	**Schweiz**	Grossbritannien	Schweden
3	USA	Singapur	Schweden	Deutschland
4	Finnland	Hong Kong	Finnland	Dänemark
5	Deutschland	Schweden	Niederlande	Finnland
6	Japan	Deutschland	USA	Niederlande
7	Hong Kong	Kanada	Singapur	Luxemburg
8	Niederlande	Vereinigte Arabische Emirate	Dänemark	Belgien
9	Grossbritannien	Dänemark	Luxemburg	Grossbritannien
10	Schweden	Norwegen	Hong Kong	Irland

Aktuelle Inflationsprognose der SNB

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2015

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



Quelle: SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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