

Bern, 18. Juni 2015  
Thomas Jordan

---

## Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan

Sehr geehrte Damen und Herren,

ich begrüsse Sie herzlich zum Mediengespräch der Schweizerischen Nationalbank. Wie üblich werde ich Ihnen zunächst den geldpolitischen Entscheid des Direktoriums und unsere Einschätzung der Wirtschaftslage erläutern. Danach wird Jean-Pierre Danthine unseren jährlichen Finanzstabilitätsbericht präsentieren, bevor Fritz Zurbrügg über die Lage an den Finanzmärkten sprechen wird. Nach diesen Ausführungen stehen wir Ihnen für Fragen zur Verfügung.

### Geldpolitischer Entscheid

Ich beginne mit unserem geldpolitischen Entscheid.

Das Zielband für den Dreimonats-Libor bleibt unverändert bei minus 1,25% bis minus 0,25% und der Zins auf Sichteinlagen bei der Nationalbank beträgt weiterhin minus 0,75%. Die negativen Zinsen in der Schweiz machen Anlagen in Franken weniger attraktiv und werden über die Zeit zu einer Abschwächung des Frankens beitragen. Insgesamt ist der Franken deutlich überbewertet. Bei der Gestaltung unserer Geldpolitik tragen wir der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung. Wir bleiben deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Unsere neue bedingte Inflationsprognose hat sich gegenüber März nicht wesentlich verändert. Die Teuerung erreicht im dritten Quartal 2015 mit minus 1,2% ihren Tiefpunkt. Danach bewirkt der gestiegene Ölpreis, dass die neue Inflationsprognose leicht über der Prognose vom März liegt. Kurz- und mittelfristig erhöht sich die Prognose leicht, und zwar um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf minus 1,0% für 2015 und auf minus 0,4% für 2016. Nach wie vor deutet die Prognose darauf hin, dass die Inflation Anfang 2017 wieder positiv wird. Im

## Mediengespräch

weiteren Verlauf stellen sich die Inflationsaussichten leicht gedämpfter dar. Für 2017 liegt die Inflationsprognose um 0,1 Prozentpunkte tiefer bei 0,3%. Die bedingte Prognose geht davon aus, dass der Dreimonats-Libor über den gesamten Prognosezeitraum bei minus 0,75% bleibt und der Franken sich abschwächt.

### **Internationale Wirtschaftsaussichten**

Die Inflationsprognose wird stark von der wirtschaftlichen Entwicklung im Ausland beeinflusst. Lassen Sie mich deshalb nun unsere Einschätzung der Weltwirtschaft darlegen.

Das weltwirtschaftliche Wachstum blieb im ersten Quartal 2015 unter den Erwartungen. Unter dieser Entwicklung litt auch der Welthandel. In den USA ging das Bruttoinlandprodukt leicht zurück. Dies war teilweise auf Sonderfaktoren zurückzuführen. Zudem belastete der starke US-Dollar die Entwicklung der Exporte. In der Eurozone belebte sich hingegen die Wirtschaft weiter; unterstützt vom anhaltend tiefen Euro und verbesserten Kreditbedingungen. Im Gegensatz zum Vorquartal trugen sämtliche grossen Mitgliedsländer zum Wachstum bei. In Italien legte das Bruttoinlandprodukt nach mehrjähriger Rezession erstmals wieder zu. Auch in Japan gewann die Wirtschaft an Schwung. In den Schwellenländern blieb die Konjunkturdynamik uneinheitlich. Die Entwicklung in China kühlte sich weiter ab.

Wir gehen davon aus, dass die internationale Konjunktur wieder anziehen wird. Die weltweit expansive Geldpolitik und der weiterhin tiefe Ölpreis werden das Wachstum beschleunigen. So werden beispielsweise in den beiden grossen Volkswirtschaften USA und China nach dem enttäuschenden ersten Quartal Erholungsanzeichen sichtbar.

Dennoch bleibt die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft hoch. Verschiedene Risiken können die Erholung gefährden. Im Vordergrund stehen dabei die schwierige Finanzlage Griechenlands sowie geopolitische Spannungen.

### **Wirtschaftsaussichten für die Schweiz**

In der Schweiz ging gemäss ersten Schätzungen das reale Bruttoinlandprodukt im ersten Quartal leicht zurück. Die Warenexporte litten wie erwartet unter der starken Aufwertung, aber auch unter dem Rückgang des Welthandels. Dagegen entwickelte sich die Binnennachfrage robust. Die Lage ist allerdings von Branche zu Branche recht unterschiedlich. In mehreren Wirtschaftszweigen stehen die Gewinnmargen unter grossem Druck. Dies zwingt die Unternehmen, Massnahmen zur Senkung der Produktionskosten und zur Effizienzsteigerung zu ergreifen. In diesem Umfeld hat die Arbeitslosigkeit saisonbereinigt leicht zugenommen.

In den kommenden Monaten dürfte die Erholung der Weltwirtschaft die Nachfrage nach Schweizer Produkten allmählich verstärken. Dies wird den Wechselkursschock etwas abfedern. Gemäss unseren Erwartungen sollte die anziehende internationale Konjunktur der Schweizer Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte wieder ein positives Wachstum

## Mediengespräch

ermöglichen. Für das gesamte Jahr 2015 rechnen wir weiterhin mit einem Wachstum von knapp 1%.

### **Monetäre und finanzielle Rahmenbedingungen**

Ich wende mich nun den monetären und finanziellen Rahmenbedingungen zu.

Nach der Aufhebung des Mindestkurses ist die Inflation deutlich in den negativen Bereich gefallen. Dafür sind vor allem die Preise von importierten Gütern verantwortlich. Im Mai lagen diese um rund 5% tiefer als im Vorjahr, wobei ein wesentlicher Teil davon auf den Rückgang des Ölpreises zurückzuführen ist. Die inländische Teuerung liegt dagegen weiter im positiven Bereich. Unsere Inflationsprognose zeigt, dass die Phase mit negativer Inflation vorübergehend sein wird. Die zeitweilig negative Teuerung ist Teil des Anpassungsprozesses nach der starken Frankenaufwertung. Ein anhaltender Preisrückgang oder gar eine deflationäre Spirale mit den entsprechend schädlichen Auswirkungen auf Wirtschaftsaktivität und Beschäftigung ist aus heutiger Sicht nicht zu erwarten.

Die verfügbaren Umfragen zu den Inflationserwartungen bei den Haushalten und Unternehmen zeigen ein ähnliches Bild. Die kurzfristigen Inflationserwartungen haben sich stabilisiert, wenn auch auf sehr niedrigem Niveau. Die langfristigen Inflationserwartungen haben sich über das letzte halbe Jahr praktisch nicht verändert.<sup>1</sup> Sie liegen nach wie vor in einem Bereich, der mit unserer Definition von Preisstabilität vereinbar ist.

Niedrige Inflationsraten bedingen auch niedrige Nominalzinsen. Am Geldmarkt notieren die kurzfristigen Zinsen nahe am SNB-Einlagenzins von minus 0,75%. Damit sind die Zinssätze in der Schweiz tiefer als in den meisten anderen Ländern. Wegen der negativen Inflation liegen die Schweizer Realzinsen, die letztlich für den Ertrag einer Anlage entscheidend sind, aber höher als die Nominalzinsen. Sie liegen auch höher als die Realzinsen in anderen Ländern, wie z.B. den USA, Deutschland oder Grossbritannien. Mein Kollege Fritz Zurbrugg wird im Detail über die Zinsentwicklung am Geld- und Kapitalmarkt sprechen.

Das Wachstum der Hypotheken hat sich in den vergangenen Monaten trotz der niedrigen Zinsen weiter leicht abgeschwächt. Die Ungleichgewichte auf dem Hypothekar- und Immobilienmarkt bleiben aber unverändert hoch. Mein Kollege Jean-Pierre Danthine wird anschliessend vertieft darauf eingehen.

Aufgrund der Unsicherheit im Zusammenhang mit der weiteren Entwicklung in Griechenland kommt dem Schweizer Franken weiterhin die Rolle eines sicheren Hafens zu. So liegt der handelsgewichtete Franken heute rund 12% höher als Anfangs Jahr. Die negativen Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt in der Schweiz sollten dazu beitragen, dass sich die Überbewertung des Frankens über die Zeit korrigiert. Mit dem Anstieg der langfristigen Zinsen im Ausland hat sich zudem die Zinsdifferenz zu diesen Ländern in letzter Zeit ausgeweitet. Eine weitere Normalisierung der Lage auf den internationalen Finanzmärkten sollte die Attraktivität von

---

<sup>1</sup> Im Oktober 2014 lagen die Inflationserwartungen von Consensus Economics für 2020-24 bei 1,4%, im April 2015 betragen sie für 2021-25 1,5%. Die langfristigen Inflationserwartungen werden nur halbjährlich erhoben.

## Mediengespräch

Anlagen in anderen Währungen zusätzlich erhöhen und dürfte so zu einer Entschärfung der Überbewertung des Schweizer Frankens beitragen. Auch die nun eingetretene Abschwächung der Wirtschaft spricht klar gegen eine anhaltende Frankenstärke.

### **Ausblick für die Geldpolitik**

Ich möchte nun auf unsere Geldpolitik zu sprechen kommen.

Wir haben seit dem 15. Januar wiederholt und eingehend die Gründe erläutert, weshalb wir den Mindestkurs aufgehoben und einen Negativzins auf Sichteinlagen bei der Nationalbank eingeführt haben. Angesichts der Veränderung im internationalen Umfeld und der starken Divergenz in der Ausrichtung der Geldpolitik zwischen den grossen Währungsblöcken war der Mindestkurs nicht mehr nachhaltig.

Unsere Geldpolitik ist mit einer äusserst komplexen Lage an den internationalen Finanzmärkten konfrontiert. Die Weltwirtschaft leidet zudem immer noch an den Folgen der Finanz- und Wirtschaftskrise, die sich auch in einer hohen Unsicherheit ausdrücken. Diesen Realitäten ist die Nationalbank, aber auch die Schweizer Wirtschaft ausgesetzt, und wir können davor die Augen nicht verschliessen.

In diesem Umfeld war es uns bewusst, dass eine Aufhebung des Mindestkurses die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz schwächen würde. Mit den Zahlen für das erste Quartal wird deutlich, dass diese Abschwächung nun eintritt. Die Entwicklung der Schweizer Wirtschaft seit dem 15. Januar entspricht aber im Wesentlichen unseren Erwartungen.

Unsere aktuelle Geldpolitik ist auf diese schwierige Lage ausgerichtet. Sie basiert einerseits auf der Bereitschaft, am Devisenmarkt aktiv zu sein, und andererseits auf dem Negativzins. Beides dient dazu, den Druck auf den Franken abzuschwächen. Wenn die Nationalbank am Devisenmarkt interveniert und so dem Bankensystem mehr Liquidität zuführt, verstärken sich die Wirkungen beider Massnahmen. Wir werden das gegenwärtige Zinsniveau vorerst beibehalten und die Auswirkungen genau beobachten.

Bei der Gestaltung unserer Geldpolitik sind wir, was das Zinsniveau und die Liquiditätsversorgung angeht, im internationalen Vergleich sehr weit gegangen. Gleichwohl ist der Franken gegenwärtig insgesamt deutlich überbewertet. Hätten wir aber in der Schweiz keinen Negativzins und damit eine geringere Zinsdifferenz zum Ausland, so wäre die Nachfrage nach Franken noch grösser und unsere Währung noch stärker.

Wir sind uns bewusst, dass diese Wechselkurssituation für die Exporteure, den Tourismus sowie Branchen, die der Importkonkurrenz stark ausgesetzt sind, eine schwere Belastung darstellt. Wir anerkennen die grossen Herausforderungen, die sich den betroffenen Unternehmen stellen.

Im heutigen Umfeld gibt es aber leider keine einfache Lösung, die alle Störungen von aussen absorbiert. Eine gewisse Durststrecke für die Wirtschaft ist deshalb unvermeidbar. Wir sind gleichzeitig überzeugt, dass die gegenwärtige Geldpolitik unter den gegebenen Umständen auf lange Sicht dem Gesamtinteresse unseres Landes am meisten dient.

**Mediengespräch**

Sehr geehrte Damen und Herren, ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und übergebe das Wort jetzt an Jean-Pierre Danthine, der Ihnen unseren Finanzstabilitätsbericht vorstellen wird.