



Sperrfrist

1. Oktober 2015 18:00

Geldpolitik der SNB unter neuen Vorzeichen?

KOF Prognosetagung

Fritz Zurbrügg

Vizepräsident des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 1. Oktober 2015

© Schweizerische Nationalbank, Bern, 2015

* Der Referent dankt Adriel Jost und Claudia Strub für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Er dankt zudem Toni Beutler, Till Ebner, Maja Ganarin und Martin Straub für ihre wertvollen Kommentare.



Sehr geehrte Damen und Herren

Ich bedanke mich herzlich für die Einladung zur KOF Prognosetagung. Wirtschaftsprognosen spielen für Investitions- und Konsumentenscheide eine wesentliche Rolle. Sie stellen auch einen zentralen Parameter in der wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindung von öffentlichen Institutionen dar. Gleichzeitig wissen wir auch, dass Wirtschaftsprognosen mit grosser Unsicherheit verbunden sind. Auch umfangreiche Modelle sind nur eine sehr vereinfachte Darstellung einer komplexen Realität. Die hinter den Prognosen stehenden Annahmen können sich rasch als überholt erweisen. 2015 ist in dieser Hinsicht für Prognoseinstitute in der Schweiz ein ganz spezielles Jahr. Der Entscheid der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vom 15. Januar, den Mindestkurs von 1.20 Franken zum Euro aufzuheben und den Zins auf Girokonten bei der SNB auf minus 0,75% zu senken, machte wichtige Annahmen der damals gültigen Prognosen obsolet. Der Franken hat sich im Nachgang des Entscheids stark aufgewertet. Gleichzeitig sind die Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten weiter gefallen und befinden sich nun mehrheitlich im negativen Bereich.

Einige Marktbeobachter haben sich die Frage gestellt, ob sich dadurch die Vorzeichen für die Schweizer Wirtschaft und die Geldpolitik der SNB grundsätzlich verändert haben. Auch wenn das Ausmass der Wachstumsabschwächung von den Prognoseinstituten unterschiedlich eingeschätzt wurde, besteht kein Zweifel: Der Entscheid der SNB hat einschneidende Konsequenzen für die Schweizer Wirtschaft. Trotzdem werde ich in meinen Ausführungen argumentieren, dass die aktuelle Situation sowohl beim Frankenwechsellkurs als auch beim Zinsumfeld zwar aussergewöhnlich, im Grundsatz aber nicht neu ist. Ich werde dabei im Folgenden zuerst auf das Ausmass der Frankenstärke eingehen. Anschliessend werde ich die Bedeutung des Negativzinses im aktuellen Umfeld erläutern. Im letzten Teil werde ich schliesslich den Einfluss der tiefen Zinsen auf die Finanzstabilität diskutieren.

Folgen des starken Schweizer Frankens

Lassen Sie mich mit dem Wechselkurs beginnen. Der Franken hat sich seit Aufhebung des Mindestkurses deutlich aufgewertet. Viele Branchen und Unternehmen sind davon betroffen. Insbesondere die Exportwirtschaft leidet. Aber auch Unternehmen, die der Importkonkurrenz ausgesetzt sind, der grenznahe Detailhandel, der Tourismussektor und die inländischen Zulieferer der Exportfirmen stehen grossen Herausforderungen gegenüber. Die aktuelle Lage ist anspruchsvoll – ein starker Franken per se ist allerdings kein neues Vorzeichen für die Schweiz. Die wirtschaftliche und politische Stabilität der Schweiz sowie der strukturelle Leistungsbilanzüberschuss haben auch in der Vergangenheit für eine erhebliche Nachfrage nach unserer Währung gesorgt. Unsicherheiten oder Krisen untermauern zudem oftmals den Status des Schweizer Frankens als «sicherer Hafen», was zu zusätzlichen, zyklischen Aufwertungen führt.

Die im internationalen Vergleich gute Position unserer Volkswirtschaft zeigt, dass sich eine starke Währung in der langen Frist insgesamt vorteilhaft auswirken kann. Die Unternehmen stehen dadurch unter kontinuierlichem Kosten- und Innovationsdruck. Anpassungsfähigkeit,

Flexibilität und Produktivität der Wirtschaft werden gestärkt. Qualitätssteigerungen und Spezialisierungen sorgen dafür, dass es für ausländische Kunden zu vielen Schweizer Exportprodukten nur wenige valable Alternativen gibt. Damit weisen die Unternehmen eine gewisse Preissetzungsmacht auf. Gleichzeitig führt der starke Franken auch zu einer stärkeren Integration der Schweizer Wirtschaft in die globale Wertschöpfungskette. Den negativen Auswirkungen für Schweizer Zulieferer stehen auch hier positive langfristige Wirkungen gegenüber: Eine Studie des SECO zeigt, dass eine stärkere Integration in die globale Wertschöpfungskette dank der damit verbundenen natürlichen Absicherung (Natural Hedging) den negativen Effekt einer Aufwertung auf Gewinnmargen lindert.¹ Viele Unternehmen können die Schwierigkeiten einer Aufwertung somit nicht nur durch interne Kostenmassnahmen, sondern auch über tiefere Importpreise abfedern. Insgesamt lässt sich also sagen, dass die Spezialisierung auf nur schwer substituierbare, hochwertige Produkte und Dienstleistungen mit hoher Wertschöpfung einerseits und das Natural Hedging andererseits die Schweizer Wirtschaft widerstandsfähiger gegenüber Aufwertungsschocks machen.

Meine Ausführungen erscheinen bis jetzt möglicherweise etwas gar positiv. Es ist mir darum wichtig, drei Vorbehalte anzubringen. Abbildung 1 zeigt erstens anhand des handelsgewichteten, realen Wechselkurses, dass die Schweizer Wirtschaft schon früher mit Währungsschwankungen leben musste. Die Aufwertung seit 2007 ist allerdings von ganz anderer Qualität und stellt sogar die Aufwertungsschocks der 1970er- und 1990er-Jahre in den Schatten. Zu berücksichtigen ist insbesondere, dass das Tempo der Aufwertung dieses Mal besonders hoch war. Rasche Aufwertungen sind deutlich schwieriger zu verdauen, da sie den Unternehmen weniger Zeit für den Anpassungsprozess geben. Somit kommen auch Unternehmen unter Druck, die unter normaleren Umständen in der Lage wären, einen Aufwertungsschock zu absorbieren und die Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.

Zweitens ist zu betonen, dass das Exportvolumen von Schweizer Produkten nur *im Durchschnitt* vergleichsweise wenig auf Wechselkursänderungen reagiert. Die Einschränkung *im Durchschnitt* ist wichtig. Die beiden anteilmässig grössten Exportsektoren (Chemie inkl. pharmazeutische Produkte sowie Präzisionsinstrumente und Uhren) sind nämlich klar unterdurchschnittlich von der Wechselkursentwicklung abhängig. Entsprechend haben sich die Anteile dieser Sektoren an den Gesamtexporten über die Zeit erhöht. Dagegen gingen und gehen bei einzelnen Unternehmen oder Branchen die Anpassungen an den starken Franken soweit, dass sie ihre Zukunft in der Schweiz komplett überdenken müssen.

Drittens ist es mir bewusst, dass es sich aus der Warte des Beobachters leicht über die Vorteile einer starken Währung reden lässt. Bei der SNB erhalten wir dank unseren verschiedenen direkten Kontakten mit Unternehmen aber auch einen konkreten Einblick in die aktuellen Probleme. Meine Direktoriumskollegen und ich trafen uns im letzten Halbjahr häufig mit

¹ D. Fauceglia, A. Lassmann, A. Shingal & M. Wermelinger, *Backward Participation in Global Value Chains and Exchange Rate Driven Adjustment of Swiss Exports*, Study on behalf of the State Secretariat for Economic Affairs SECO, 2015. Eine Studie der Weltbank zeigt, dass die Wechselkurselastizität der Industrien weltweit abgenommen hat. Als Hauptgrund wird ebenfalls die stärkere globale Integration der Wertschöpfung identifiziert (S. Ahmed, M. Appendino & M. Ruta, *Depreciations without Exports?*, World Bank Policy Research Paper, 2015).

Wirtschaftsvertretern. Die Gespräche waren sehr intensiv. Ich bin mir also durchaus darüber im Klaren, dass die Anpassungen an eine starke Währung nicht «einfach so» passieren. Im Gegenteil: Anpassungsprozesse als Folge von Aufwertungsschocks sind jeweils sehr schmerzhaft. Dahinter stecken eine grosse Risikobereitschaft von Unternehmern und Investoren sowie der Einsatz und die Flexibilität der Arbeitnehmer.

Auch unsere acht Wirtschaftsdelegierten stehen ständig im Austausch mit Unternehmen in allen Regionen der Schweiz. Die Ergebnisse der Sonderumfrage zu den Auswirkungen der Frankenaufwertung in den letzten zwei Quartalen zeigen, dass ein Grossteil – nämlich 70% – der befragten Unternehmen negativ von der Frankenaufwertung betroffen sind. Die Margen vieler Unternehmen sind unter Druck geraten. Die Umfragen zeigen aber auch, wie rasch und differenziert die Unternehmen auf die Herausforderungen reagiert haben. Ermutigend ist die Tatsache, dass unsere jüngste Umfrage auf leicht verbesserte Wirtschaftsaussichten hindeutet.

Für die Schweizer Exporte ist dabei die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland noch entscheidender als der Wechselkurs. Die Bedeutung von weltwirtschaftlichen Entwicklungen für unser Land lässt sich eindrücklich mit Abbildung 2 illustrieren. Sie zeigt, dass Schwächephasen im Welthandel praktisch zeitgleich mit Wachstumsdellen in der Schweiz auftreten. Dabei gibt es auch bei der Nachfrage aus dem Ausland Unterschiede: Interne Studien der SNB zeigen, dass kurzfristige Veränderungen der Nachfrage aus den Nachbarländern die Exporte besonders stark beeinflussen. Bei den Exporten in Schwellenländer spielen hingegen die langfristigen Veränderungen der Nachfrage eine grössere Rolle als bei den Industrieländern. So richtete sich die Exportindustrie in den letzten Jahren vermehrt auf diese Schwellenländer aus. Diese wiesen auch ein deutlich höheres Wirtschaftswachstum auf. Die höhere Bedeutung dieser Regionen hat insbesondere während der Finanzkrise geholfen, da die Nachfrage aus den Schwellenländern deutlich weniger gesunken ist und sich danach schneller belebt hat als diejenige der klassischen Absatzmärkte Europa und USA.

Welche Unterstützung kann die Schweizer Wirtschaft aktuell von der globalen Nachfrage erwarten? In der geldpolitischen Lagebeurteilung vor zwei Wochen stellte die SNB fest, dass sich die Wirtschaft in den USA und Grossbritannien im ersten Halbjahr robust entwickelte. In Europa setzte sich die verhaltene Erholung ebenfalls fort, unter anderem dank den günstigen Wechselkursbedingungen. In den Schwellenländern präsentierte sich die Lage hingegen uneinheitlich. Einige Länder verzeichneten Wachstumseinbrüche, und die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung in China hat zugenommen. Das Wachstum war international also nicht breit abgestützt, was auch an der wenig schwungvollen Entwicklung des Welthandels (Abbildung 2) zu sehen ist.

Wir gehen aber gleichwohl von einer Fortsetzung der moderaten weltwirtschaftlichen Erholung aus. Die expansive Geldpolitik und die tiefen Rohstoffpreise unterstützen die Wirtschaftsaktivität in den Industrieländern. Diese Entwicklung ist positiv für die Aussichten in der Schweiz. Falls die internationale Konjunktur wie erwartet weiterhin moderat anzieht, trägt dies dazu bei, die negativen Auswirkungen des starken Frankens zu lindern. Die Exporttätigkeit sollte dementsprechend wieder zum Wachstum beitragen. Auch die Binnennachfrage

wird die Wirtschaftsentwicklung stützen. Aus diesen Gründen erwarten wir, dass sich die Wirtschaftslage in der Schweiz in der zweiten Jahreshälfte etwas verbessert. Die Unsicherheiten bleiben aber gross. Für 2015 gehen wir von einem Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts (BIP) von knapp 1% aus.

Die Differenz macht den Unterschied

Ich wende mich jetzt dem Zinsumfeld zu. Haben sich hier mit unserer Entscheidung vom 15. Januar die Vorzeichen grundlegend verändert? Nein. Mir ist dabei natürlich bewusst, dass seit der Einführung des Negativzinses auf Sichtguthaben der Banken und anderer Finanzmarktteilnehmer bei der SNB bei vielen Zinssätzen am Geld- und Kapitalmarkt ein Minus anstelle eines Plus vor der Zahl steht. So weisen aktuell die Renditen von Bundesobligationen mit Laufzeiten bis zu 10 Jahren ein negatives Vorzeichen auf. Das Vorzeichen im mathematischen Sinn hat sich also geändert.

Wichtig für den Franken und damit die Schweizer Wirtschaft sind aber nicht die inländischen Zinsen absolut betrachtet, sondern relativ, also die Zinsdifferenz zwischen Schweizer und ausländischen Zinsen. Die Schweizer Nominalzinsen bewegen sich historisch betrachtet nämlich ähnlich wie die ausländischen, jedoch im Regelfall, insbesondere verglichen mit der Eurozone, auf tieferem Niveau. Diese relativ tiefen Zinsen in der Schweiz sind einerseits eine Konsequenz der tiefen und stabilen Inflation. Andererseits sorgen sie für Anreize zum Kapitalexport, der dem traditionellen Leistungsbilanzüberschuss gegenübersteht. Seit der Finanzkrise sind nun die Zinsen in den meisten Industriestaaten in Richtung Nullzinsuntergrenze gefallen, so dass diese klassische Zinsdifferenz praktisch zum Verschwinden kam. Um wieder eine materielle Zinsdifferenz zu etablieren, senkte die SNB ihren Referenzzinssatz in den negativen Bereich, was Abwärtsdruck auf die gesamte Schweizer Zinskurve ausübte. Wie Abbildung 3 anhand der Renditen von Schweizer und deutschen Bundesanleihen mit fünfjähriger Laufzeit zeigt, hat sich die Zinsdifferenz zum Ausland seither wieder ausgeweitet. Ähnliche Entwicklungen sind auch bei Anleihen aller anderen Laufzeiten zu beobachten. Die Situation in Bezug auf die Zinsdifferenz hat sich also seit dem 15. Januar nicht *verändert*, sondern sich erst dank des Negativzinses wieder teilweise *normalisiert*.

Ein wichtiges Ziel der Einführung des Negativzinses konnte damit erreicht werden. Tiefere Zinsen machen Frankenanlagen im Vergleich zu ausländischen Anlagen weniger attraktiv. Die Zinsdifferenz ist dabei natürlich nicht der einzige Faktor für die Frankennachfrage. Aus diesem Grund ist es nicht einfach zu bestimmen, zu welchem Zeitpunkt und mit welcher Stärke die Zinsdifferenz den Frankenwechselkurs beeinflusst. Wenn sich alle anderen Faktoren aber nicht verändern, werden Anlagen in der Schweiz und damit der Franken weniger nachgefragt, wenn hierzulande die Zinsen sinken.

Es ist für mich aber auch klar, dass Negativzinsen keinen Normalzustand darstellen. Nicht nur die Zinsdifferenz, sondern auch die Nominalzinsen selber werden sich wieder normalisieren. Dafür müssen sich die wirtschaftlichen Bedingungen im Ausland soweit verbessern, dass das Zinsniveau in der Schweiz steigen kann, ohne den Franken weiter zu stärken. Dies ist momen-

tan nicht der Fall. Im Rahmen der letzten Lagebeurteilung entschieden wir, das Zielband für den Dreimonats-Libor bei $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ zu lassen. Der Zins auf den Sichteinlagen bei der Nationalbank beträgt weiterhin $-0,75\%$. Trotz einer leichten Abschwächung ist der Franken aktuell immer noch deutlich überbewertet. Wir sind überzeugt, dass die negativen Zinsen und die Bereitschaft der Nationalbank, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, Anlagen in Franken weniger attraktiv machen. Beides dient dazu, den Druck auf den Franken abzuschwächen. Auf dieser Abschwächung basiert, zusätzlich zur Annahme des Libor-Zinssatzes von $-0,75\%$, auch die bedingte Inflationsprognose in Abbildung 4. Diese zeigt, dass die Inflation in der kurzen Frist aufgrund des gesunkenen Ölpreises tiefer ausfällt als im Juni prognostiziert. Mittelfristig wird sich die Inflation aber wieder in den positiven Bereich bewegen.

Negativzins und Finanzstabilität

Der Negativzins ist zurzeit also zur Sicherstellung adäquater geldpolitischer Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft unabdingbar. Wir wissen aber auch, dass tiefe Zinsen – und speziell eine lang andauernde Tiefzinsphase – Risiken für die Finanzstabilität bergen. Die Erfahrungen in vielen Ländern zeigen, dass solche Bedingungen einen Nährboden für den Aufbau von Ungleichgewichten auf Kreditmärkten und bei Vermögenspreisen bilden.² Im Normalfall führen tiefere Zinsen auf dem Geldmarkt nämlich via Transmissionskanäle zu tieferen Kredit- und Hypothekarzinsen. In der Schweiz stehen diesbezüglich insbesondere der Immobilien- und der Hypothekarmarkt im Fokus, denn rund 85% der privaten inländischen Kredite werden im Hypothekarsegment vergeben. Abbildung 5 zeigt, dass die Hypothekarzinsen trotz Negativzinsen auf dem Geldmarkt nicht gefallen, sondern sogar leicht gestiegen sind. Die Entwicklung der Hypothekarmarktzinsen scheint sich von der SNB-Zinspolitik entkoppelt zu haben. Wie lässt sich diese Entwicklung erklären?

In der Tat unterscheidet sich eine Zinssenkung in den negativen Bereich in Bezug auf die Übertragung auf Hypothekarzinsen von einer gewöhnlichen Zinssenkung.³ Der Grund liegt darin, dass die Zinsen auf Depositen und Spareinlagen einen wesentlichen Teil der Refinanzierungskosten der Banken ausmachen. Während in einem Umfeld mit positiven Zinsen die Banken nicht zögern, sinkende Geldmarktsätze an die Inhaber von Depositen- und Spareinlagen weiterzugeben, besteht bei Negativzinsen Zurückhaltung. Diese Zurückhaltung kann unter anderem damit begründet werden, dass Retail-Bankkunden das Halten von Bargeld als eine attraktive Alternative zu Bankeinlagen betrachten und ihre Einlagen bei negativen Zinsen abziehen könnten. So würde eine wichtige Refinanzierungsquelle der Banken versiegen. Die Unsicherheit über das kollektive Verhalten von Bankkunden kann also als Hinderungsgrund für eine Weitergabe der Negativzinsen angesehen werden. Als Folge davon sind die Passivmargen der Banken – die Differenz zwischen dem Zins für eine fristenkongruente, alternative

² Vgl. zum Beispiel O. Jordà, M.H.P. Schularick & A.M. Taylor, *Betting the House*, NBER Working Paper 20771, 2014, M.D. Bordo & J. Landon-Lane, *Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms? Some Historical and Empirical Evidence*, NBER Working Paper 19585, 2013, oder L. Gambacorta, *The Risks of Low Interest Rates*, *Ensayos Sobre Política Económica*, 29, 64: 14-31, 2011.

³ Das gleiche gilt für alle Bankkredite.

Finanzierungsquelle und dem Zins auf den Spareinlagen – in den negativen Bereich gefallen.⁴ Abbildung 6 zeigt diese Entwicklung deutlich auf. Dem Druck auf die Passivmargen sind die Banken entgegengetreten, indem sie die Hypothekarzinsen erhöht haben (d.h. eine Erhöhung der Aktivmarge).

Der leichte Anstieg der Hypothekarzinsen ist aus Sicht der Finanzstabilität grundsätzlich erfreulich. Ist der Negativzins also gar ein Mittel zur Bekämpfung von Ungleichgewichten am Immobilien- und Hypothekarmarkt? Diese Frage muss aus meiner Sicht verneint werden. In einer längerfristigen Betrachtung liegen die Hypothekarzinsen nämlich weiterhin auf einem sehr tiefen Niveau. Auch die Ungleichgewichte am Immobilien- und Hypothekarmarkt verharren auf hohem Niveau. Dies illustrieren Abbildungen 7a und 7b anhand des Verhältnisses zwischen den Entwicklungen der Immobilienpreise und der Mietzinsen bzw. anhand des Verhältnisses der ausstehenden Hypothekarkredite zum BIP. Zudem existieren trotz leicht steigender Hypothekarzinsen verschiedene Kanäle, durch die das aktuelle Tiefzinsumfeld die Risiken für die Finanzstabilität weiter erhöhen kann. Auf drei dieser Risiken möchte ich jetzt etwas näher eingehen.

Risiken für die Finanzstabilität

Erstens steht am Immobilienmarkt die Preisentwicklung der sogenannten Wohnrenditeobjekte zunehmend im Blickpunkt: Private, aber auch institutionelle Anleger wie zum Beispiel Pensionskassen und Versicherungen können entweder aufgrund von Renditeüberlegungen (search for yield) oder mangels Alternativen (Anlagenotstand) die Nachfrage nach Immobilieninvestitionen weiter erhöhen. Deren Renditen liegen nach wie vor deutlich über jenen von alternativen Anlagen, wie Abbildung 8a anhand eines Vergleichs zwischen den Renditen von 10-jährigen Bundesobligationen und den Renditen von Investitionen in Wohnliegenschaften aufzeigt.⁵ Aufgrund dieser Renditedifferenz könnte die Nachfrage auch in der nahen Zukunft hoch bleiben und damit die Preise weiter nach oben treiben. Auch wenn der Fremdfinanzierungsanteil bei Renditeobjekten tendenziell geringer ist als bei selbstbewohnten Objekten, sind die inlandorientierten Banken gegenüber diesem Segment exponiert: Ein Drittel der neu vergebenen Hypotheken fließt in Wohnrenditeobjekte, wobei die Tragbarkeitsrisiken bei den von Privaten gehaltenen Liegenschaften ähnlich hoch sind wie beim selbstgenutzten Wohneigentum. Zudem kann sich eine allfällige Korrektur in diesem Segment via Marktstimmung und Erwartungen auf andere Bereiche des Immobilienmarktes auswirken (Spillover-Effekte). Das Segment der Wohnrenditeliegenschaften muss daher sorgfältig im Auge behalten werden.

Ein zweites Risiko besteht aufgrund der in einem Tiefzinsumfeld sinkenden Passivmargen. Um diese zu kompensieren, hat eine Bank – neben einer Erhöhung ihrer Kreditzinsen – im

⁴ Die Gesamtmarge der Banken setzt sich aus drei Komponenten zusammen: Aktivmarge, Passivmarge und Transformationsmarge abzüglich allfälliger Absicherungskosten (sogenannter Strukturbeitrag).

⁵ Die Renditen von Immobilienanlagen werden oft mit jenen von Bundesobligationen verglichen. Durch das unterschiedliche Risiko dieser Anlageklassen ist eine gewisse Risikoprämie resp. Renditedifferenz zwar gerechtfertigt. Die Renditedifferenz ist aktuell aber sehr hoch, womit man davon ausgehen kann, dass auch unter Berücksichtigung des unterschiedlichen Risikos eine bedeutende Differenz besteht.

Prinzip zwei Möglichkeiten. Beide Möglichkeiten gehen mit höheren Zinsänderungsrisiken und damit höheren Risiken für die Finanzstabilität einher. Erstens kann eine Bank einen höheren Anteil an langfristigen Krediten mit höheren Zinssätzen vergeben, da diese im Vergleich zu kurzfristigen Ausleihungen höhere Zinseinnahmen bringen. Dabei wird aber die sogenannte *Fristeninkongruenz* vergrössert.⁶ Je grösser diese Fristeninkongruenz ist, desto höher sind die Zinsänderungsrisiken und somit die potenziellen ökonomischen Verluste der Bank im Falle eines plötzlichen Zinsanstiegs. Denn je grösser die Fristeninkongruenz, desto schneller erhöhen sich bei steigendem Zinsniveau die Refinanzierungskosten im Vergleich zu den auf lange Sicht angebondenen Zinseinnahmen. Zweitens kann die Bank, welche bisher die Zinsrisiken abgesichert hat, versucht sein, auf diese Absicherung der Zinsrisiken zu verzichten und die damit verbundenen Kosten einzusparen. Abbildung 8b zeigt, dass die Zinsänderungsrisiken bei tiefen Zinsen tatsächlich angestiegen oder, wie zwischen 2009 und 2014, auf hohem Niveau verharren sind. Am aktuellen Rand sind erste Anzeichen erkennbar, dass sich die Risiken seit der Einführung des Negativzinses nochmals leicht erhöht haben.

Eine dritte potenzielle Gefahr für die Finanzstabilität droht aufgrund der Tatsache, dass die Vergabe von Hypothekarkrediten im aktuellen Zinsumfeld auch für Nichtbanken wie Versicherungen und Pensionskassen bei ihrer Suche nach Rendite als attraktiv erscheint. Auch wenn momentan nur ein relativ geringer Anteil der Hypotheken von Nichtbanken vergeben wird, ist fraglich, ob die Banken die gegenwärtig erhöhte Aktivmarge auf neuen Hypothekarkrediten in einer länger andauernden Negativzinsphase beibehalten können. Der durch die Nichtbanken verstärkte Wettbewerbsdruck könnte den Spielraum der Banken bei der Erhöhung der Hypothekarzinsen einschränken. Aus der Perspektive der Finanzstabilität kann eine dadurch verursachte Schmälerung des Gewinns letztlich dazu führen, dass die Banken zu wenige Reserven haben, um ihr Eigenkapital weiter aufzubauen oder zu erhalten. Dies verringert die Widerstandskraft des Bankensystems und erhöht die Risiken für die Finanzstabilität.

Zusammenfassend möchte ich festhalten, dass der Finanzstabilität bei einem lange andauernden Tiefzinsumfeld und erst recht bei Negativzinsen besondere Beachtung geschenkt werden muss. Die zurzeit beobachtete leicht tiefere Dynamik am Hypothekar- und Immobilienmarkt ist zwar erfreulich, aber entsprechend mit Vorsicht zu geniessen.

Fazit

Die aktuelle Situation ist für die Schweiz und ihre Wirtschaft in verschiedener Hinsicht aussergewöhnlich. Die deutliche Überbewertung des Frankens und die sehr tiefen bzw. negativen Zinsen stellen die Wirtschaftsakteure und Behörden vor grosse Herausforderungen. Die Nationalbank ist in diesem Umfeld besonders gefordert. Wie ich dargelegt habe, steht jedoch deswegen unsere Geldpolitik nicht unter fundamental neuen Vorzeichen. Als kleine und mit dem Ausland stark vernetzte Volkswirtschaft ist und bleibt die Schweiz in hohem Mass von den wirtschaftlichen Entwicklungen im Ausland abhängig. Diese Entwicklungen können einer-

⁶ Die Fristeninkongruenz bezeichnet das Ungleichgewicht zwischen der im Normalfall längeren Zinsbindung auf der Aktivseite (z.B. Hypothekarkredite) und der kürzeren Zinsbindung auf der Passivseite.

seits die aktuelle Frankenstärke erklären, andererseits sind sie auch Teil des Umfelds, das zu den äusserst tiefen Zinsen in der Schweiz geführt hat.

Sowohl die starke Währung als auch tiefe Zinsen sind dabei keine neuen Phänomene, sondern traditionelle Merkmale der Schweizer Wirtschaft, die sich in der Vergangenheit positiv auf den Wohlstand ausgewirkt haben. Die nur schwache Erholung der Weltwirtschaft und die anhaltend grossen Unsicherheiten seit der Finanzkrise 2008 haben dazu geführt, dass diese Merkmale aber in sehr ausgeprägter Form vorhanden sind. Die Schweizer Wirtschaft ist sich schwierige Wechselkursbedingungen gewöhnt und hat ihre Anpassungsfähigkeit immer wieder unter Beweis gestellt. Die Überbewertung des Frankens ist derzeit aber aussergewöhnlich ausgeprägt. Die aktuelle Geldpolitik der SNB trägt dieser schwierigen Lage Rechnung. Mit dem Negativzins auf Sichtguthaben und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt einzugreifen, macht sie das Halten von Franken weniger attraktiv und unterstützt damit eine weitere Abschwächung des Frankens. Gleichzeitig beobachtet die SNB die Auswirkungen der tiefen Zinsen auf die Finanzstabilität weiterhin sorgfältig.

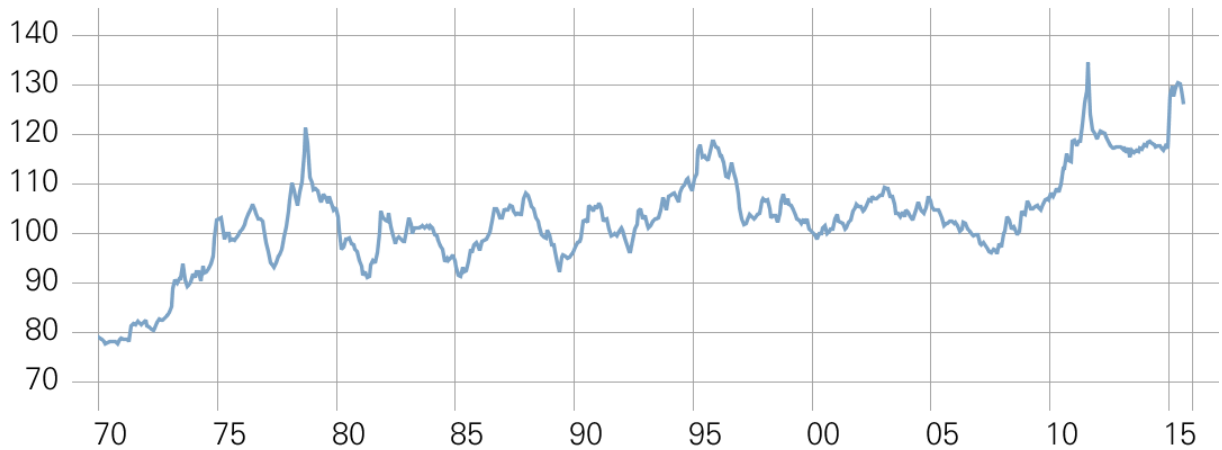
Abbildungen

Abbildung 1

EFFEKTIVER FRANKENWECHSELKURS

Handelsgewichtet, real (27 Länder)

Index (1.1.2000 = 100)



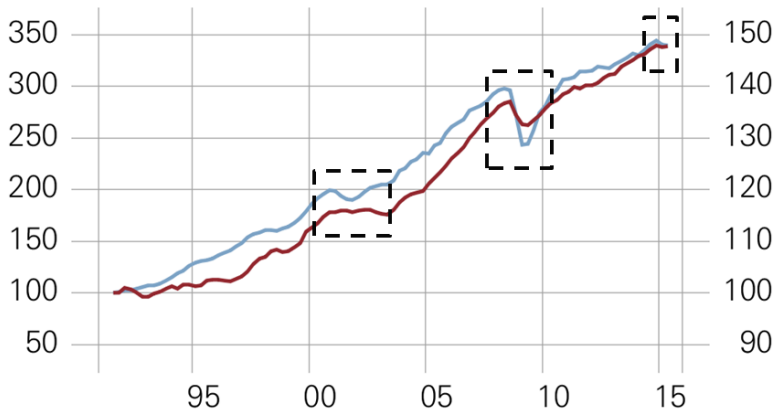
Quellen: SNB, BIZ

Abbildung 2

WELTHANDEL UND SCHWEIZER BIP

Index (Q3 1991 = 100)

Index (Q3 1991 = 100)



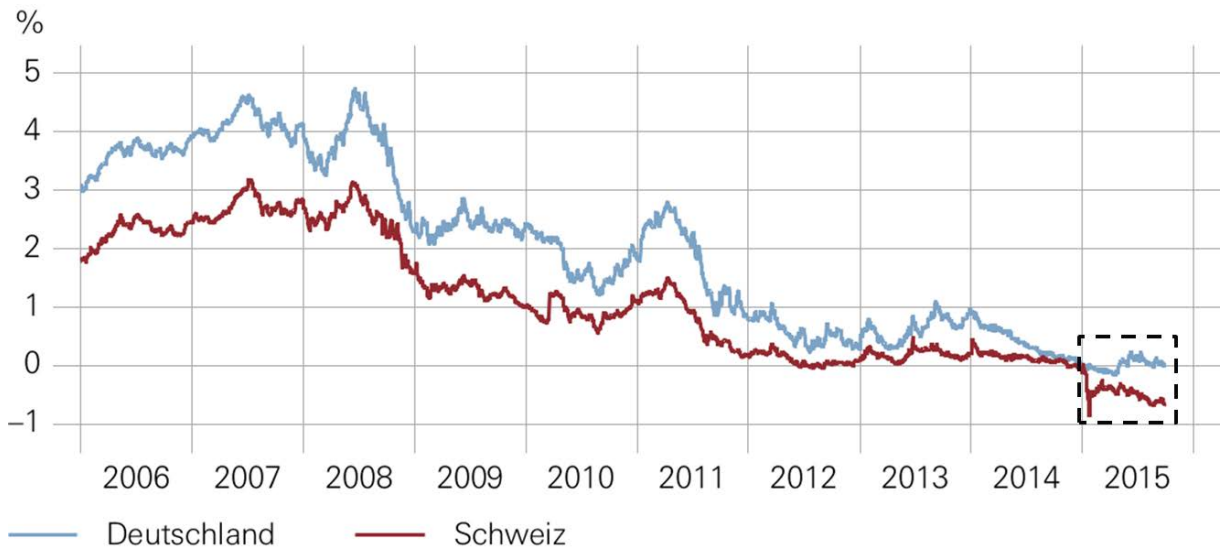
— Volumen des Welthandels

— BIP Schweiz (r.S.)

Quellen: SNB, CPB

Abbildung 3

RENDITEN VON 5-JÄHRIGEN BUNDES OblIGATIONEN



Quellen: SNB, Bloomberg

Abbildung 4

BEDINGTE INFLATIONS PROGNOSE SEPTEMBER 2015

Veränderung des Landesindexes der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent

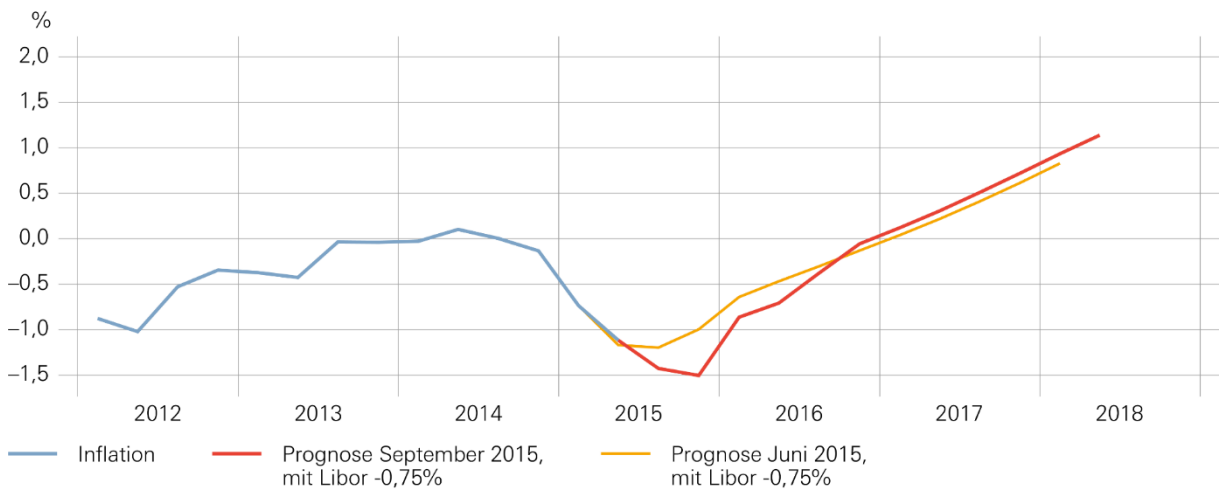
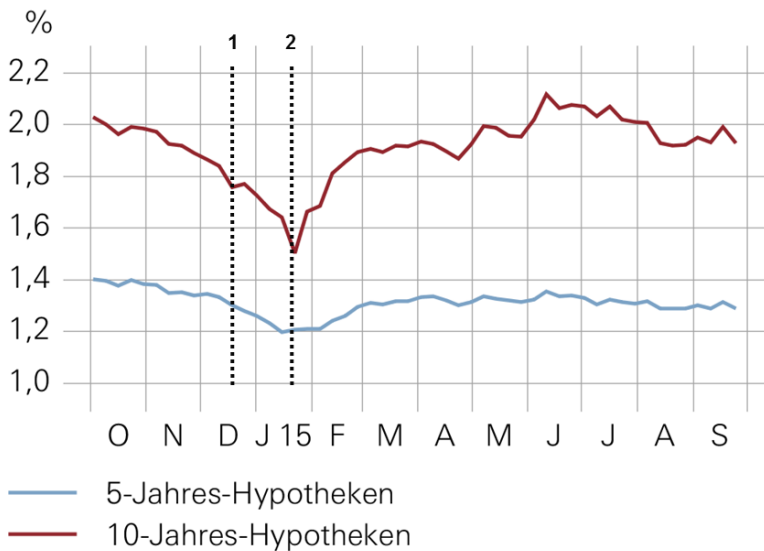


Abbildung 5

ZINSSÄTZE VON FESTHYPOTHEKEN



Quelle: SNB

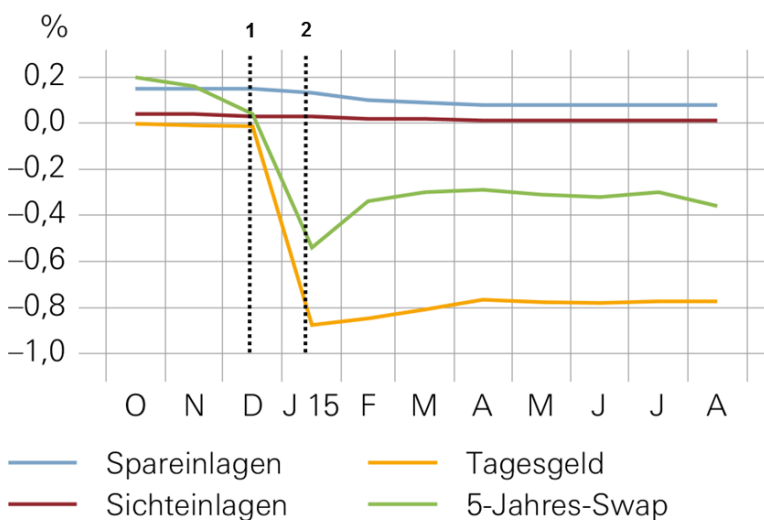
1: 18.12.2014
Einführung des
Negativzinses: $-0,25\%$

2: 15.01.2015
Senkung des
Negativzinses: $-0,75\%$

Abbildung 6

DEPOSITEN- UND GELDMARKTSÄTZE

Monatsendwerte



Quelle: SNB

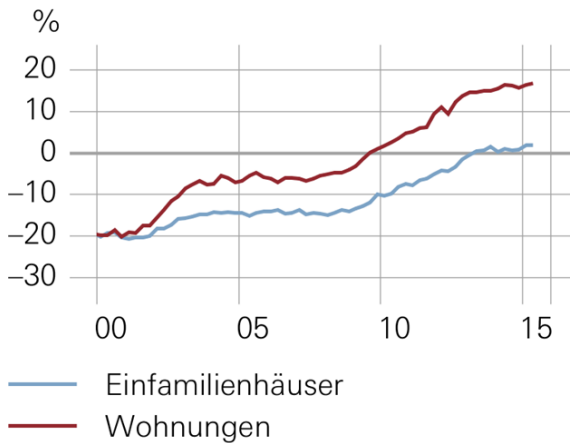
1: 18.12.2014
Einführung des
Negativzinses: $-0,25\%$

2: 15.01.2015
Senkung des
Negativzinses: $-0,75\%$

Abbildungen 7a und 7b

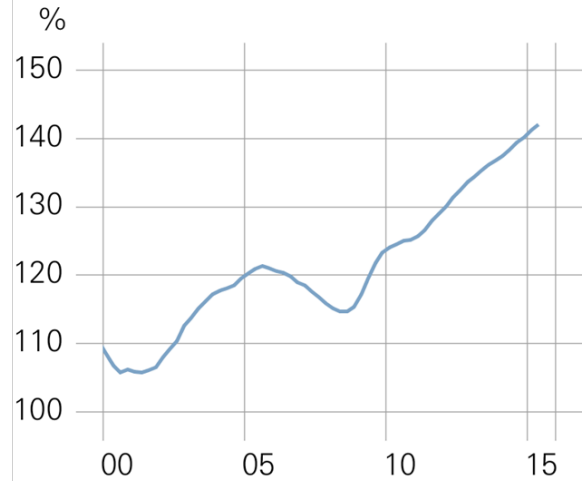
IMMOBILIENPREISE IM VERHÄLTNISS ZU MIETZINSEN

Abweichung vom lfr. Durchschnitt, Angebotspreise und Bestandesmieten



Quellen: SNB, BFS, Wüest & Partner

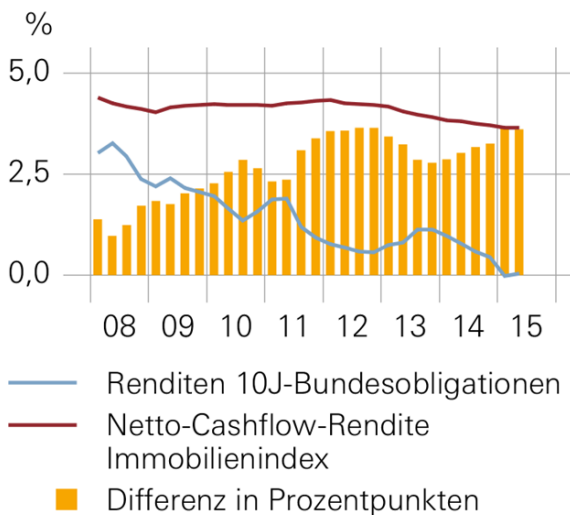
HYPOTHEKEN IM VERHÄLTNISS ZUM BIP



Quellen: SNB, BFS, SECO

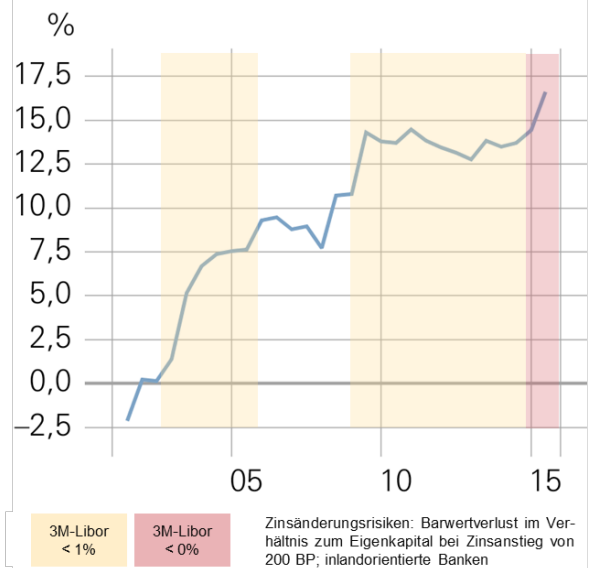
Abbildungen 8a und 8b

RENDITEN: IMMOBILIENMARKT UND BUNDES OblIGATIONEN



Quellen: SNB, Bloomberg, IAZI

ZINSÄNDERUNGSRISIKEN



Quelle: SNB