

---

## **Geldpolitik in der Nachbarschaft der Eurozone**

SAFE Policy Center Lectures

**Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank\*

Schweizerische Nationalbank

Frankfurt am Main, 23. Februar 2016

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2016

---

\* Der Autor dankt Oliver Sigrist für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung der Rede. Sein Dank geht auch an Simone Auer, Petra Gerlach und Carlos Lenz für ihre wertvollen Kommentare, die Kommunikation und den Sprachendienst der SNB und Francesca Boucard für die Datenaufbereitung.

Meine Damen und Herren

Ich habe mich sehr über die Einladung des SAFE Policy Centers in die «Hauptstadt» der Eurozone gefreut. Während die meisten meiner europäischen Kollegen alle paar Wochen für die Ratsreffen der Europäischen Zentralbank (EZB) hierher kommen, reise ich etwas weniger häufig nach Frankfurt. Als Nichtmitglied in der Eurozone hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) hier natürlich weder mitzuentcheiden noch dreinzureden. Aber was die europäische Geldpolitik entscheidet, ist für uns gleichwohl von grösstem Interesse, weil es stark auf die Schweiz und die Nationalbank zurückwirkt.

Ich möchte denn auch heute über die Geldpolitik in der Nachbarschaft der Eurozone sprechen. Dabei möchte ich mich nicht nur auf die Schweiz beschränken, sondern meinen Blick auch auf andere kleine offene Volkswirtschaften richten und gemeinsame, aber auch unterschiedliche Erfahrungen seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 beleuchten.

Neben der Schweiz betrachte ich folgende Länder: Schweden, die Tschechische Republik und – als Sonderfall – Dänemark (siehe Abbildung 1). Dies sind kleine offene Volkswirtschaften, die über ihren Handel eng mit der Eurozone verbunden sind. Mit Ausnahme Dänemarks haben diese Länder entschieden, auch nach Einführung des Euros an einer eigenständigen Geldpolitik festzuhalten. Ausserdem haben die Zentralbanken all dieser Länder in den letzten Jahren unkonventionelle geldpolitische Massnahmen ergriffen. Aber lassen Sie mich diesen Punkt später vertiefen.

In meinem heutigen Referat stehen zwei Fragen im Zentrum. Erstens: Können Länder am Rande eines grossen Währungsraumes eine eigenständige Geldpolitik führen – und haben die Ereignisse seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 die Antwort allenfalls verändert? Zweitens: Wie haben unkonventionelle Massnahmen diesen Ländern geholfen, eine eigenständige Geldpolitik umzusetzen? Wie ich darlegen werde, kann man die erste Frage – können kleine Länder in Nachbarschaft der Eurozone eine eigenständige Geldpolitik führen? – grundsätzlich mit Ja beantworten. Allerdings ist das Steuern der monetären Bedingungen, die sich aus Zinsniveau und Wechselkurs ergeben, für diese Länder in den letzten Jahren deutlich schwieriger geworden. Betreffend die zweite Frage – wie haben die unkonventionellen Massnahmen bei der Umsetzung geholfen? – werde ich ausführen, dass Zentralbanken mit Negativzinsen, Devisenmarktinterventionen und quantitativen Lockerungsprogrammen einen gewissen Spielraum zurückgewonnen haben. Diese Instrumente sind jeweils auf die spezifischen Bedürfnisse der Länder zugeschnitten worden. Ich werde aber auch argumentieren, dass Zentralbanken beim Auftreten grosser Störungen Inflation und Wachstum nicht zu jedem Zeitpunkt im angestrebten Bereich stabilisieren können. Dies wiederum ist per se keine neue Einsicht. Sie entspricht dem geldpolitischen Konsens, dass die monetäre Steuerung auf die mittlere Frist ausgerichtet sein sollte und gewisse Schwankungen bei Produktion und Teuerung in der kurzen Frist je nach Umfeld unvermeidbar sind.

Lassen Sie mich zunächst den Begriff einer eigenständigen Geldpolitik definieren. Ein Land mit freiem Kapitalverkehr hat zwei Möglichkeiten, um geldpolitische Ziele wie Preisstabilität zu erreichen. Zum einen kann es den Wechselkurs seiner Währung gegenüber einer fremden

Währung fixieren und damit die Geldpolitik eines anderen Landes übernehmen. Falls sich die Volkswirtschaften parallel entwickeln und die Geldpolitik im anderen Land ausreichend stabilitätsorientiert ist, kann auf diesem Weg Preisstabilität importiert werden. Zum anderen kann eine Zentralbank eine Geldpolitik führen, die explizit auf die spezifischen Bedürfnisse des Landes zugeschnitten ist. Das geldpolitische Trilemma besagt, dass eine solche eigenständige Geldpolitik bei freiem Kapitalverkehr nur mit einem flexiblen Wechselkurs möglich ist.

Auch eine kleine offene Volkswirtschaft mit eigenständiger Geldpolitik wie die Schweiz ist natürlich weltweiten Einflüssen ausgesetzt. Dies gilt insbesondere für Einflüsse aus Europa: Erstens sind Handelsbeziehungen von zentraler Bedeutung. Schwankungen in der Konsumnachfrage der Eurozone schlagen sich in den Exporten der Nachbarländer nieder und beeinflussen die dortige Konjunktur. Zweitens haben Änderungen in der Geldpolitik der Eurozone Auswirkungen. Zinssenkungen der EZB führen in der Regel zu einer Aufwertung der Währungen in den Nachbarländern. Dies verlangsamt das Wachstum und senkt die Inflation. Drittens hat die Unsicherheit während der Eurokrise Kapitalflucht in die Nachbarländer und damit aussergewöhnlichen Aufwertungsdruck auf deren Währungen ausgelöst, was zu raschen Änderungen der monetären Bedingungen geführt hat. Die Geldpolitik der Nachbarländer muss den Einflüssen auf die eigene Wirtschaftsentwicklung über diese Kanäle Rechnung tragen.

Der grosse Vorteil einer eigenständigen Geldpolitik besteht darin, dass die Zentralbank die spezifischen Bedürfnisse einer Volkswirtschaft berücksichtigen kann. Länder, die einer Währungsunion beitreten, geben diese Möglichkeit zur Steuerung und Stabilisierung zugunsten anderer Vorteile auf. Ein solcher Vorteil kann sein, dass ein Land durch den Beitritt zu einer Währungsunion eine Geldpolitik übernimmt, die glaubwürdiger und damit erfolgreicher ist als seine bisherige. Für die Schweiz hat sich indes die Fähigkeit, eine eigenständige Geldpolitik führen zu können, in der Vergangenheit klar ausgezahlt. Die Struktur der Volkswirtschaft zeichnet sich aus durch eine einzigartige Kombination von einem starken Industriesektor mit einem bedeutenden Finanzplatz. Der Schweizer Industriesektor ist auf die Produktion forschungsintensiver und hochwertiger Güter spezialisiert – denken Sie an die Branchen Pharma und Uhren, aber auch an die spezialisierte Maschinenindustrie – und der Schweizer Finanzplatz hat seine internationale Ausstrahlung auch nach gewissen Rückschlägen im Gefolge der Finanzkrise bewahrt. Angesichts dieser Struktur unterscheiden sich die Treiber der Wirtschaftsentwicklung in unserem Land oft von denjenigen des europäischen Durchschnitts, und deshalb ist eine eigenständige Geldpolitik sinnvoll.

Die Entwicklung seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 hat aber in Erinnerung gerufen, dass die Geldpolitik Inflation und Wachstum nicht zu jedem Zeitpunkt im angestrebten Bereich stabilisieren kann. Das gilt für grosse wie für kleine Währungsräume. Ein Grund dafür ist, dass das Ausmass der Störungen und Verzerrungen der letzten Jahre ungewöhnlich hoch war. Erschwerend kam dazu, dass die konventionelle Zinspolitik ihre Grenze erreicht hat.

Mit der Einführung von unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen haben die Zentralbanken einen gewissen Spielraum zurückgewonnen. Doch können auch unkonventionelle

Massnahmen nicht unbegrenzt eingesetzt werden, um die gewünschten monetären Bedingungen zu erreichen. Zinsen können beispielsweise nicht beliebig tief in den negativen Bereich gesenkt werden – irgendwann dürfte eine Flucht ins Bargeld einsetzen. Devisenmarktinterventionen und quantitative Lockerungsprogramme bergen mit wachsendem Umfang die Gefahr, dass eine Zentralbank ihre langfristige Handlungsfähigkeit einschränkt. Zudem sind die praktischen Erfahrungen mit der Kalibrierung und der Wirkung von unkonventionellen Massnahmen im Gegensatz zum konventionellen Zinsinstrument noch begrenzt. Im Lichte dieser Vorbehalte müssen unkonventionelle Massnahmen mit Bedacht und unter Berücksichtigung ihrer langfristigen Folgen eingesetzt werden. Zudem sind sie laufend zu überprüfen.

Lassen Sie mich nun anhand der Erfahrungen in der Schweiz, sowie in Dänemark, Schweden und der Tschechischen Republik beleuchten, wie Nachbarländer der Eurozone ihre Geldpolitik seit dem Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 bis heute implementiert haben. Das primäre Ziel der eigenständigen Geldpolitik in Schweden, der Tschechischen Republik und der Schweiz ist die Preisstabilität. Dänemark stützt sich für die Einhaltung der Preisstabilität auf die Politik der EZB, indem die dänische Zentralbank die Krone in einem engen Band zum Euro hält. Gerade das Beispiel Dänemarks bietet in den letzten Jahren aber interessante Einblicke in Bezug auf unkonventionelle geldpolitische Massnahmen.

## **Drei Phasen der Geldpolitik in Europa seit 2008**

Die Zeitspanne zwischen 2008 und heute lässt sich in drei Phasen unterteilen. In der ersten Phase von 2008 bis 2011 steht der globale Nachfrageeinbruch im Zentrum. In dieser Zeit wurde primär der Spielraum der konventionellen Geldpolitik genutzt. Die zweite Phase von 2011 bis 2014 ist geprägt durch die aufkommende Furcht um den Fortbestand der Eurozone und die möglichen Auswirkungen eines Kollapses auf die Nachbarländer. In dieser Periode kamen erste unkonventionelle Massnahmen zum Einsatz. In der dritten Phase ab Mitte 2014 liegt der Fokus auf der quantitativen Lockerung in der Eurozone und deren Effekt auf die Nachbarländer. In dieser dritten Phase wurden unkonventionelle Massnahmen angepasst und verstärkt eingesetzt.

Ich werde für jede Phase zunächst die wichtigsten wirtschaftlichen Entwicklungen und die Reaktionen der Zentralbanken beleuchten. Danach werde ich jeweils ein kurzes Zwischenfazit ziehen. Schliesslich werde ich in den Schlussfolgerungen meine Betrachtungen zur Geldpolitik in einen breiteren Zusammenhang stellen und resümieren.

## **Nachfrageeinbruch nach Ausbruch der Finanzkrise (2008–2011)**

Das Schlüsselereignis nach Ausbruch der Finanzkrise war der Kollaps der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008. In den darauffolgenden Wochen und Monaten reduzierte sich die weltweite Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen schlagartig und massiv. Die globalen Importe und Exporte brachen zwischen 2008 und 2009 nominal um etwa 25% ein. Ein solch massiver Rückgang war seit 1948, dem Beginn der Aufzeichnungen, noch nie notiert worden.

Die Eurozone und die betrachteten Nachbarländer fielen in eine Rezession (siehe Abbildung 2). Das Bruttoinlandprodukt (BIP) der Eurozone brach während der Krisenjahre 2008 und 2009 insgesamt um etwa 5% ein. Der Einbruch in den hier betrachteten Nachbarländern betrug zwischen 3,4% in der Schweiz und 7,2% in Dänemark, wo sich die Wirtschaft in den Jahren vor der Krise überhitzt hatte. Die Inflationsraten gingen aufgrund der reduzierten Nachfrage und des fallenden Ölpreises stark zurück (siehe Abbildung 3).<sup>1</sup> In der Eurozone sank die Inflation im Laufe von 2009 auf  $-0,6\%$ . Die tiefste Inflation erreichte in diesem Zeitraum die Schweiz mit knapp  $-1\%$ . Auch in der Tschechischen Republik wurde die Inflation 2009 für kurze Zeit negativ. In Dänemark und Schweden blieb sie im positiven Bereich.

Die Zentralbanken reagierten auf den globalen Nachfrageeinbruch mit drastischen Zinssenkungen – dem üblichen geldpolitischen Instrument (siehe Abbildung 4).<sup>2</sup> Zusätzlich wurde den Märkten in grossem Rahmen Liquidität zur Verfügung gestellt. In Dänemark, der Tschechischen Republik und der Eurozone bestand auch nach diesen Zinssenkungen noch Raum für weitere Schritte. Die Schwedische Riksbank und die SNB erreichten hingegen mit ihren Leitzinsen praktisch die Grenze von  $0\%$ .<sup>3</sup> Der herkömmliche geldpolitische Spielraum war damit de facto ausgeschöpft.

Die nominalen Wechselkurse in Europa, die in der zweiten und dritten Phase eine wichtige Rolle spielen werden, bewegten sich während dieser Zeit uneinheitlich. Auf dem Schweizer Franken lastete bereits in dieser Phase ein Aufwertungsdruck (siehe Abbildung 5). Grund dafür war die traditionelle Rolle des Frankens als sicherer Hafen. In Zeiten grosser globaler Unsicherheit flüchten Anleger in solche Währungen, wodurch diese unter Aufwertungsdruck geraten.

Im Verlaufe von 2009 zeichnete sich in den betrachteten Ländern eine Erholung vom Tiefpunkt der Weltwirtschaftskrise ab. Das Wirtschaftswachstum kehrte zurück, und die Inflationsraten stiegen wieder an. Aufgrund der günstigen konjunkturellen Entwicklung und des erwarteten Anstiegs des Inflationsdrucks wurden die Zinsen zunächst in Schweden und später in der Eurozone und damit auch in Dänemark angehoben (siehe Abbildung 6).

Als Zwischenfazit lässt sich zur ersten Phase nach Ausbruch der Finanzkrise festhalten, dass die konventionelle Geldpolitik den Nachfrageeinbruch abzufedern half. In der Schweiz und in Schweden wurden die Zinsen aber schon rasch nach Ausbruch der Krise beinahe auf  $0\%$  gesenkt, den Wert, der damals als Zinsuntergrenze angesehen wurde. Damit stiess die konventionelle Geldpolitik bereits an ihre Grenzen.

---

<sup>1</sup> Abbildung 3 zeigt die Konsumentenpreisindizes für Dänemark, die Eurozone, die Schweiz und die Tschechische Republik. Für Schweden zeigt sie den für die Riksbank relevanten CPIF, einen Konsumentenpreisindex, der fixe Hypothekarzinsen annimmt und so die Wirkung von Zinsänderungen auf den Schuldendienst von Haushalten mit Hypotheken ausklammert. In dieser und den folgenden Abbildungen werden die Daten jeweils nur bis Ende 2015 gezeigt.

<sup>2</sup> Abbildung 4 zeigt für die Schweiz den Mittelwert des Zielbandes für den Dreimonats-Libor, für Dänemark die Lending Rate der Zentralbank und für Schweden, die Tschechische Republik und die Eurozone den Reposatz der geldpolitischen Operationen.

<sup>3</sup> In Schweden wurde der Overnight-Einlagesatz 2009 unter null gesenkt. Allerdings wurde und wird diese Fazilität fast nie benutzt; stattdessen findet die Innertageeinlagefazilität Verwendung, und ihr Satz blieb 2009 positiv.

## **Eurokrise und Furcht um Fortbestand der Eurozone (2011–2014)**

Kommen wir nun zur zweiten Phase: die Eurokrise und die Furcht um den Fortbestand der Eurozone.

Im Jahr 2011 wurde klar, dass der Aufschwung der Weltwirtschaft deutlich an Kraft verloren hatte. In dieser Phase verunsicherte die Diskussion um die Schuldenobergrenze in den USA die internationalen Finanzmärkte. Gleichzeitig schwächte sich die Aktivität in der Eurozone spürbar ab, und hohe Staatsschulden sorgten für Beunruhigung. Im zweiten Halbjahr 2011 begannen die Renditen verschiedener Staatsanleihen in der Eurozone rapide auseinanderzudriften (siehe Abbildung 7).

Vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise war die Eurozone von den Finanzmärkten als eine mehr oder weniger homogene Einheit angesehen worden. Zwischen den Länderrisiken innerhalb der Eurozone war kaum differenziert worden. Dies äusserte sich darin, dass die Zinsen für Staatsanleihen der meisten Mitgliedländer praktisch auf dem Niveau des Landes mit den tiefsten Zinsen, Deutschland, lagen. Im Verlauf der Finanzkrise führte die Sorge um die Stabilität der Eurozone zu immer grösseren Unterschieden zwischen den Renditen der Staatsanleihen grosser Mitgliedländer. Nicht nur die Renditen italienischer und spanischer, sondern auch französischer Staatsanleihen stiegen an. In diesem Umfeld trübten sich die Wachstums- und Inflationsaussichten der Eurozone erneut ein. Ende 2011 machte daher die EZB ihre zwei Zinsanhebungen von April und Juli 2011 wieder rückgängig.

Die Unsicherheit an den Märkten führte zu erneuten Zuflüssen in den Franken. Die Schweizer Währung wertete sich auf breiter Front auf (siehe Abbildung 8). 2007 kostete ein Euro noch 1.65 Franken. Im August 2011 fiel der Kurs praktisch auf die Parität. Auch gegenüber dem US-Dollar, der damals wegen der Diskussion um die Schuldenobergrenze nicht als sicherer Hafen diente, wertete sich der Franken stark auf. Hatte ein Dollar 2007 noch 1.25 Franken gekostet, fiel dieser Preis im Herbst 2011 zeitweise auf 75 Rappen. Gegenüber den anderen wichtigen Währungen fand ebenfalls eine rasche und massive Aufwertung statt, und es war kein Ende in Sicht. Der Franken war auf breiter Front überbewertet, und die Konjunktur- und Inflationsaussichten in der Schweiz verschlechterten sich dadurch drastisch. Die Volkswirtschaft drohte schweren Schaden zu nehmen.

Um diese dramatische Entwicklung zu stoppen, erhöhte die SNB zunächst die Liquidität. Alleine im August 2011 betrug die Liquiditätsausweitung 170 Mrd. Franken, allerdings ohne nachhaltigen Erfolg. Im September führte die SNB schliesslich als temporäre Notmassnahme einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro ein (siehe Abbildung 9). Die SNB war damit bereit, für Devisenkäufe ihre Bilanz einzusetzen, um die Panik zu stoppen. Diese Politik korrigierte die extreme Frankenstärke, aber der Franken blieb deutlich überbewertet. Die Stabilisierung des Euro-Franken-Kurses erlaubte der Schweizer Wirtschaft aber, sich an die neue Währungssituation anzupassen. Auch die Inflationsaussichten, die wegen der starken Aufwertung immer tiefer gesunken waren, hellten sich wieder auf.

Die Eurokrise schlug sich nicht nur auf die Konjunktur in der Schweiz, sondern auch auf die Konjunktur und Wechselkurse der anderen Nachbarländer der Eurozone nieder. Auch sie lockerten ihre Geldpolitik. In Schweden wurden die Zinsen zwischen Ende 2011 und Ende 2013 sukzessive auf 1% reduziert, nachdem sie zwischen 2010 und 2011 wegen der robusten Wirtschaftsentwicklung auf 2% angehoben worden waren. So konnte die Riksbank die Abkühlung der Konjunktur bremsen und gleichzeitig eine weitere Aufwertung ihrer Währung und ein Absinken der Inflationserwartungen verhindern (siehe Abbildung 10).

Die Zinsen in der Tschechischen Republik erreichten Ende 2012 0%, und die Zentralbank kündigte an, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Ende 2013 erreichte sie durch Interventionen eine Abwertung und eine Lockerung der monetären Bedingungen (siehe Abbildung 11). Die Tschechische Nationalbank griff damit wie die SNB zum Wechselkursinstrument.

Auch die dänische Krone, die seit Beginn der Währungsunion explizit an den Euro gebunden ist, sah sich plötzlich einem Aufwertungsdruck ausgesetzt. Dies spiegelte die Sorge um den Fortbestand des Euros und die Annahme der Märkte, dass Dänemark Mitglied eines nördlichen Euros werden könnte, sollte es zu einer Aufspaltung der Eurozone kommen. Die dänische Zentralbank reagierte, indem sie ihren Leitzins Ende 2011 unter den Satz der EZB senkte und danach sukzessive weiter reduzierte. Gleichzeitig intervenierte sie am Devisenmarkt. Als die EZB Mitte 2012 ihre Zinsen abermals senkte, führte die dänische Zentralbank einen negativen Einlagesatz ein, um mit der Lockerung der EZB Schritt zu halten (siehe Abbildung 12).<sup>4</sup> Der Negativzins betraf das gesamte Bankensystem, und die dänische Zentralbank betrat damit geldpolitisches Neuland.<sup>5</sup>

Die Einführung des Negativzinses in Dänemark zeigte auf, dass moderat negative Einlagesätze als geldpolitisches Instrument genutzt werden können. Die Sorge um eine mögliche Flucht ins Bargeld beim Überschreiten der Nullzinsgrenze hatte Zentralbanken bis dahin vom Einsatz negativer Zinsen abgehalten. Wenn auf Bankeinlagen oder auf Geldmarktpapiere Zinsen gezahlt werden müssen, mag es günstiger scheinen, das Geld in einem Tresor zu lagern. Allerdings birgt dies auch hohe Risiken und bringt vor allem bei grossen Beträgen Logistik-, Lager- und Versicherungskosten mit sich. Diese können höher sein als die Belastung durch moderat negative Zinsen. Es fand in Dänemark denn auch keine Flucht ins Bargeld statt.

Wie lautet mein Zwischenfazit zur zweiten Phase? Nachdem das Zinsinstrument an seine Grenzen gestossen war, zwang die Eurokrise die Zentralbanken der Nachbarländer, unkonventionelle Massnahmen zu ergreifen. Dadurch gewannen diese Zentralbanken einen gewissen Spielraum zur Beeinflussung der monetären Bedingungen zurück. Gleichzeitig betraten sie geldpolitisches Neuland, denn die praktischen Erfahrungen mit der Kalibrierung und der

---

<sup>4</sup> Abbildung 12 zeigt die Einlagesätze der Schweiz, Dänemarks und der Eurozone. Für die Tschechische Republik ist die Diskontrate abgebildet und für Schweden der Repoizins minus 10 Basispunkte. In Schweden steht dieser Zins dem Bankensystem im Rahmen von Feinsteuersoperationen der Riksbank zur Verfügung.

<sup>5</sup> In der Schweiz beschloss der Bundesrat in den 1970er-Jahren Negativzinsen für ausländische Kontoinhaber. Für Details siehe Bernholz, Peter: Die Nationalbank 1945–1982: Von der Devisenbann-Wirtschaft zur Geldmengensteuerung bei flexiblen Wechselkursen, in SNB (2007), *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*.

Wirkung von unkonventionellen Massnahmen waren im Gegensatz zum konventionellen Zinsinstrument begrenzt.

Die Erkenntnisse aus dieser zweiten Phase zeigen, dass unkonventionelle Massnahmen einen Beitrag dazu leisten können, die monetären Bedingungen zu beeinflussen. Insbesondere können Verzerrungen in der Bewertung einer Währung Devisenmarktinterventionen auch in einem Umfeld von flexiblen Wechselkursen rechtfertigen. In Bezug auf das Zinsinstrument hat sich gezeigt, dass der geldpolitische Spielraum grösser ist als bisher angenommen und dass Zinsen unter null gesenkt werden können. Die Befürchtung, die Einführung eines Negativzins löse eine Flucht ins Bargeld aus, hat sich bisher nicht bestätigt.

### **Weitere geldpolitische Expansion in der Eurozone (ab Mitte 2014)**

Damit kommen wir zur dritten Phase, die von der quantitativen Lockerung in der Eurozone geprägt ist.

Die Konjunktur in der Eurozone erholte sich nur langsam, obwohl das Versprechen der EZB im Juli 2012, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu erhalten, die Unsicherheit an den Märkten stark reduziert hatte. Während die Wirtschaft zögerlich wieder Fuss fasste, bewegte sich die Inflation in der Eurozone ab Anfang 2013 unter 2% und sank kontinuierlich weiter. Anfang 2015 rutschte sie in den negativen Bereich, was Sorgen um die Verankerung der Inflationserwartungen auslöste (siehe Abbildung 13).

Im Juni 2014 senkte die EZB den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,15% und ihren Einlagesatz unter null. Heute liegt der Hauptrefinanzierungssatz bei 0,05% und der Einlagesatz bei -0,30%. Mit den Zinssenkungen in negatives Territorium folgte die EZB der dänischen Zentralbank, die bereits 2012 negative Einlagesätze für Banken eingeführt hatte. Das primäre Ziel der Zinssenkungen der EZB war jedoch nicht wie in Dänemark die Reduktion der Kapitalzuflüsse, sondern die Erhöhung der Inflation über die Stimulierung der Kreditvergabe.<sup>6</sup>

Ab Mitte 2014 signalisierte die EZB immer deutlicher, dass sie ihre Geldpolitik stark lockern werde. Gleichzeitig mehrten sich die Anzeichen, dass die amerikanische Zentralbank aus ihrer Nullzinspolitik aussteigen würde. Vor diesem Hintergrund begann sich der Euro gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber dem Pfund deutlich abzuwerten. Zwischen Mitte 2014 und Anfang 2015 verlor der Euro gegenüber dem Pfund fast 15% und gegenüber dem Dollar über 20% an Wert (siehe Abbildung 14). Eine Phase der allgemeinen Euroschwäche setzte ein.

Am 22. Januar 2015 kündigte die EZB schliesslich ein quantitatives Lockerungsprogramm an. Dieses ging deutlich über die Markterwartungen hinaus, sowohl in Bezug auf die Dauer des Programms als auch in Bezug auf die angestrebten Volumen und die Breite der Palette der zu

---

<sup>6</sup> Um dieses Ziel zu erreichen, ergriff die EZB noch eine Reihe zusätzlicher Massnahmen, unter anderem sogenannte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte.

erwerbenden Papiere. Der Euro verlor darauf gegenüber dem Dollar und Pfund weiter an Boden.

Für die Nachbarländer war die geldpolitische Lockerung der EZB positiv und negativ zugleich. Einerseits versprachen die Massnahmen, die konjunkturelle Erholung der Eurozone zu unterstützen, was über die realwirtschaftlichen Verflechtungen auch den Nachbarstaaten zugutekommen würde. Andererseits erhöhte sich durch die Lockerung – ähnlich wie beim US-Dollar und dem Pfund – der Aufwertungsdruck auch auf die Währungen der Nachbarstaaten der Eurozone.

Für die Schweiz änderte sich die geldpolitische Lage grundlegend. Lassen Sie mich die Situation anhand der Zinsdifferenzen von Tagesgeldern erklären (siehe Abbildung 15).<sup>7</sup> Tagesgeldsätze ermöglichen den besten Vergleich des geldpolitischen Restriktionsgrades. In einem positiven Zinsumfeld reflektieren sie die Entwicklung der Hauptrefinanzierungssätze, und in einem negativen Zinsumfeld folgen sie den Einlagezinsen der Zentralbanken. In der Phase vor der Krise war die Zinsdifferenz Dänemarks, Schwedens und der Tschechischen Republik zur Eurozone nahezu 0%.

Die Schweizer Zinsen hingegen lagen historisch deutlich unter den Zinsen der Eurozone. Diese Zinsdifferenz widerspiegelt den Status der Schweiz als sicherer Hafen. Im Austausch für die höhere Sicherheit von Schweizer Anlagen akzeptieren Investoren tiefere Zinsen als im Ausland. Im Verlauf der Krise erodierte diese Zinsdifferenz immer mehr, weil die SNB die Nullzinsgrenze rasch erreichte und die EZB ihre Geldpolitik danach weiter lockerte. Als die SNB im September 2011 den Mindestkurs einführte, war die Zinsdifferenz der Schweiz bereits kleiner als vor der Krise. Sie war aber immer noch beachtlich.

Die geldpolitische Lockerung der EZB ab Mitte 2014 hatte auf die Schweiz einen viel stärkeren Einfluss als auf die anderen Nachbarländer, weil sie zum vollständigen Verschwinden der Zinsdifferenz führte. Ende 2014 war diese auf praktisch null gesunken (siehe Abbildung 16).<sup>8</sup> Für die anderen Länder lag die Zinsdifferenz zur Eurozone Ende 2014 im normalen Bereich. Der Grund dafür war natürlich, dass diese Länder mit einem ähnlich hohen Zinsniveau wie die Eurozone in die Krise gestartet waren und ihre Zentralbanken deshalb ihre Zinsen so stark senken konnten wie die EZB. Da sich die Zinsdifferenz kaum geändert hatte und die Währungen dieser Länder im Vergleich zum Franken als sicherer Hafen nicht so sehr gesucht waren, kamen sie gegenüber dem Euro wesentlich weniger unter Aufwertungsdruck als der Franken.

Die Situation der Schweiz wurde zusätzlich dadurch erschwert, dass sich der Franken wegen des Mindestkurses zusammen mit dem Euro gegenüber US-Dollar und Pfund abwertete. Damit relativierte sich die breite Überbewertung des Frankens, die zur Einführung des Mindest-

---

<sup>7</sup> Abbildung 15 zeigt Interbank-Angebotszinsen für die Schweiz, Schweden und die Tschechische Republik und transaktionsbasierte Interbankzinsen für Dänemark und die Eurozone.

<sup>8</sup> Die Tabelle zeigt die Werte für November 2014, weil die SNB bereits im Dezember einen Einlagesatz von  $-0,25\%$  per Januar 2015 angekündigt hatte und diese Ankündigung sofort auf die Marktzinsen wirkte.

kurses geführt hatte. Beide Faktoren, das Verschwinden der Zinsdifferenz und die Verringerung der Überbewertung, führten schliesslich zu einem rasch zunehmenden Druck auf den Mindestkurs.

Zu Beginn von 2015 wurde klar, dass der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro geldpolitisch nicht mehr nachhaltig war und nur noch mit immer grösseren Devisenkäufen durchzusetzen gewesen wäre. Hätte die SNB die veränderte Realität ignoriert und den Mindestkurs aufrechtzuerhalten versucht, hätte sie wegen der immer umfangreicheren Interventionen die Kontrolle über ihre Bilanz und damit über die längerfristigen monetären Bedingungen in der Schweiz verloren. Ein Hinausschieben des Entscheids hätte auch der Wirtschaft nicht geholfen. Der Mindestkurs war als Instrument gegen eine allgemeine und extreme Frankenstärke eingeführt worden. In der neuen Phase der allgemeinen Euroschwäche war er nicht mehr das richtige Instrument. Die Bedingungen, unter denen der Mindestkurs 2011 eingeführt worden war, hatten sich grundsätzlich verändert.

Am 15. Januar 2015 entschied die SNB deshalb, den Mindestkurs aufzuheben und Sichtguthaben der Banken bei der SNB mit  $-0,75\%$  zu verzinsen. Mit diesem Negativzins wurde die Zinsdifferenz zur Eurozone zumindest teilweise wiederhergestellt. Gleichzeitig teilte die SNB mit, bei Bedarf weiterhin am Devisenmarkt zu intervenieren. Ziel der SNB war und ist es, mit diesen beiden Massnahmen den Druck auf den Franken zu reduzieren. Unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses wertete sich der Franken gegenüber dem Euro sprunghaft auf, schwächte sich dann aber wieder etwas ab. Der Franken holte die Aufwertung nach, die US-Dollar und Pfund gegenüber dem Euro bereits erfahren hatten. Aufgrund der engen Handelsbeziehungen mit der Eurozone stellt diese Aufwertung die Schweizer Wirtschaft vor grosse Herausforderungen.

Die anderen Nachbarländer der Eurozone reagierten unterschiedlich auf die geldpolitischen Massnahmen der EZB. Dänemark senkte den Einlagesatz im Januar 2015 auf  $-0,75\%$  und intervenierte am Devisenmarkt.<sup>9</sup> Schweden führte im Februar 2015 Negativzinsen ein, wobei der relevante Einlagesatz heute bei  $-0,60\%$  liegt. Zudem begann die Riksbank ein eigenes quantitatives Lockerungsprogramm und kündigte an, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Die tschechische Zentralbank reagierte mit erneuten Devisenmarktinterventionen, verzichtete aber auf Negativzinsen.

Mit der Aufhebung des Mindestkurses hat die SNB eine gewisse Handlungsfähigkeit zurückgewonnen. Die neue Ausrichtung der Geldpolitik zeigt erste Wirkung. Seit Aufhebung des Mindestkurses gab es Zeiten grosser Unsicherheit an den Finanzmärkten, im Zusammenhang mit Griechenland, aber auch mit China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Normalerweise hätte das eine Aufwertung der Frankens ausgelöst. Tatsächlich hat sich der Franken über die letzten zwölf Monate sogar etwas abgeschwächt. Trotzdem bleibt der Franken gegenüber dem Euro real weiterhin deutlich überbewertet.

---

<sup>9</sup> Im Januar 2016 hatte sich die Lage soweit entspannt, dass die dänische Zentralbank die Zinsen auf  $-0,65\%$  anheben konnte.

Ich ziehe folgendes Fazit für die dritte Phase: Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen sind in Europa heute verbreitet und haben den Spielraum der Zentralbanken wieder etwas vergrössert. Die Riksbank und die EZB betreiben quantitative Lockerungsprogramme. Die Zentralbanken Dänemarks, Schwedens, der Tschechischen Republik und der Schweiz sind bereit, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Und schliesslich haben die dänische Zentralbank, die EZB, die Riksbank und die SNB Negativzinsen eingeführt.<sup>10</sup>

Wie haben die Negativzinsen geldpolitisch gewirkt? Sie haben in den Nachbarländern der Eurozone wie erhofft zur Reduktion des Aufwertungsdrucks beigetragen. Allerdings haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen nicht, wie bei einer konventionellen Zinssenkung, signifikant verbessert, und die Hypothekarzinsen sind zum Teil sogar gestiegen.

Unkonventionelle geldpolitische Instrumente müssen stets auf ihr Kosten-Nutzen-Verhältnis geprüft werden. Wenn nach einer Änderung des Umfelds ein Instrument nicht mehr die angestrebte Wirkung erzielt, ist die Geldpolitik entsprechend anzupassen. Hierbei ist zentral, dass nicht nur die kurzfristigen Kosten und Nutzen analysiert werden, sondern auch die langfristigen Konsequenzen.

Insgesamt haben die Nachbarländer der Eurozone mit einer eigenständigen Geldpolitik die Krisenjahre bisher recht gut überstanden (siehe Abbildung 17). In der Schweiz und in Schweden liegt das BIP heute rund 12% über dem Vorkrisenniveau von Anfang 2007, in der Tschechischen Republik mehr als 9%. Die Möglichkeit, mit einer eigenständigen Geldpolitik auf die Lage im eigenen Land zu reagieren, scheint sich trotz allen Herausforderungen bezahlt gemacht zu haben.

Allerdings ist die Inflation in den Nachbarländern der Eurozone tiefer als angestrebt. Dasselbe gilt auch für die Mitglieder der Eurozone. Im Falle der Schweiz, wo auch historisch gesehen die Inflation tiefer war als in diesen Ländern, ist sie zurzeit sogar negativ. Dies ist in der kurzen Frist ein Teil des Anpassungsprozesses, trägt doch eine negative Inflation zur Reduktion der realen Überbewertung des Frankens bei.

## Schlussfolgerungen

Lassen Sie mich nun meine Betrachtungen zur Geldpolitik in einen breiteren Zusammenhang stellen und drei Hauptbotschaften formulieren.

Vorausschicken möchte ich, dass der Entscheid, eine eigenständige Geldpolitik zu führen, natürlich kein rein ökonomischer ist. Zentralbanken agieren innerhalb des Rahmens, der ihnen vom Gesetzgeber und damit letztendlich vom Souverän vorgegeben wird. Kultur und Geschichte eines Landes spielen bei der Wahl der nationalen Währungsordnung eine wichtige Rolle.

Damit komme ich zu meinen drei Hauptbotschaften.

---

<sup>10</sup> Als erste Zentralbank ausserhalb Europas hat die Bank of Japan Ende Januar 2016 begonnen, Negativzinsen zu erheben.

Meine erste Botschaft lautet, dass eine eigenständige Geldpolitik auch für eine kleine offene Volkswirtschaft in der Nachbarschaft eines grossen Währungsraumes möglich ist. Eine eigenständige Geldpolitik erlaubt es einer Zentralbank, auf landesspezifische Störungen zu reagieren und mittelfristig die Preisstabilität sicherzustellen. Beispielsweise haben die Zentralbanken in Europa ihre Zinsen nach Ausbruch der Finanzkrise zu unterschiedlichen Zeitpunkten und unterschiedlich stark gesenkt, um den Nachfrageeinbruch abzufedern. Sowohl konventionelle als auch unkonventionelle geldpolitische Massnahmen haben geholfen, die Schocks der Eurokrise und die massive geldpolitische Lockerung der EZB ab Mitte 2014 zu absorbieren.

Meine zweite Botschaft: In Zeiten grosser Krisen kann der übliche geldpolitische Spielraum rasch ausgeschöpft sein, was unkonventionelle Massnahmen notwendig macht. Dies gilt für grosse und für kleine Währungsräume. In kleinen Währungsräumen kann eine erhöhte Wechselkursvolatilität die Geldpolitik zusätzlich vor grosse Herausforderungen stellen. In Nachbarländern der Eurozone, wie auch in der Eurozone selbst, werden deshalb heute negative Einlässe und quantitative Lockerungsprogramme eingesetzt, um die monetären Bedingungen zu beeinflussen. Zudem sind die Zentralbanken Dänemarks, Schwedens, der Tschechischen Republik und der Schweiz bereit, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Diese Palette an unkonventionellen Massnahmen hat die geldpolitischen Möglichkeiten der verschiedenen Zentralbanken ausgeweitet.

Meine letzte Botschaft ist, dass die Möglichkeiten der Geldpolitik – trotz Erweiterung des Massnahmenkatalogs – nicht unbegrenzt sind. Erstens kann die Wirkung von geldpolitischen Massnahmen mit der Dauer und der Dosis abnehmen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die Lösung struktureller Probleme Anpassungen der Wirtschaftspolitik erfordern. Die Geldpolitik kann kein Ersatz für solche Anpassungen sein. Zweitens stehen dem Nutzen von unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen potenziell immer auch Kosten gegenüber. Diese Kosten müssen laufend evaluiert werden, und die Geldpolitik muss angepasst werden, wenn die langfristigen Kosten den kurzfristigen Nutzen übersteigen. Und drittens kann schliesslich die Geldpolitik gerade in kleinen offenen Volkswirtschaften nicht jede negative Entwicklung der Weltwirtschaft oder der internationalen Finanzmärkte vollständig abfedern. Für die Fähigkeit eines Landes, Krisen und Störungen zu überwinden, sind daher auch günstige Rahmenbedingungen für die Wirtschaft und eine hohe Anpassungsfähigkeit der Unternehmen mitentscheidend.

Abbildung 1

**DIE EUROZONE UND DIE BETRACHTETEN NACHBARLÄNDER**

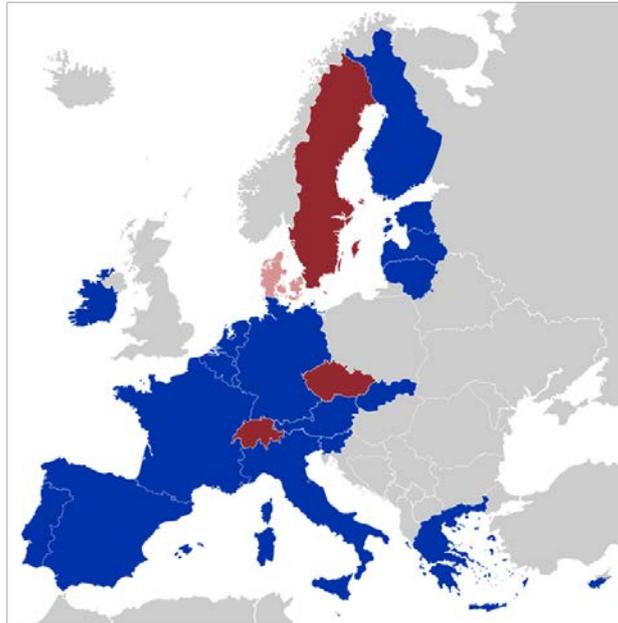
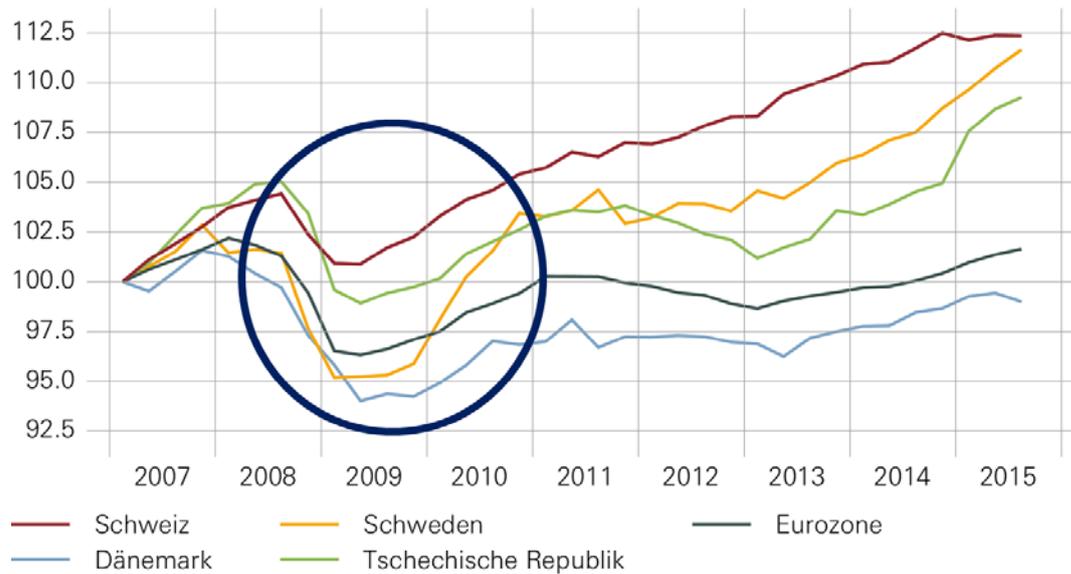


Abbildung 2

**REALES BIP**

Index Q1 2007 = 100

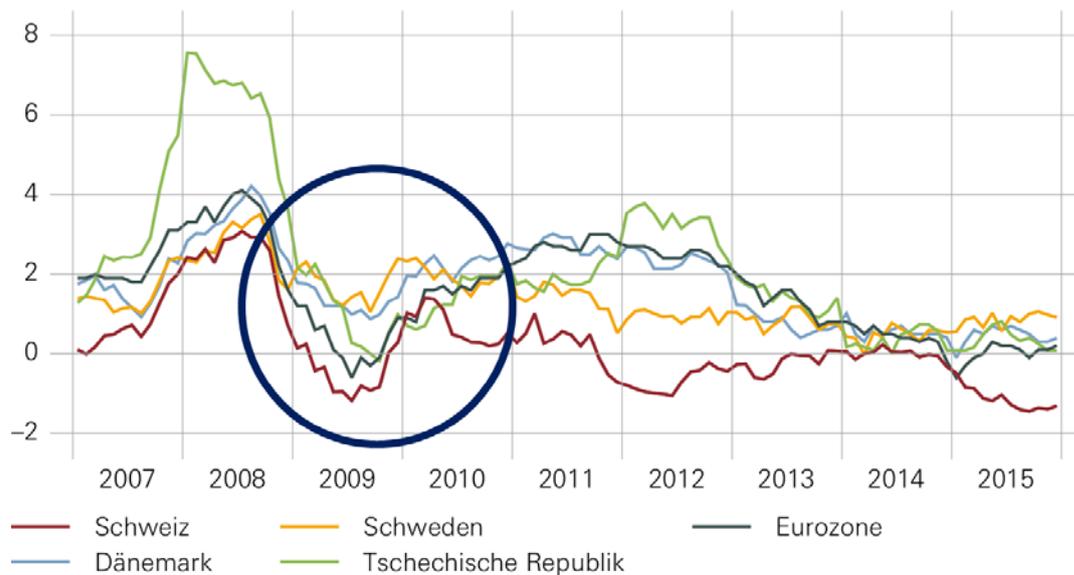


Quellen: Datastream, SNB

Abbildung 3

### INFLATION

In Prozent

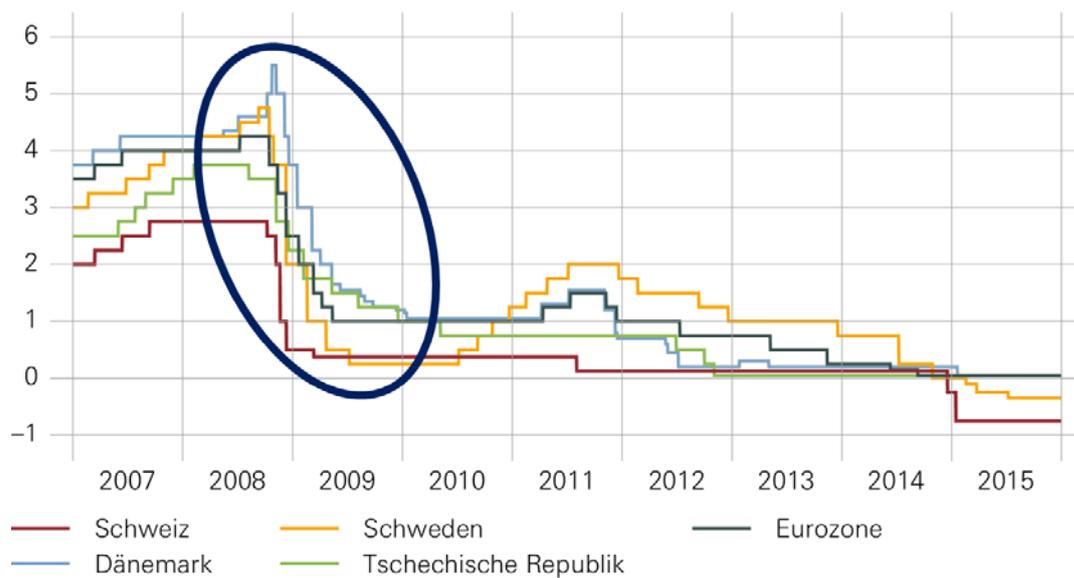


Quellen: OECD, Riksbank, SNB, Statistics Denmark, Statistics Sweden

Abbildung 4

### LEITZINSEN

In Prozent



Quellen: CNB, Danmarks Nationalbank, EZB, Riksbank, SNB

Abbildung 5

### NOMINALER WECHSELKURS ZUM EURO

Index 02.01.2015 = 100

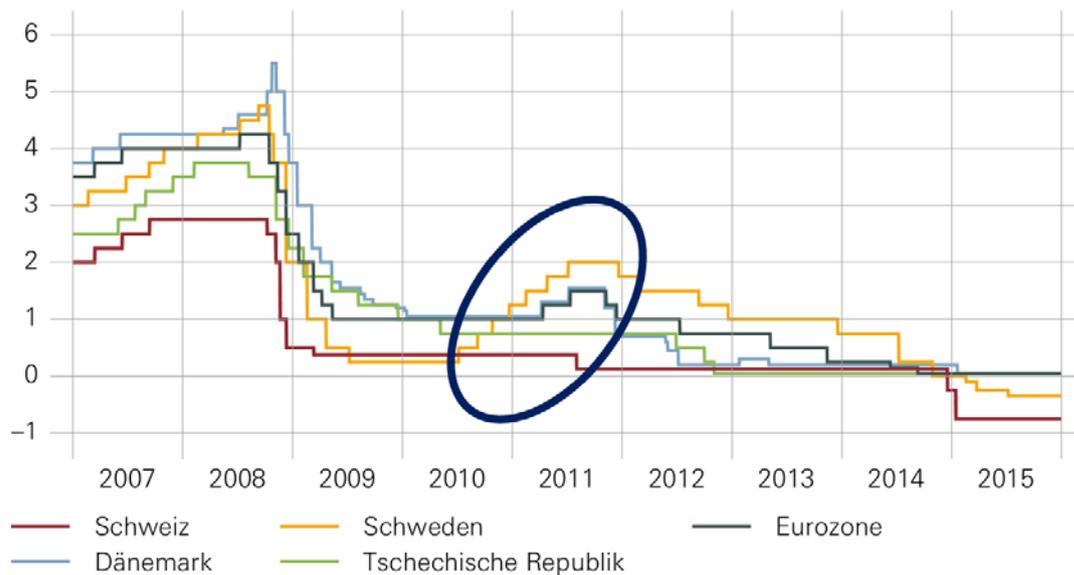


Quellen: Eurostat, SNB

Abbildung 6

### LEITZINSEN

In Prozent

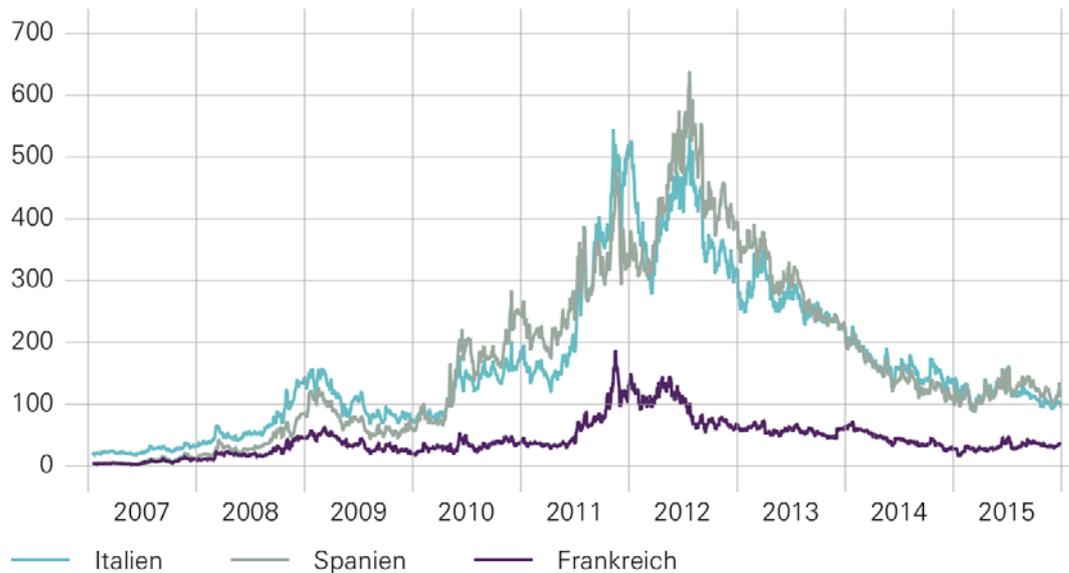


Quellen: CNB, Danmarks Nationalbank, EZB, Riksbank, SNB

Abbildung 7

### RENDITE 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN

Renditeaufschlag gegenüber Deutschland in Basispunkten

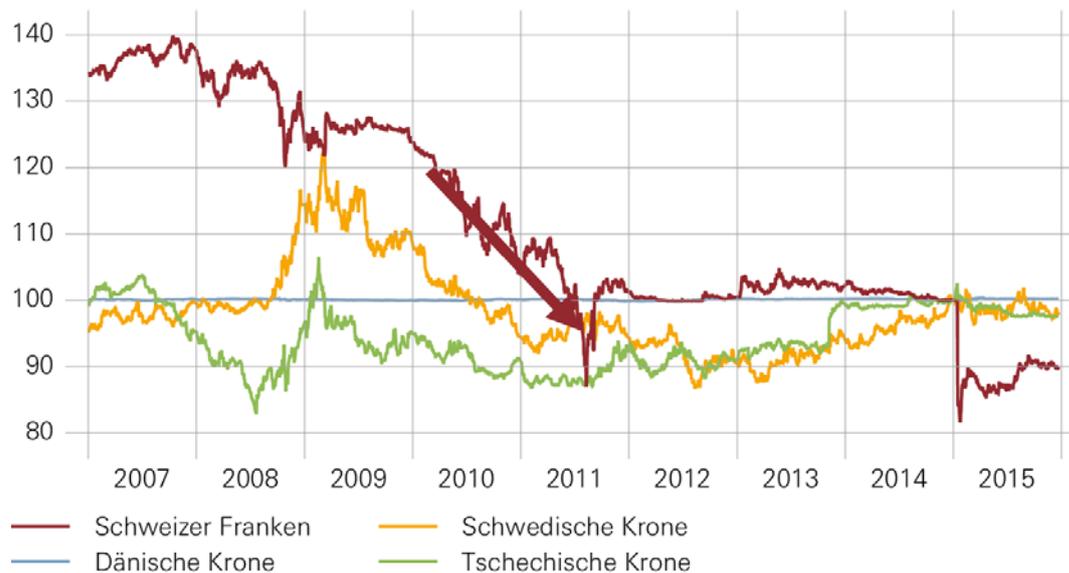


Quellen: Bloomberg, SNB

Abbildung 8

### NOMINALER WECHSELKURS ZUM EURO

Index 02.01.2015 = 100



Quellen: Eurostat, SNB

Abbildung 9

### NOMINALER WECHSELKURS ZUM EURO

Index 02.01.2015 = 100



Quellen: Eurostat, SNB

Abbildung 10

### NOMINALER WECHSELKURS ZUM EURO

Index 02.01.2015 = 100



Quellen: Eurostat, SNB

Abbildung 11

### NOMINALER WECHSELKURS ZUM EURO

Index 02.01.2015 = 100

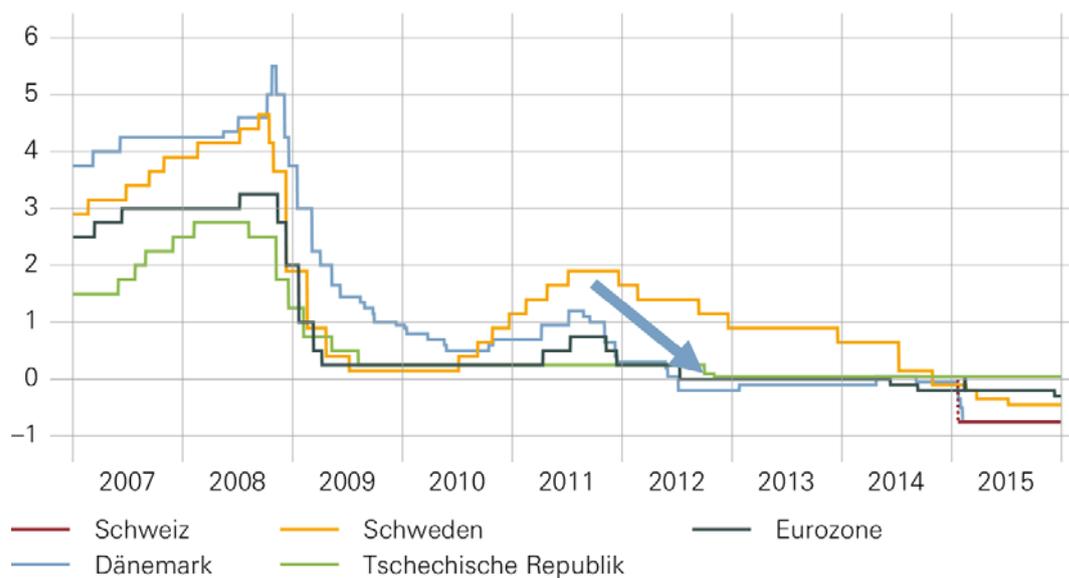


Quellen: Eurostat, SNB

Abbildung 12

### EINLAGESÄTZE

In Prozent

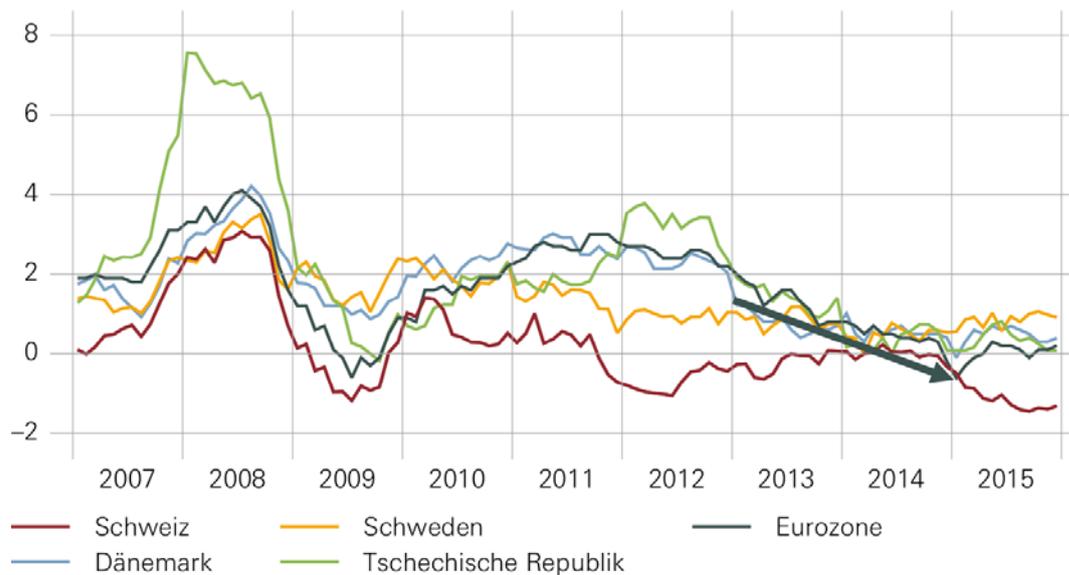


Quellen: CNB, Danmarks Nationalbank, EZB, Riksbank, SNB

Abbildung 13

### INFLATION

In Prozent

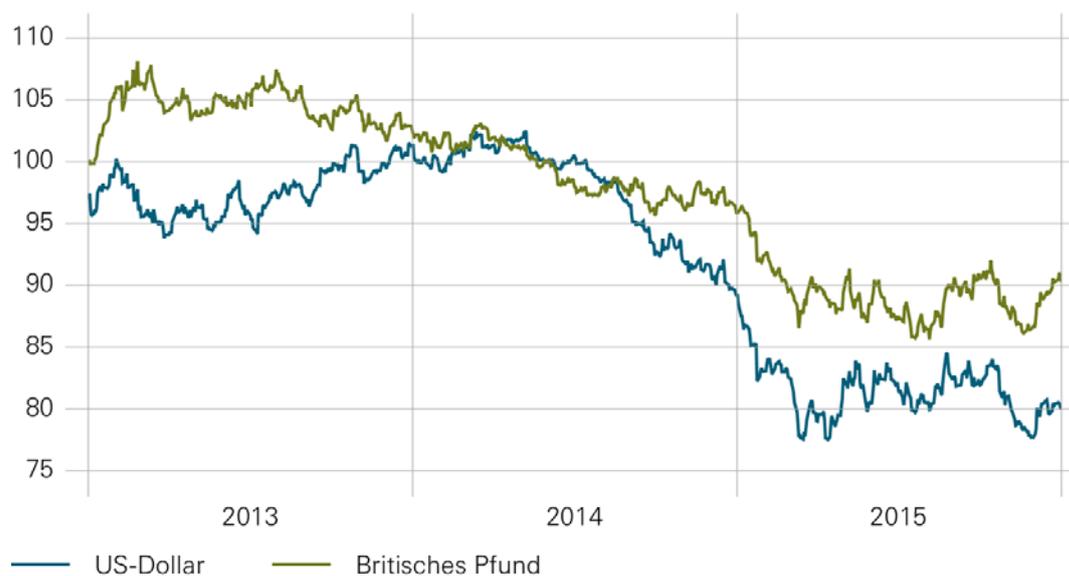


Quellen: OECD, Riksbank, SNB, Statistics Denmark, Statistics Sweden

Abbildung 14

### NOMINALER WECHSELKURS

In Euro, Index 02.06.2014 = 100

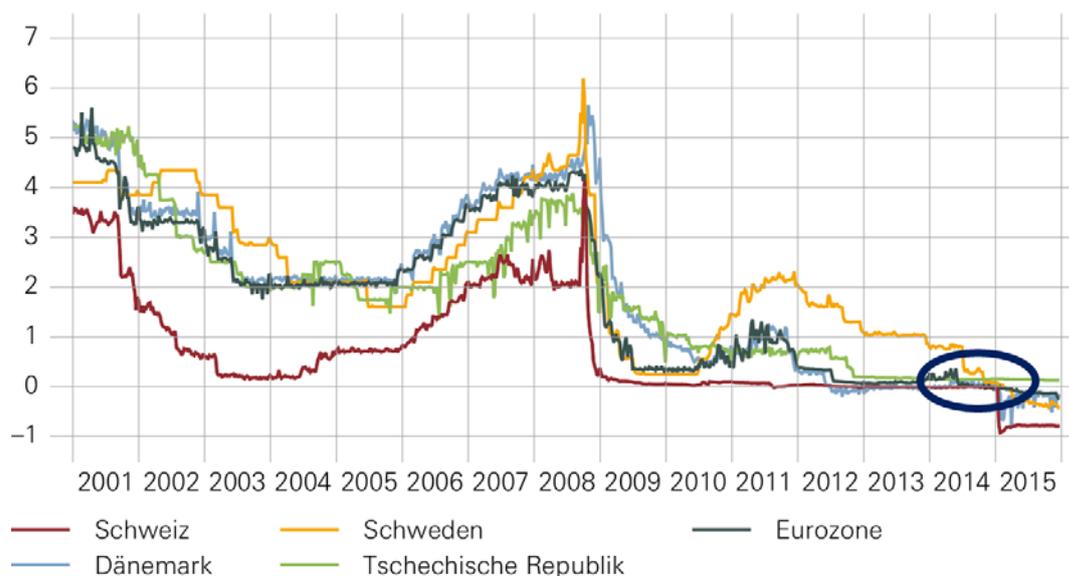


Quellen: BIZ, SNB

Abbildung 15

### ZINSSÄTZE FÜR UNBESICHERTES TAGESGELD

In Prozent



Quellen: Bloomberg, Danmarks Nationalbank, Riksbank, SNB

Abbildung 16

### ZINSDIFFERENZ ZUR EUROZONE

Unbesichertes Tagesgeld, Differenz in Prozentpunkten

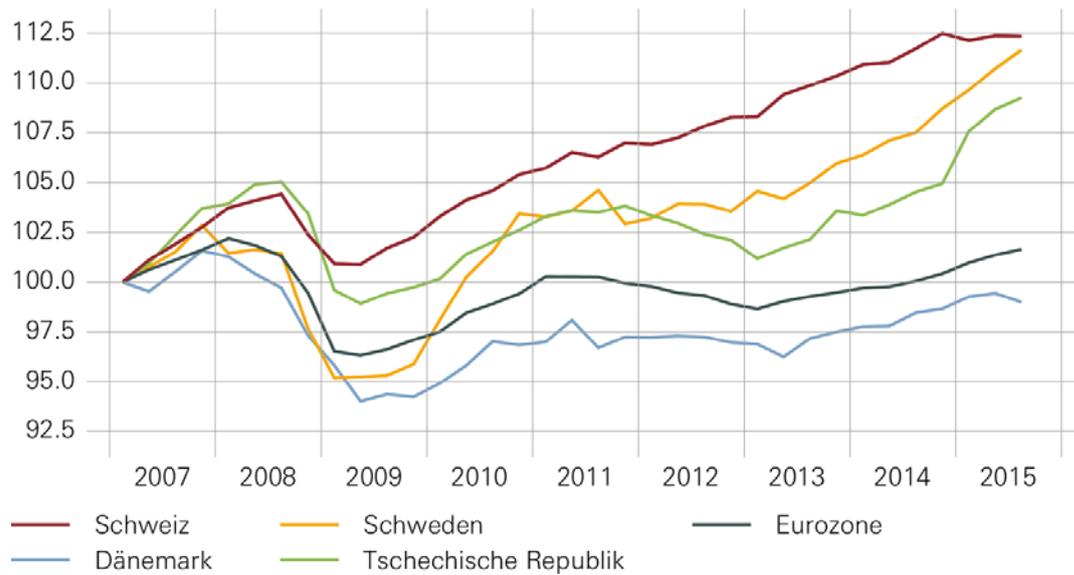
	Ø 2001-2007	Ø Sept. 2011	Ø Nov. 2014	Ø Jan. 2016
Dänemark	0.16	0.05	0.06	0.00
Schweden	0.10	1.20	0.10	-0.14
Tschechische Republik	-0.14	-0.29	0.16	0.36
Schweiz	-1.68	-1.03	0.00	-0.53

Quellen: Bloomberg, Danmarks Nationalbank, Riksbank, SNB

Abbildung 17

**REALES BIP**

Index Q1 2007 = 100



Quellen: Datastream, SNB