

**Referat**

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

**Sperrfrist**

26. April 2019, 10.00 Uhr

---

## **Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes**

111. ordentliche Generalversammlung der Aktionäre  
der Schweizerischen Nationalbank

**Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank  
Bern, 26. April 2019

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Ich begrüsse Sie herzlich zu unserer Generalversammlung. Der Austausch mit der Schweizer Öffentlichkeit ist für uns sehr wichtig. Ich freue mich deshalb, heute zu Ihnen sprechen zu dürfen und hoffe, am anschliessenden Apéro mit möglichst vielen Aktionärinnen und Aktionären persönlich ins Gespräch zu kommen.

Als Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erhalte ich viele Briefe von Bürgerinnen und Bürgern unseres Landes. In einem dieser Briefe schildert die Inhaberin eines Familienunternehmens aus der Nordwestschweiz, wie sie jahrelang um Kunden gekämpft hat und nun ihr Geschäft trotzdem schliessen musste. Die Konkurrenz aus dem benachbarten Ausland sei – so berichtet sie – wegen des starken Frankens einfach zu gross. In einem anderen Brief sorgt sich ein Herr um seine Altersvorsorge. Er schreibt, dass er seit 15 Jahren immer höhere Beiträge für seine Pensionskasse bezahlen müsse, sein voraussichtliches Altersguthaben aber dennoch nicht zu-, sondern sogar abnehme. Dies führt er auf die sogenannten Minuszinsen zurück.

Meine Damen und Herren, solche Zuschriften geben uns ein Bild darüber, was die Menschen in der Schweiz bewegt und wie sie von einer bestimmten wirtschaftlichen Lage betroffen sind. Diese Informationen sind für uns immer aufschlussreich. Die Geldpolitik der SNB darf sich aber nie nur an den Anliegen Einzelner orientieren. Vielmehr muss unsere Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes stehen. Leider gibt es das sprichwörtliche «Füfi und Weggli» nicht. Oder, auf die beiden erwähnten Briefe bezogen: Es ist nicht möglich, gleichzeitig höhere Zinsen und einen schwächeren Franken anzustreben.

Die Geldpolitik der SNB basiert auf einer sorgfältigen Abwägung ihrer Wirkung auf die Gesamtwirtschaft. Seit rund vier Jahren stützen wir uns dabei auf zwei Pfeiler: den Negativzins und die Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Gerade der Negativzins ist für viele Bürgerinnen und Bürger aber sehr ungewohnt – das spiegelt sich auch in Briefen, die wir erhalten. Er verstosse gegen die wirtschaftliche Logik, ist da etwa zu lesen, und bereite Sparern und Pensionskassen grosse Probleme.

In der gegenwärtigen Situation ist der Negativzins genauso wie unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, aber unerlässlich. Nur so können wir in der Schweiz die Zins- und Wechselkursbedingungen aufrechterhalten, die zur Erfüllung unseres Auftrags notwendig sind, nämlich die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Hielten wir den Negativzins zur Erfüllung unseres Mandats nicht für absolut notwendig, würden wir auf ihn verzichten.

Es ist uns ein grosses Anliegen, dass die Schweizerinnen und Schweizer verstehen, weshalb unsere gegenwärtige Geldpolitik als Ganzes angemessen ist und was ihre Wirkung auf unser Land ist.

## **Langjähriger Rückgang des globalen Zinsniveaus**

Um Ihnen die Notwendigkeit des Negativzinsens zu erläutern, muss ich etwas weiter ausholen und blicke auf ein Vierteljahrhundert zurück. In dieser Zeitspanne ist das globale Zinsniveau stark gesunken. Auf dieser Darstellung (Grafik 1) können Sie sehen, dass die nominale Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe in der Schweiz, Deutschland und den USA seit den 1990er-Jahren rückläufig war. Für diesen Abwärtstrend gibt es verschiedene Erklärungen.

Eine erste Erklärung ist die erfolgreiche Bekämpfung der Inflation durch die Zentralbanken. Nach den negativen Erfahrungen mit hohen Inflationsraten in den 1970er- und 1980er-Jahren begannen viele Zentralbanken Anfang der 1990er-Jahre, Preisstabilität anzustreben. In der Folge sank die Teuerung und damit auch die Zinsen auf dem Sparbuch und an den Finanzmärkten. Denn: Wenn das Geld auf dem Sparkonto dank geringer Inflation seinen Wert behält, braucht der Zins darauf nicht für eine Geldentwertung zu entschädigen. Die tiefere Inflation und der damit verbundene Rückgang des Nominalzinsniveaus sind für Haushalte und Unternehmen grundsätzlich eine erfreuliche Entwicklung.

Eine zweite Erklärung ist der Rückgang des Realzinses, also des nominalen Zinses bereinigt um die Inflation. Diese Darstellung (Grafik 2) zeigt die Rendite einer 10-jährigen Staatsanleihe in der Schweiz, Deutschland und den USA bereinigt um die entsprechende Konsumentenpreis-inflation. Für den globalen Rückgang des Realzinses gibt es verschiedene Gründe, die in der Forschung intensiv untersucht werden. Vereinfacht ausgedrückt spielt einerseits die demografische Entwicklung eine wichtige Rolle, weil eine alternde Bevölkerung aufgrund der gestiegenen Lebenserwartung tendenziell mehr spart. Andererseits schmälert das verlangsamte Produktivitätswachstum das Ertragspotenzial von Realinvestitionen und verringert damit das Interesse der Investoren an Sachanlagen wie Fabriken und Maschinen. Wenn die Sparabsichten grösser sind als die Investitionspläne, muss der Realzins sinken, um Angebot und Nachfrage für Kapital wieder ins Gleichgewicht zu bringen.

## **Geldpolitik im Tiefzinsumfeld**

Was bedeutet nun das global gesunkene Zinsniveau für die konventionelle Geldpolitik? Wenn die Zinsen grundsätzlich schon tief sind, kann die Geldpolitik weniger auf Störungen reagieren. Wenn sich die Konjunktur und die Inflation abschwächen, stimuliert die Zentralbank die Wirtschaftsaktivität normalerweise, indem sie den Zins senkt. Dies mildert die Konjunkturabschwächung ab und stabilisiert die Preise. Wenn das Zinsniveau aber ohnehin schon tief ist, kann die Zentralbank nur wenige Zinsschritte vornehmen, bis die Nullgrenze erreicht ist. Und bei null endet die konventionelle Geldpolitik.

Die Einschränkung des Spielraums der konventionellen Geldpolitik ist für die Schweiz sogar besonders ausgeprägt. Denn die Schweiz zeichnet sich traditionell durch politische und wirtschaftliche Stabilität aus, was Frankenanlagen in den Augen der Anleger besonders sicher macht. Für diese Sicherheit sind Anleger bereit, Frankenanlagen zu tieferen Zinsen zu halten

als Anlagen in anderen Währungen. Dies hat in der Vergangenheit dazu geführt, dass die Zinsen in der Schweiz meist tiefer waren als im Ausland. Wenn die Geldpolitik gelockert werden musste, lag der Ausgangspunkt für Zinssenkungen somit in der Schweiz jeweils tiefer als im Ausland.

## **Geldpolitische Reaktion auf die grosse Wirtschaftskrise**

Meine Damen und Herren, vor elf Jahren brach die globale Finanz- und Wirtschaftskrise aus, gefolgt von einem starken Rückgang der Wirtschaftsleistung und der Inflation. Um ihr Mandat zu erfüllen, musste die SNB damals auf eine expansive Geldpolitik umschalten. Zuerst reagierte die Nationalbank auf konventionelle Art und senkte die Zinsen rasch auf praktisch null.

Auf die globale Finanzkrise folgte bald die Staatsschuldenkrise in der Eurozone. Die damit verbundene Verunsicherung an den Finanzmärkten führte dazu, dass der Franken als Fluchtwährung stark gesucht wurde und somit unter Aufwertungsdruck geriet. Um diesem Aufwertungsdruck auf den Franken zu begegnen, mussten wir zu unkonventionellen Mitteln greifen. Wir intervenierten am Devisenmarkt und führten im September 2011 einen Mindestkurs gegenüber dem Euro ein.

Ab Mitte 2014 begann sich das internationale geldpolitische Umfeld zu verändern. Zum einen zeichnete sich in den USA immer deutlicher eine Straffung der Geldpolitik ab. Zum anderen wurde im Euroraum eine Lockerung der Geldpolitik zunehmend wahrscheinlicher. Der Euro verlor in der Folge gegenüber den wichtigsten Währungen deutlich an Wert. Das machte den Mindestkurs zu Beginn von 2015 nicht mehr nachhaltig. Um die Kontrolle über unsere Geldpolitik zu behalten, entschieden wir im Januar 2015 deshalb, uns neu auszurichten.

In der aussergewöhnlichen Situation von damals mussten wir die Vor- und Nachteile alternativer unkonventioneller Instrumente abwägen. Dabei wurde klar, dass wir die Zinsen unter null senken mussten, nachdem verschiedene andere Zentralbanken bereits Negativzinsen eingeführt hatten. Nur so konnten wir die Attraktivität des Frankens begrenzen. Zeitgleich mit der Aufhebung des Mindestkurses führten wir deshalb einen Negativzins von  $-0,75\%$  auf Sichtguthaben der Banken bei der SNB ein. Dadurch wurde das Schweizer Zinsniveau wieder unter dasjenige des Auslands gesenkt. Zusammen mit der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, hat der Negativzins den Druck auf den Franken aufgefangen und einen starken Rückgang der Inflation verhindert.

## **Breite Wirkung in der Wirtschaft**

Insgesamt kam die Schweizer Wirtschaft im internationalen Vergleich glimpflich durch die schwierigen Jahre nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise – und dies obwohl wir als kleine offene Volkswirtschaft mit einem grossen Finanzsektor stark von den Störungen betroffen waren. Dies liegt hauptsächlich an zwei Faktoren. Zum einen war die Flexibilität der

Unternehmen und der Arbeitnehmer in der Schweiz enorm gross. Dadurch gelang es, die Effizienz zu steigern, neue Produkte zu entwickeln und neue Märkte zu erschliessen. Zum anderen hat die unkonventionelle Geldpolitik der SNB die Störungen aus dem Ausland stark abgefedert. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs des Frankens blieb deswegen seit September 2011 ziemlich stabil. Ohne Negativzins und ohne umfangreiche Interventionen der SNB sähe die wirtschaftliche Realität in der Schweiz heute anders aus. Der Franken wäre viel stärker geworden, die Inflation deutlich ins Negative gesunken, das Wachstum hätte sich abrupt verlangsamt, und die Arbeitslosigkeit wäre stark gestiegen.

Für uns steht daher ausser Frage, dass der Negativzins einen wichtigen Beitrag geleistet hat, die Schweizer Wirtschaft gut durch eine schwierige Zeit zu führen. Und er trägt auch heute noch ganz wesentlich dazu bei, dass sich die Schweizer Wirtschaft trotz vieler internationaler Unsicherheitsfaktoren gut entwickelt.

Doch wie wirkt der Negativzins nun genau? Der Negativzins wirkt auf eine sehr ähnliche Art und Weise auf die Wirtschaft wie eine Geldpolitik mit positiven Zinsen. Zinsen im moderat negativen Bereich stellen die Welt nicht auf den Kopf und verstossen nicht gegen die ökonomische Logik.

Die Einführung des Negativzinses hat zum einen die Finanzierungsbedingungen in der Wirtschaft beeinflusst. Davon haben sowohl die Unternehmen als auch die privaten und öffentlichen Haushalte profitiert. Der Negativzins wirkt zum anderen über den Wechselkurs. Und dies ist für uns als kleine offene Volkswirtschaft besonders bedeutsam. Der Negativzins macht Frankenanlagen relativ zu Anlagen in anderen Währungen unattraktiver. Er trägt damit wesentlich dazu bei, den Aufwertungsdruck auf unsere Währung in Schach zu halten. Dies unterstützt die Wirtschaftsaktivität und ist für die Preisstabilität in der gegenwärtigen Situation unerlässlich. Natürlich werden Wechselkurse auch von anderen Faktoren beeinflusst. Der Vergleich zwischen den Renditen von Franken- und Fremdwährungsanlagen ist aber immer ein wichtiges Kriterium bei der Entscheidung der Anleger, in welche Währung sie investieren.

## **Nebenwirkungen tiefer Zinsen**

Das tiefe Zinsniveau führt jedoch auch zu Herausforderungen und Nebenwirkungen. So sorgen sich die Sparer in der Schweiz um ihre Ersparnisse, die kaum noch Zins abwerfen; den Pensionskassen und den Lebensversicherungen wiederum erschweren die tiefen Kapitalmarktzinsen die Erfüllung ihrer vertraglich festgelegten Verpflichtungen; und die Banken fürchten um ihre Profitabilität, weil sie mit ihren Kreditgeschäften weniger Zinseinnahmen generieren. Ausserdem begünstigt das Tiefzinsumfeld die Dynamik an den Immobilienmärkten.

Bei all diesen Schwierigkeiten ist es aber weniger der eigentliche Negativzins, der ins Gewicht fällt, als vielmehr das weltweit seit Jahren bestehende äusserst tiefe Zinsniveau, von dem ich zu Beginn meiner Rede gesprochen habe. Die erwähnten Herausforderungen traten nicht erst mit der Einführung des Negativzinses durch die SNB auf, sondern widerspiegeln

den langjährigen Rückgang des globalen Zinsniveaus. Das Zinsniveau würde in der gegenwärtigen Situation auch ohne Negativzins niedrig bleiben, weshalb auch die Nebenwirkungen andauern würden.

## **Schaden von der Schweiz abwenden**

Meine Damen und Herren, würde es den Bürgerinnen und Bürgern in der Schweiz ohne den Negativzins der SNB bessergehen? Lassen Sie mich an dieser Stelle dazu ein kurzes Gedankenexperiment wagen. Was würde passieren, wenn wir den Negativzins im gegenwärtigen Umfeld aufheben würden?

Eine Aufhebung des Negativzinses würde der Schweizer Wirtschaft heftig zusetzen. Unsere kurzfristigen Zinsen lägen wieder höher als in anderen Ländern, was die Attraktivität von Anlagen in Franken deutlich steigern würde; dadurch würde sich der Franken aufwerten, was die Wirtschaftsdynamik in der Schweiz beeinträchtigen, die Arbeitslosigkeit erhöhen und die Teuerung in den negativen Bereich drücken würde.

Ginge es bei einer Aufhebung des Negativzinses wenigstens den Sparern, den Pensionskassen, den Lebensversicherungen und den Banken besser? Wegen der stark abgeschwächten Konjunktur wären die Gewinnaussichten der Unternehmen getrübt, und die Schweizer Aktien würden unter Druck geraten. Zwar wären die kurzfristigen Zinsen in der Schweiz nicht mehr negativ, aber die Kapitalmarktzinsen würden sich wegen den verschlechterten Wirtschaftsaussichten wenig verändern. Dadurch würde das Zinsniveau insgesamt niedrig bleiben, und langfristige Frankenobligationen würden weiterhin tiefe Renditen abwerfen. Unter dem Strich würde sich die Lage von Sparern, Pensionskassen, Lebensversicherungen und Banken also kaum wesentlich verbessern.

Gleiches gilt auch für den Immobilienmarkt. Zwar könnte eine Aufhebung des Negativzinses die Dynamik an diesem Markt etwas dämpfen. Da sich jedoch am tiefen Zinsniveau wenig ändern würde, bliebe die Wirkung beschränkt. Die Risiken für die Finanzstabilität müssen in der aktuellen Situation durch gezielte makroprudenzielle Massnahmen angegangen werden. Damit wird die Nachfrage nach Hypotheken und Immobilien gedämpft sowie die Widerstandskraft der Banken gestärkt.

Meine Damen und Herren, wenn wir den Negativzins im heutigen Umfeld aufheben würden, würden wir die Schweizer Wirtschaft stark belasten. Dies wäre weder für die Sparer und die Pensionskassen noch für die Finanzstabilität von Vorteil. In anderen Worten: Die Aufhebung des Negativzinses in der heutigen Situation wäre nicht im Gesamtinteresse unseres Landes.

## **Das grosse Ganze im Blick**

Wir haben den Negativzins nach sorgfältiger Abwägung seiner Vor- und Nachteile eingeführt. Wir prüfen seine Wirksamkeit laufend und analysieren Kosten und Nutzen unvoreingenommen.

Die globale Wirtschaftsaktivität hat sich in den letzten Monaten abgeschwächt. Die Konjunktur in der Schweiz dürfte nach der Stagnation im zweiten Halbjahr 2018 zwar wieder etwas an Fahrt aufnehmen. Doch die Inflationsaussichten für das laufende und das kommende Jahr sind gedämpft. Darüber hinaus bleibt die Lage an den Finanz- und Devisenmärkten aufgrund der wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit in etlichen Ländern weiterhin fragil.

In der gegenwärtigen Situation ist unsere unkonventionelle Geldpolitik mit dem Negativzins und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, notwendig und angemessen. Sie ist es auch, weil sie nicht einzelne Anliegen stärker gewichtet als andere, sondern stets das Interesse der Schweiz als Ganzes im Blick hat.

Der Negativzins gehört zum Werkzeugkasten der SNB, der neben konventionellen Instrumenten auch unkonventionelle enthält. Unsere Aufgabe ist es, die für jede Situation geeigneten Instrumente zu verwenden. Eines möchte ich an dieser Stelle aber festhalten: Ich bin fest davon überzeugt, dass wir eines Tages wieder zu positiven Zinsen zurückkehren werden. Wann dies genau sein wird, kann ich Ihnen heute nicht sagen. Es hängt entscheidend davon ab, wie sich Inflation, Wachstum und Wechselkurs in Zukunft entwickeln.

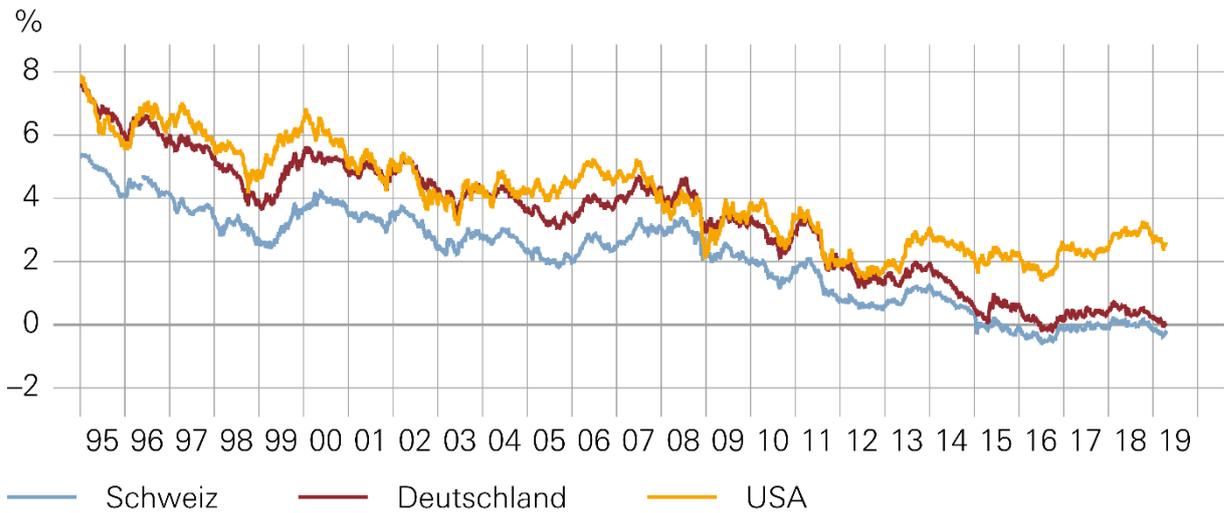
Meine Damen und Herren, lassen Sie mich abschliessend die Gelegenheit nutzen, mich auch im Namen meiner beiden Direktoriumskollegen Fritz Zurbrügg und Andréa Maechler ganz herzlich bei unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern für ihren grossen Einsatz zu bedanken. Wir bedanken uns auch bei Ihnen, liebe Aktionärinnen und Aktionäre, für Ihre starke Verbundenheit mit der Nationalbank und für Ihre treue Unterstützung. Ein herzliches Dankeschön geht auch an unsere jungen Gäste der Bündner Kantonsschule für das Interesse an der Geldpolitik und der Nationalbank.

Ich danke Ihnen allen für Ihre Aufmerksamkeit und hoffe, mit möglichst vielen von Ihnen am Apéro diskutieren zu können.

Grafik 1

## INTERNATIONALE NOMINALE LANGFRISTZINSEN

Rendite 10-jähriger Staatspapiere

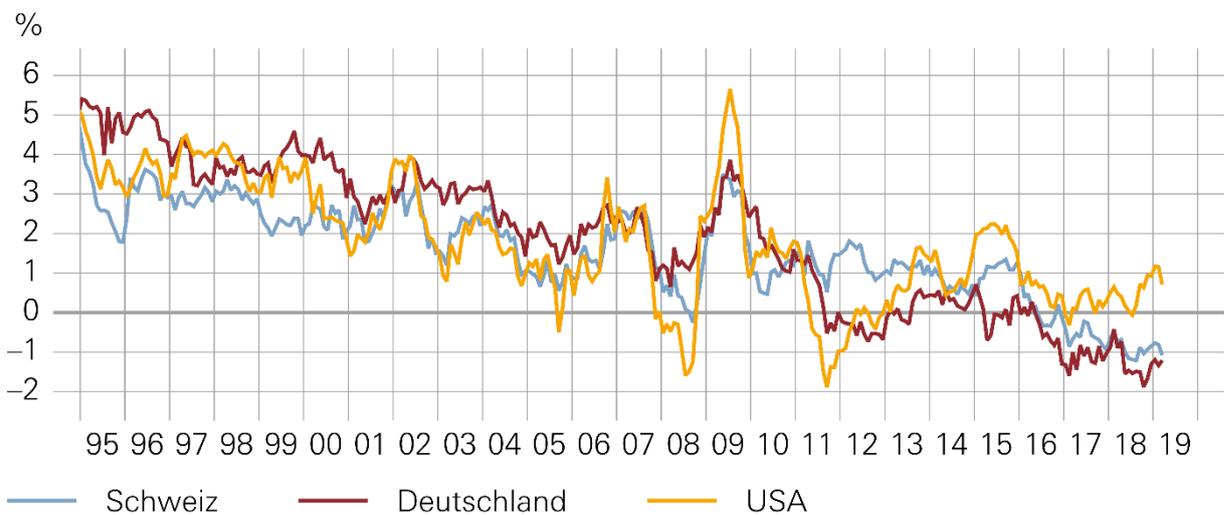


Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream

Grafik 2

## INTERNATIONALE REALE LANGFRISTZINSEN

Rendite 10-jähriger Staatspapiere minus Konsumentenpreis-inflation



Quellen: SNB, Thomson Reuters Datastream