

**Referat**

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

**Sperrfrist**

29. April 2016, 10.00 Uhr

---

## **Erläuterungen zur Schweizer Geldpolitik**

108. ordentliche Generalversammlung der Aktionäre  
der Schweizerischen Nationalbank

**Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank  
Bern, 29. April 2016

© Schweizerische Nationalbank, Zürich

Herr Bankratspräsident

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Unsere letzte Generalversammlung stand ganz im Zeichen der Aufhebung des Mindestkurses. Seither ist ein schwieriges Jahr vergangen, in dem die schweizerische Wirtschaft erneut grosse Flexibilität und Anpassungsfähigkeit gezeigt hat. Es war auch ein Jahr, in dem die Geldpolitik der Nationalbank (SNB) breit in der Öffentlichkeit diskutiert worden ist. Für die Wirksamkeit der Geldpolitik und für das Vertrauen in die Nationalbank ist es zentral, dass unsere Einschätzungen und Massnahmen gut verstanden werden. Ich möchte daher meine heutigen Ausführungen erneut dazu nutzen, Ihnen unsere gegenwärtige Geldpolitik und unsere Einschätzungen zu wichtigen Sachfragen zu erläutern.

Meine Ausführungen werde ich in zwei Teile gliedern. Zunächst gehe ich auf die wirtschaftliche Entwicklung ein und lege dabei noch einmal kurz unsere Gründe für die Aufhebung des Mindestkurses dar. Dann werfe ich einen Blick auf die aktuelle wirtschaftliche Lage. In diesem Zusammenhang komme ich auf unser Mandat, die Gewährleistung der Preisstabilität, zu sprechen. Abschliessend sei ein Ausblick auf die Herausforderungen der Zukunft gewagt.

Im zweiten Teil des Referats werde ich auf zwei Ideen eingehen, die in der Öffentlichkeit zurzeit diskutiert werden. Diese Ideen würden die SNB im Fall einer Realisierung direkt betreffen: Es sind dies die Schaffung eines Staatsfonds mit den Devisenreserven der SNB und die Vollgeldinitiative.

## **Wirtschaftliche Entwicklung**

### **Aufhebung des Mindestkurses**

Beginnen wir also mit dem Rückblick auf das vergangene Jahr. Am 15. Januar 2015 hob die SNB den Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro auf. Dieser war im September 2011 als temporäre Massnahme in einer Ausnahmesituation eingeführt worden. Damals wertete sich der Franken als sicherer Hafen gegenüber fast allen Währungen rasant und stark auf. Die resultierende massive Überbewertung bedrohte die Schweizer Wirtschaft und barg das Risiko einer deflationären Entwicklung. Der Mindestkurs gebot diesen Entwicklungen Einhalt.

In den folgenden fast dreieinhalb Jahren bis zum Januar 2015 veränderte sich die Lage grundlegend. Die globale Unsicherheit verringerte sich, und die Schweizer Wirtschaft fasste wieder Tritt. In der Eurozone hingegen verlief die Erholung weiterhin nur schleppend. Der Euro hatte bereits in der zweiten Jahreshälfte von 2014 gegenüber wichtigen Währungen kontinuierlich an Wert verloren. Anfang 2015 zeichnete sich zudem ab, dass die Geldpolitik in der Eurozone weiter stark gelockert werden würde. Vor diesem Hintergrund war mit einer weiteren Abschwächung des Euros zu rechnen. Anders als im Jahr 2011 prägte somit nicht eine allgemeine Frankenstärke, sondern eine Euroschwäche auf breiter Front das Bild.

Der Mindestkurs war angesichts dieser Entwicklung nicht mehr nachhaltig. Er wäre nur noch mit anhaltenden und rasch zunehmenden Devisenkäufen der Nationalbank durchzusetzen gewesen. Aber auch damit hätte keine Aussicht auf eine dauerhafte Stabilisierung der Lage bestanden. Mit einer unkontrollierten Bilanzausdehnung hätten wir die Fähigkeit der SNB aufs Spiel gesetzt, ihre geldpolitischen Aufgaben auf lange Frist zu erfüllen. Ein weiteres Festhalten am Mindestkurs war deshalb nicht zu verantworten.

Auch ein Hinausschieben der Aufhebung hätte nichts gebracht. Im Gegenteil: Hätten wir den Tatsachen nicht ins Auge gesehen und den Mindestkurs erst später aufgehoben, wären die Verwerfungen an den Devisenmärkten nicht weniger heftig gewesen. Auch die Auswirkungen auf die Wirtschaft wären nicht geringer ausgefallen. Der Verlust auf den Devisenreserven wäre aber erheblich grösser geworden.

Am 15. Januar 2015 wertete sich der Franken zunächst massiv auf. Seither hat sich die Aufwertung auf breiter Basis zurückgebildet; gegenüber dem Euro ist der Franken heute allerdings weiterhin deutlich stärker als vor Aufhebung des Mindestkurses. Dies ist auf die anhaltende Schwäche des Euros zurückzuführen. Die seit Januar 2015 eingetretene Entwicklung bestätigt somit unsere damalige Einschätzung.

## **Aktuelle Lage**

Mit der Aufhebung des Mindestkurses haben wir unsere Geldpolitik neu ausgerichtet. Sie beruht seither auf zwei Pfeilern. Zum einen stützen wir uns auf dem Negativzins von minus 0,75% ab. Dieser Zins wird auf Sichtguthaben bei der SNB von Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern erhoben. Zum anderen sind wir bereit, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Hierbei betrachten wir die Währungssituation insgesamt. Unsere Geldpolitik ist somit expansiv und bezweckt, den Druck auf den Franken abzuschwächen und damit die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten.

Nach der Aufhebung des Mindestkurses und der raschen Aufwertung des Frankens wurde vielerorts eine Rezession befürchtet. Stattdessen ist unsere Wirtschaft im vergangenen Jahr um immerhin 0,9% gewachsen. Das ist zwar kein kräftiges Wachstum, aber doch ein gutes Zeichen. Zum einen zeugt es von der Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Schweizer Unternehmen und Arbeitnehmer. Zum anderen wurde die Wirtschaft auch von unserer expansiven Geldpolitik gestützt. Diese hat im Verlauf des letzten Jahres zur Abschwächung des Frankens beigetragen. Der Franken bleibt aber weiterhin deutlich überbewertet.

Die leichte Zunahme der Wirtschaftsleistung in der Schweiz ist insbesondere auch in Anbetracht der weiterhin nur zögerlichen Erholung der Weltwirtschaft positiv zu werten. Diese zögerliche Erholung ging 2015 mit einem Verfall der Rohstoffpreise einher. Für diesen Preisrückgang spielten sowohl eine Nachfrageschwäche als auch eine Zunahme der Erdölförderung eine Rolle.

Der gesunkene Ölpreis und die Aufwertung nach der Aufhebung des Mindestkurses haben die Inflation in der Schweiz in den negativen Bereich gedrückt. Beide Faktoren bewirken eine

einmalige Anpassung des Preisniveaus nach unten. Entsprechend ist der damit verbundene Effekt auf die Inflation nur von vorübergehender Natur. In den vergangenen Monaten war denn auch zu beobachten, dass sich die Inflation wieder in Richtung der Nullmarke bewegt.

## **Mandat**

Das gesetzliche Mandat der Nationalbank lautet, Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Wir setzen Preisstabilität mit einem Zustand gleich, in dem die Inflationsrate unter 2% liegt, aber immer noch positiv ist. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken streben wir also kein Punktziel an.

Dafür gibt es gute Gründe. Eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz ist immer wieder starken Einflüssen von aussen ausgesetzt. Die Geldpolitik kann diese Einflüsse nicht jederzeit vollumfänglich wettmachen. Es ist daher für uns sinnvoll, die Inflation in der mittleren Frist innerhalb einer Bandbreite zu stabilisieren. Bei sehr grossen oder wiederholt ungünstigen Impulsen aus dem Ausland kann die Inflation vorübergehend negativ werden. Oft ist dies auch Teil des realwirtschaftlichen Anpassungsprozesses.

Die Weltwirtschaft war in den vergangenen fast zehn Jahren einer Reihe grosser Erschütterungen ausgesetzt. Die Zentralbanken haben weltweit mit Zinssenkungen und unkonventionellen Massnahmen darauf reagiert. Auch wir haben zu unkonventionellen Mitteln gegriffen. Und wir schrecken weiterhin nicht vor dem Einsatz solcher Mittel zurück, wenn dies im Gesamtinteresse unseres Landes ist. Dabei wird unser Handeln aber immer von einem sorgfältigen Abwägen von Kosten und Nutzen in der kurzen wie in der langen Frist bestimmt.

## **Aussichten**

Lassen Sie mich den ersten Teil meiner Ausführungen mit einem kurzen Ausblick abschliessen. Die Weltwirtschaft erholt sich langsamer als noch Ende 2015 erwartet, die globalen Aussichten sind aber nach wie vor positiv. Wir erwarten deshalb für das laufende Jahr in der Schweiz ein moderates Wirtschaftswachstum von 1% bis 1,5%. Die Inflation wird leicht ansteigen, im Jahresdurchschnitt aber negativ bleiben, voraussichtlich bei -0,8%. 2017 sollte die Teuerung wieder positiv sein.

Wie in den vergangenen Jahren ist der konjunkturelle Ausblick mit vielfältigen Risiken behaftet. Dies gilt sowohl für die Eurozone und die USA als auch für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Die internationalen Finanzmärkte sind entsprechend von Unsicherheit geprägt, was wiederum negative Rückwirkungen auf die Weltkonjunktur haben kann. Und nicht zuletzt existieren gewichtige politische Risiken, in Europa und anderswo.

In diesem schwierigen Umfeld werden wir weiterhin die uns zur Verfügung stehenden Instrumente einsetzen, um die Preisstabilität in der Schweiz mittelfristig zu gewährleisten. Auch wenn wir bereits weit gegangen sind mit den Negativzinsen und unserer Interventionsbereitschaft: Es besteht nach wie vor geldpolitischer Handlungsspielraum, den wir bei Bedarf nutzen können.

## Ideen für die Schweiz: Staatsfonds und Vollgeld

Ich möchte mich nun dem zweiten Teil meines Referats zuwenden: den Vorstössen betreffend Staatsfonds und Vollgeld. Die Ereignisse der letzten Jahre haben zu einem Nachdenken über das Finanzsystem und die Rolle der Zentralbanken geführt. Wie bereits der Präsident des Bankrats dargelegt hat, begrüßen wir solche Diskussionen. Denn sie verstärken das Verständnis in der Bevölkerung darüber, was Zentralbanken tun und weshalb sie es tun.

### Staatsfonds

Seit 2008 ist die Bilanzsumme der SNB stark gestiegen. Dieses Wachstum hat die Idee beflügelt, einen Staatsfonds zu schaffen, der die Devisenreserven der SNB bewirtschaftet. Es werden verschiedene Varianten der Ausgestaltung eines Staatsfonds vorgeschlagen. Die Ziele der Befürworter unterscheiden sich teilweise stark. Vielen ist jedoch gemeinsam, dass sie eine Parallele ziehen zu den Staatsfonds von Ländern wie Norwegen.

Vergleiche mit Norwegen sind aber irreführend, da dieses Land seinen Staatsfonds aus den Steuereinnahmen, Lizenzgebühren und Dividenden des Ölsektors speist. Wenn Unternehmen in einem Land auf neue Rohstoffvorkommen stossen, ist das Land wegen der damit verbundenen Einnahmen reicher geworden. Sein Vermögen ist gestiegen. Demgegenüber widerspiegelt das ausserordentliche Bilanzwachstum der Nationalbank seit 2008 vor allem geldpolitisch begründete Devisenkäufe. Wir haben Devisen gekauft, um die Aufwertung unserer Währung zu begrenzen, und haben damit mehr Franken in Umlauf gebracht. Eine solche Ausdehnung der Geldmenge schafft jedoch keine realen Werte.

Dieser Unterschied zwischen Öleinnahmen und Devisenreserven ist wichtig, wenn man über die Einrichtung eines Staatsfonds nachdenkt. Norwegen kann die Steuererträge und andere Einnahmen aus dem Ölsektor einem Staatsfonds übertragen, weil sie für das Land einen Gewinn darstellen. Die Devisenreserven der SNB stellen aber keinen Gewinn dar. Sie sind ein Aktivposten in unserer Bilanz. Den Devisenreserven steht als Passivposten die erhöhte Geldmenge gegenüber, die für die SNB eine Verbindlichkeit darstellt. Würden wir unsere Devisen einem Staatsfonds ohne Gegenleistung übertragen, würde unser Eigenkapital sinken oder gar negativ werden.

Der Staatsfonds beziehungsweise der Bund müsste uns die Devisen deshalb abkaufen. Wo das Geld hierfür herkommen soll, ist unklar. Im Prinzip könnte sich der Bund am Kapitalmarkt verschulden und eine Anleihe aufnehmen, aber wahrscheinlich würde dies wegen der Schuldenbremse nicht möglich sein. Oder wir könnten dem Bund einen Kredit gewähren, was jedoch einer Staatsfinanzierung durch die Notenpresse gleichkäme. Das ist gemäss Nationalbankgesetz verboten.

Ein zusätzliches Problem entstünde, wenn in der Zukunft aus geldpolitischen Gründen eine Reduktion der Geldmenge notwendig werden würde. Die Geldmenge wurde ursprünglich ausgedehnt, um die gestiegene Nachfrage nach Franken zu befriedigen. Die Nachfrage kann aber

auch wieder sinken. Bei einem starken Rückgang müsste die SNB die Geldmenge wieder abbauen, um die geldpolitischen Bedingungen stabil zu halten. Der einfachste Weg, dies zu tun, bestünde darin, die Franken zurückzukaufen, und zwar durch den Verkauf von Devisenreserven. Wären die Devisen in einem Staatsfonds ausgelagert, wäre dies nicht mehr möglich.

Eine andere Hoffnung, die sich mit der Schaffung eines Staatsfonds verbindet, ist eine bessere Bewirtschaftung der Devisenreserven. Die Nationalbank bewirtschaftet ihre Devisen jedoch bereits heute professionell und gilt als eine im Asset Management führende Zentralbank. Wir verfügen zudem schon seit Jahren über ein breites Anlagespektrum. Unser Portfolio ist über verschiedene Währungen und Anlagekategorien diversifiziert, und wir investieren substantiell in ausländische Aktien und Unternehmensanleihen. Der Aktienanteil beträgt 20%, was für eine Zentralbank hoch ist.

Im langfristigen Durchschnitt lassen sich höhere Gewinne nur dann erzielen, wenn höhere Risiken eingegangen werden. Dies würde ebenfalls für einen Staatsfonds gelten. Höhere Risiken bedeuten allerdings auch, dass die Gewinnschwankungen noch grösser wären als bisher.

Natürlich könnte sich ein Staatsfonds gegen gewisse Risiken absichern. Das Wechselkursrisiko stellt bei Devisenanlagen das grösste Risiko dar. Aber gerade gegen dieses Risiko dürfte sich ein Staatsfonds nicht absichern, weil er damit mit der Geldpolitik in Konflikt kommen würde. Denn eine Absicherung hätte einen Aufwertungsdruck auf den Franken zur Folge, was unserer Geldpolitik zuwiderliefe. Aus dem gleichen Grund dürfte ein Staatsfonds übrigens auch keine Devisen verkaufen. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass ein Staatsfonds die Führung der Geldpolitik nicht erleichtern, sondern erschweren würde.

## **Vollgeld**

Der andere Vorstoss, den ich ansprechen möchte, ist die vor einiger Zeit eingereichte Vollgeldinitiative. Die Initiative hat zwei Hauptelemente. Das erste betrifft die Konten von Haushalten und Unternehmen bei Banken, das zweite den Mechanismus, mit dem neues Geld in Umlauf gebracht wird.

Die Initiative verlangt die Schaffung von Zahlungsverkehrskonten für Haushalte und Unternehmen, die von den Banken ausserhalb ihrer Bilanzen geführt werden müssten, wie dies heute bei Wertschriftendepots der Fall ist. Diese Konten wären vollständig durch Geld der Nationalbank unterlegt. Die Vorstellung dabei ist, dass dies Bankpaniken verhindern und damit die Stabilität des Bankensystems erhöhen würde. Eine Bankpanik tritt typischerweise dann auf, wenn Kunden befürchten, dass ihre Bank die Einlagen nicht mehr auszahlen kann. Da die Zahlungsverkehrskonten in einem Vollgeldsystem mit Geld der Nationalbank unterlegt wären, könnten an der Sicherheit dieser Einlagen keine Zweifel mehr aufkommen.

Allerdings bedeutet das nicht, dass das Finanzsystem als Ganzes stabiler würde. So kann das Vollgeldsystem zum Beispiel Finanzblasen nicht verhindern, denn diese beruhen in erster Linie auf Fehleinschätzungen von Investoren. Die Vollgeldinitiative würde die Finanzierung

solcher fehlgeleiteter Investitionen zwar etwas erschweren, aber nicht unterbinden. Eine bessere Kapitalisierung der Banken, wie wir sie unterstützt haben, trägt wesentlich mehr zu einem stabileren Finanzsystem bei als das Vollgeld.

Das zweite Element der Vollgeldinitiative ist die sogenannte schuldfreie Schaffung von neuem Zentralbankgeld. Geld käme in Umlauf, indem die SNB es dem Bund, den Kantonen oder direkt den Bürgern sozusagen schenken würde. Eine derartige Geldzuteilung würde einer Verpolitisierung der Geldpolitik Vorschub leisten.

Der Bundesrat hat die Initiative ohne Gegenentwurf abgelehnt. Er hält fest, dass ein Vollgeldsystem ein Experiment ohne Vergleichswerte aus anderen Ländern darstellen würde und mit Risiken für die schweizerische Volkswirtschaft verbunden wäre. Die Realisierung der Vollgeldidee brächte einen kompletten Umbau des heutigen Geldsystems mit sich. Dies würde zu grosser Verunsicherung führen, könnte den Finanzplatz gefährden und damit der Schweiz als Ganzes schaden. Der Bundesrat befürchtet auch, dass das Vollgeldsystem die Kreditvergabe beeinträchtigen würde und dass die geldpolitische Handlungsfähigkeit der SNB eingeschränkt werden könnte.

Wir teilen die Bedenken des Bundesrats. Ein Unbehagen in Bezug auf das bestehende Finanzsystem ist kein hinreichender Grund für dessen radikale Umgestaltung. Die Auswirkungen eines solchen Experiments auf den Wirtschaftsstandort Schweiz lassen sich kaum abschätzen. Zudem würde die Unabhängigkeit der SNB untergraben, wenn wir neues Geld direkt an den Staat oder die Haushalte verteilen müssten. Dadurch würde die Nationalbank zum Spielball politischer Interessen, und die Erfüllung unseres Mandats würde erschwert.

## **Schlussbemerkungen**

Lassen Sie mich zum Schluss meiner Erläuterungen kommen. Nach Aufhebung des Mindestkurses ist die Schweiz nicht, wie vielfach befürchtet, in eine Rezession gestürzt. Die Wirtschaft ist 2015 sogar leicht gewachsen, trotz Frankenaufwertung und nur zögerlicher Erholung der internationalen Konjunktur. Der Hauptgrund dafür ist, dass die Schweizer Unternehmen und Arbeitnehmer aktiv Optimierungspotenziale genutzt und grosse Flexibilität gezeigt haben. Die expansive Geldpolitik der SNB hat zur Abwertung des Frankens im Jahresverlauf beigetragen und damit die Konjunktur ebenfalls gestützt.

Die Inflation ist zurzeit negativ, was auf die Aufwertung nach Aufhebung des Mindestkurses und die gesunkenen Rohstoffpreise zurückzuführen ist. Für 2017 erwarten wir eine Rückkehr der Inflation in den positiven Bereich. Wir halten uns weitere Handlungsoptionen offen, falls solche notwendig würden, um unser Mandat zu erfüllen. Wie immer muss bei geldpolitischen Entscheidungen aber eine sorgfältige Güterabwägung im Gesamtinteresse des Landes vorgenommen werden.

Mit der Finanzkrise und dem Einsatz unkonventioneller Massnahmen sind Zentralbanken stärker in den Brennpunkt des öffentlichen Interesses gerückt. Verschiedene Reformvorschläge werden diskutiert, und wir begrüssen diese öffentliche Debatte. Neue Ideen müssen ernst genommen und evaluiert werden. Die Motive hinter den Projekten Staatsfonds und Vollgeld sind anzuerkennen. Aber bei genauer Betrachtung überwiegen in beiden Fällen die Nachteile.

Ich möchte zu guter Letzt die Gelegenheit nutzen, mich auch im Namen meiner Direktoriumskollegen Fritz Zurbrugg und Andréa Maechler ganz herzlich bei unseren Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern für ihre Arbeit und Einsatzfreude zu bedanken. Wir bedanken uns auch bei unseren Aktionärinnen und Aktionären für ihre Verbundenheit mit der SNB und für ihre treue Unterstützung. Und schliesslich gilt unser Dank unseren jungen Gästen von der Kantonsschule Olten und dem Centro Professionale Commerciale Lugano für das Interesse, das die nächste Generation der Geldpolitik und der Nationalbank entgegenbringt.

Ihnen allen danke ich für Ihre Aufmerksamkeit.