



Sperrfrist

8. Mai 2015 11:00

Herausforderungen der aktuellen Geldpolitik der SNB

ASIP-Mitgliederversammlung

Dewet Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 8. Mai 2015

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2015

* Der Referent dankt Vincent Crettol, Peter Kuster, Sandro Streit und Martin Weder für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Sehr geehrte Damen und Herren

Es ist mir eine grosse Ehre, dass ich heute an Ihrer Mitgliederversammlung teilnehmen und über die aktuelle Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) sowie die damit verbundenen Herausforderungen referieren darf. Das wirtschaftliche Umfeld in der Schweiz ist in den letzten Monaten ohne Zweifel schwieriger geworden. Das hat auch wesentlich mit unserer geldpolitischen Entscheid vom 15. Januar 2015 zu tun. Dieser hatte augenfällige Auswirkungen – gerade auch für die Pensionskassen. Gleichwohl muss davor gewarnt werden, die Bedeutung der Geldpolitik und damit auch dieses Entscheids zu überschätzen. Geldpolitik darf nie isoliert betrachtet werden, sondern ist immer in den Zusammenhang mit den internationalen Entwicklungen, dem Verlauf der Konjunktur, der Lage an den Finanzmärkten und der Wirtschaftspolitik zu stellen. Seit acht Jahren ist das internationale Umfeld geprägt von grossen Ungleichgewichten, Anpassungsprozessen, Unsicherheiten und wiederkehrenden Störungen. Die Geldpolitik kann sich diesen wenig erbaulichen Realitäten nicht entziehen. Oder um es mit anderen Worten zu sagen: Hinter geldpolitischen Entscheiden stehen schwierige Güterabwägungen; manchmal geht es darum, das kleinere Übel zu wählen.

Ich möchte in meinem Referat zunächst näher auf die Hintergründe der Aufhebung des Mindestkurses und der Einführung von Negativzinsen eingehen. In einem zweiten Schritt werde ich die damit verbundenen Herausforderungen für die Wirtschaft und die Anleger beleuchten. Im dritten und letzten Teil steht das Tiefzinsumfeld mit den Folgen für die Schweizer Pensionskassen im Mittelpunkt.

Aufhebung des Mindestkurses – im Gesamtinteresse des Landes

Sie alle können sich sicher gut daran erinnern: Am 15. Januar dieses Jahres hat die SNB den Mindestkurs aufgehoben (**Abbildung 1**). Gleichzeitig wurde der geldpolitische Referenzzinssatz, der Dreimonats-Libor, um 0,5 Prozentpunkte auf $-0,75\%$ gesenkt. Dieser überraschende Entscheid hat weltweit Aufsehen erregt. Weshalb haben wir so gehandelt?

Im Verlauf des vergangenen Jahres verdichteten sich die Anzeichen, dass in den USA der Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik näherrückt. Gleichzeitig ist die Geldpolitik in der Eurozone in mehreren Schritten stark gelockert worden. Klaffen die Einschätzung der Zinsentwicklung und die geldpolitische Ausrichtung für zwei bedeutende Währungsräume derart stark auseinander, wirkt sich dies fast zwangsläufig auf die Währungen aus. Während sich der US-Dollar auf handelsgewichteter Basis deutlich aufwertete, verlor der Euro immer stärker an Wert (**Abbildung 2**). Diese Dynamik erfasste auch den Franken. Die Aussicht auf eine anhaltende Euroschwäche setzte den Franken gegenüber dem Euro unter immer stärkeren Aufwertungsdruck. Dementsprechend nahm auch das gehandelte Volumen im Währungspaar Euro-Franken deutlich zu (**Abbildung 3**). Die SNB musste gegen Jahresende erstmals seit Herbst 2012 wieder am Devisenmarkt intervenieren, um den Mindestkurs durchzusetzen. Die SNB war mehr und mehr die einzige Käuferin im Euro-Franken. Im Januar stiegen die Interventionsbeträge vor dem Hintergrund der erwarteten zusätzlichen Lockerung der Europäischen Zentralbank (EZB) und der steigenden Unsicherheit wegen der Wahlen in Griechenland

massiv an (**Abbildung 4**). Es wurden immer grössere Summen notwendig, um den Mindestkurs durchzusetzen. Ein Ende der Interventionen war nicht abzusehen, ganz im Gegenteil. Die Bereitschaft der SNB, zu einem fixen Kurs Euro gegen Franken zu kaufen, hätte am riesigen globalen Devisenmarkt zunehmend als Vehikel benutzt werden können, um Euroverkäufe zu relativ günstigen Konditionen zu tätigen. Im Nachhinein bestätigte der Beschluss der EZB vom 22. Januar 2015, bis im September 2016 Wertpapiere im Gesamtumfang von 1140 Mrd. Euro zu kaufen, unsere Einschätzung.

Ein weiteres Festhalten am Mindestkurs hätte zu einer unkontrollierbaren Ausdehnung unserer Bilanz geführt. Die damit verbundenen Risiken wären in keinem Verhältnis zum Nutzen für die Schweizer Wirtschaft gestanden. Die Bilanzausweitung hätte unsere geldpolitische Handlungsfähigkeit stark beschnitten. In der langen Frist hätten wir damit die Erfüllung unseres Mandats gefährdet, nämlich die Preisstabilität zu bewahren und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Nach einer sorgfältigen Güterabwägung war somit klar: Wir mussten den Mindestkurs aufheben, um auch künftig eine Geldpolitik im Gesamtinteresse unseres Landes führen zu können. Die SNB hätte ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt, wenn sie am Mindestkurs festgehalten und die Augen vor den veränderten internationalen Realitäten verschlossen hätte.

Einschätzung und Aussichten für die Wirtschaft

Mit dem Wegfall des Mindestkurses bzw. der nachfolgenden Frankenaufwertung haben sich die Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft verschlechtert. Im Dezember 2014 sind wir für das laufende Jahr noch von einem Wachstum von 2% ausgegangen. Neu rechnen wir noch mit knapp 1%. Insbesondere in der ersten Jahreshälfte ist mit einer deutlichen Abschwächung zu rechnen, wie dies auch das KOF-Konjunkturbarometer oder der Einkaufsmanagerindex im verarbeitenden Gewerbe eindrücklich nahelegen (**Abbildung 5**). Kurzfristig dürfte es zu einer deutlichen Unterauslastung der Produktionskapazitäten und einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit kommen. Diese Einschätzung der SNB deckt sich weitgehend mit jener anderer Institute. Zu den Risiken für die Prognose gehören eine Eskalation im Schuldenstreit mit Griechenland sowie eine Verschärfung der geopolitischen Spannungen. Für unsere Wirtschaft ist natürlich auch die weitere Entwicklung des Frankenkurses wichtig. An dieser Stelle möchte ich betonen: Das Ende des Mindestkurses bedeutet mitnichten, dass die SNB dem Geschehen am Devisenmarkt nur noch passiv zuschaut. Wir haben am 15. Januar nämlich unmissverständlich festgehalten, bei der Gestaltung unserer Geldpolitik der Wechselkursituation weiterhin Rechnung zu tragen. Die SNB wird bei Bedarf auch künftig am Devisenmarkt aktiv sein, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen.

Die Schweizer Wirtschaft befindet sich insgesamt in einer deutlich besseren Verfassung als im Jahr 2011. Sie hat die Krisenjahre vergleichsweise gut überstanden und mit rund 2% ein respektables durchschnittliches Wachstum erzielt (**Abbildung 6**). Dazu beigetragen hat die Tatsache, dass die Schweiz im Gegensatz zu vielen Industrieländern nicht mit einem angeschlagenen Bankensystem oder mit einer deutlichen Preiskorrektur am Immobilienmarkt kon-

frontiert war. Dank solider öffentlicher Finanzen waren anders als in mehreren europäischen Staaten auch keine einschneidenden Konsolidierungsmassnahmen nötig. Die Exporte zeigten sich dank der zunehmenden Spezialisierung und der breiteren regionalen Diversifizierung als widerstandsfähig. Gleichzeitig hat auch die Geldpolitik auf die internationalen Verwerfungen rasch reagiert und mit dem Mindestkurs temporär für Stabilität und Planungssicherheit gesorgt und dadurch der Schweizer Wirtschaft Zeit für Anpassungen verschafft. Heute stehen zudem die wichtigsten Handelspartner der Schweiz, allen voran die Eurozone, besser da als noch vor knapp vier Jahren (**Abbildung 7**).

Wir sind uns aber bewusst, dass unsere Wirtschaft durch die abrupte Frankenaufwertung ohne Zweifel vor einer Herkulesaufgabe steht. Der Franken ist auch fast vier Monate nach der Aufhebung des Mindestkurses deutlich überbewertet. Auf handelsgewichteter Basis befindet er sich gegenwärtig rund 20% über seinem langjährigen Durchschnitt. Die Leistungen der Schweizer Unternehmen in der Vergangenheit sind jedoch gleichzeitig auch Grund zu Optimismus. In den letzten Jahren haben sie eindrücklich gezeigt, dass sie ausserordentlich anpassungsfähig und innovativ sind. Das schlägt sich auch immer wieder in den zahlreichen internationalen Rankings zur Wettbewerbsfähigkeit und Innovationskraft nieder, in denen die Schweiz seit Jahren Spitzenplätze einnimmt.

Beim Inflationsausblick macht sich die markante Aufwertung des Frankens ebenfalls bemerkbar, wobei hier noch der Zerfall des Ölpreises dazu kommt (**Abbildung 8**). Im vergangenen Jahr lag die durchschnittliche Teuerungsrate gemessen am Konsumentenpreisindex nahe bei null. Dieses Jahr wird die Teuerungsrate deutlich in den negativen Bereich fallen. Wir haben unsere Inflationsprognose für 2015 im März dementsprechend von $-0,1\%$ auf $-1,1\%$ gesenkt. Auch im nächsten Jahr dürften die Preise nochmals leicht zurückgehen. Wir erwarten eine Teuerungsrate von $-0,5\%$. Die Inflation wird somit erst Anfang 2017 wieder im positiven Bereich liegen. Wichtig ist, dass es sich dabei um einen vorübergehenden Effekt handelt. Der Franken dürfte sich mit der Zeit etwas abschwächen, und die Wirkung des tieferen Ölpreises wird auslaufen. Eine anhaltende negative Teuerung oder gar eine Deflationsspirale – also eine sich selbstverstärkende Wechselwirkung aus konjunkturellem Abwärtstrend und sinkendem Preisniveau – ist nicht zu erwarten. Die Preisstabilität bleibt somit mittelfristig gewahrt.

Negativzins: Regelbasiert und flächendeckend

Kehren wir von der mittleren Frist zurück zum 15. Januar. Wie haben die Finanzmärkte unsere Entscheidung aufgenommen? Erfahrungsgemäss reagieren sie deutlich schneller und heftiger auf unerwartete Änderungen in der Geldpolitik als die Realwirtschaft und das Preisniveau. Das war auch diesmal der Fall. So hat die Aufhebung des Mindestkurses den Devisenmarkt kurzfristig in Aufruhr versetzt (**Abbildung 9**). Vorübergehend notierte ein Euro bei 85 Rappen. Der Franken hat sich auf handelsgewichteter Basis bis am 16. Januar um 22% aufgewertet. Auch andere Märkte wurden von der Volatilität erfasst. Schweizer Aktien gemessen am SPI haben beispielsweise innert zweier Tage 14% an Wert verloren. Diese heftigen Reaktionen waren von der SNB nicht beabsichtigt, mussten jedoch hingenommen werden, weil die

Aufhebung des Mindestkurses zwangsläufig nur schlagartig und überraschend erfolgen konnte. Die Gemüter haben sich seither wieder abgekühlt. Der Franken ist gegenwärtig aber immer noch fast 14% höher bewertet als vor der Aufhebung des Mindestkurses.

Eine neues und wichtiges Instrument im Kampf gegen den Aufwertungsdruck ist der Negativzins auf den Giroguthaben bei der SNB. Er macht Anlagen in Franken weniger attraktiv, wirkt damit der Frankenstärke entgegen und lockert die monetären Rahmenbedingungen. Der Negativzins hat sich rasch auf die gesamte Bandbreite der Geld- und Kapitalmarktzinsen übertragen (**Abbildung 10**). Der Dreimonats-Libor ist seit der Ankündigung im negativen Bereich und erreichte zwischenzeitlich einen Tiefstwert von $-0,96\%$. Damit konnte auch ein Teil der traditionellen Zinsdifferenz zum Ausland, die in den Krisenjahren stark geschmolzen war, wiederhergestellt werden (**Abbildung 11**). Die langfristigen Zinsen sind ebenfalls nochmals gefallen. Mehr als die Hälfte der ausstehenden Schweizer Bundesobligationen wirft derzeit keine positive Rendite mehr ab. Dass derart aussergewöhnliche Verhältnisse bei Anlegern auf wenig Begeisterung stossen, ist nachvollziehbar. Es ist uns deshalb ein Anliegen, dass die Überlegungen der SNB verstanden werden. Die SNB führt eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes. Ohne Negativzins wäre der Franken noch stärker – mit den entsprechenden Auswirkungen auf Wachstum und Preise. Der Negativzins ist somit ein geldpolitisches Instrument, um die Auswirkungen der Aufhebung des Mindestkurses auf die Schweizer Wirtschaft abzufedern.

Bei der Ausgestaltung des Instruments stützen wir uns auf ein geldpolitisch und rechtlich robustes Verfahren mit klaren Regeln ab. Die Freibeträge basieren deshalb auf den Mindestreserven, welche die Banken von Gesetzes wegen halten müssen (**Abbildung 12**). Der Freibetrag entspricht dem Zwanzigfachen dieses Mindestreserveverfordernisses. Bei einem Mindestreservesoll in der Höhe von knapp 15 Mrd. Franken liegen die Freibeträge aktuell somit bei rund 300 Mrd. Franken – dies bei Giroguthaben in der Höhe von fast 450 Mrd. Franken.

Damit der Negativzins die geldpolitisch erwünschte Wirkung erzeugen kann, haben wir uns für eine flächendeckende Lösung mit möglichst wenig Ausnahmen entschieden. Am 22. April 2015 haben wir die Liste der Ausnahmen weiter verkleinert. Neu sind auch die Girokonten bundesnaher Betriebe dem Negativzins unterstellt. Auch das Konto der Pensionskasse der SNB ist keine Ausnahme mehr. Ausserdem wurden die Konten der Kantone Genf und Zürich sowie der Stadt Zürich aufgelöst. Indem wir grundsätzlich alle Giroguthaben sämtlicher Banken und anderer Finanzmarktteilnehmer mit dem Negativzins belasten, folgen wir dem Gebot der Gleichbehandlung.

In diesem Zusammenhang ist klarzustellen, dass der Negativzins nur auf Guthaben erhoben wird, die bei der SNB selber gehalten werden. Abgesehen von der Pensionskasse des Bundes belastet die SNB die Pensionskassen somit nicht direkt. Dass die Banken den Negativzins aber an Grossanleger weitergeben, ist aus Sicht der Geldpolitik durchaus erwünscht, weil dieses Instrument nur so seine volle Wirkung entfalten kann. Wie hoch die Belastung durch den

Negativzins und die Freibeträge dabei ausfallen, variiert von Institut zu Institut und liegt ausserhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik.

Die SNB ist sich bewusst, dass eine solide Altersvorsorge für unser Land zentral ist. Dennoch haben wir die Bitte Ihres Branchenverbands, für Pensionskassen unverzinsten Girokonten zu eröffnen, abschlägig beantworten müssen. Was waren unsere Gründe? Der erste ist eher prinzipieller Natur: Ausnahmen laufen unserem Bestreben zuwider, alle Kontoinhaber gleich zu behandeln. Jedes Einräumen einer Ausnahme für die eine Anlegergruppe macht es schwieriger, sie einer anderen Gruppe zu verwehren. Zweitens gehören Pensionskassen nicht zum Geschäftskreis der SNB, das heisst, sie sind nicht Gegenpartei unserer Geschäfte und haben von daher keinen Zugang zu den Konten der SNB. Drittens sprechen auch geldpolitische Gründe klar gegen eine Ausnahmeregelung für einen grossen Teil des institutionellen Vermögens in der Schweiz. Für den Aufwertungsdruck auf den Franken waren in den letzten Jahren nämlich nicht nur ausländische Investoren verantwortlich, wie ein Blick auf die Zahlungsbilanz zeigt. So haben sich seit Ausbruch der Finanzkrise die privaten Kapitalflüsse der Schweiz umgekehrt. Während dem kumulierten Leistungsbilanzüberschuss von rund 400 Mrd. Franken im Zeitraum von 2002 bis 2008 private Kapitalexperte in gleicher Höhe gegenüberstanden, wurden diese Flüsse in der Phase mit dem Mindestkurs durch die Interventionen der SNB am Devisenmarkt ersetzt (**Abbildung 13**). Der Risikoappetit in der Schweiz hat sich stark reduziert. Der inländische Privatsektor investiert nur noch zurückhaltend im Ausland. Darüber hinaus wurde ein Teil des hohen Auslandvermögens in die Schweiz repatriert, was zur Frankenstärke beigetragen hat.

Für den starken Franken sind somit auch inländische Investoren verantwortlich. Zu diesen zählen bekanntlich die Pensionskassen. Die verschiedenen Statistiken zu den Auslandsanlagen der Pensionskassen legen den Schluss nahe, dass der Frankenanteil des gesamten Vorsorgevermögens seit Beginn der Finanzkrise tendenziell zugenommen hat. Damit einhergehend hat auch die durchschnittliche Absicherungsquote von Fremdwährungsanlagen zugenommen. Dies müsste zu Nettokäufen von Franken geführt haben. Selbst bei einer stabilen Absicherungsquote kann allein die Wertsteigerung bei Fremdwährungsanlagen Frankenkäufe nötig machen. So hat auch der Pensionskassensektor seinen Anteil an der Frankenstärke. Damit möchte ich keineswegs einen Vorwurf verbinden, haben doch die Pensionskassen als frankenbasierte Investoren im Interesse ihrer Versicherten durchaus vorausschauend gehandelt und ihre Währungsrisiken umfassend abgesichert. Umgekehrt gibt es aus geldpolitischer Sicht aber keine Berechtigung für eine Vorzugsbehandlung.

Gründe für das anhaltende Tiefzinsumfeld

Der Negativzins in der Schweiz ist letztlich die Folge von aussergewöhnlich niedrigen Zinsen, die sich als Fortsetzung eines über 30-jährigen globalen Trends ergeben haben (**Abbildung 14**). Sowohl die nominalen wie auch die realen Zinsen sind in den Industrieländern seit Beginn der 1980er-Jahre stetig gesunken. Ein wesentlicher Teil dieses Rückgangs lässt sich mit den im gleichen Zeitraum deutlich gefallen Inflationen erklären (**Abbildung 15**). Die

1970er-Jahre waren aufgrund des Endes des Bretton-Woods-Systems, der beiden Ölpreisschocks und der vielerorts expansiven Geld- und Finanzpolitik noch von hohen Inflationsraten gekennzeichnet gewesen. Seither ist es nicht zuletzt dank einer unabhängigen und glaubwürdig auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik immer besser gelungen, die Inflation tief zu halten und deren Schwankungsbreite einzuengen. Mit dem Rückgang der Volatilität haben auch die Inflationsrisiko- und Laufzeitprämien abgenommen, die Investoren als Entschädigung verlangen.

Zum Rückgang der realen Zinsen dürften auch das Wirtschaftswachstum bzw. die veränderten Wachstumsaussichten beigetragen haben. Wurden in den grossen Industrieländern in den 1960er-Jahren noch Wachstumsraten von bis zu 8% und im Falle Japans von über 10% verzeichnet, gelten heute solche von 4% als aussergewöhnlich hoch. Die OECD schätzt beispielsweise, dass sich das Potenzialwachstum der G-7-Staaten seit Beginn der 1970er-Jahre von rund 4% auf 1,5% im letzten Jahr mehr als halbiert hat. Dahinter steckt ein tieferes Bevölkerungswachstum- wie auch ein tieferes Produktivitätswachstum.

Die anhaltenden realwirtschaftlichen und strukturellen Probleme scheinen dazu beizutragen, dass die Unternehmen wenig investieren. Trotz tiefer Zinsen sind vor allem für kleinere und mittlere Unternehmen die Möglichkeit und die Bereitschaft, zusätzliche Kredite aufzunehmen und zu investieren, weiterhin eingeschränkt. Dazu trägt auch die Angebotsseite bei: Die Bereinigung von Altlasten und die grössere Zurückhaltung der Banken haben in vielen Staaten zu einem Rückgang bei der Kreditvergabe geführt. Der fehlenden Investitionsnachfrage steht wegen der erhöhten Unsicherheit ausserdem ein tendenziell gewachsenes Angebot an Sparkapital gegenüber, was die Zinsen zusätzlich fallen liess. Dazu kommt, dass von Seiten gewichtiger Investorengruppen die Nachfrage nach sicheren Anlagen wie Staatsanleihen hoch ist.

Auch die Massnahmen der grossen Zentralbanken zur Krisenbekämpfung dürften eine Rolle gespielt haben (**Abbildung 16**). Nachdem in einem ersten Schritt die Leitzinsen auf ein Niveau nahe null gesenkt wurden, führten die darauffolgenden unkonventionellen Massnahmen, wie der umfangreiche Kauf von verschiedenen Wertpapieren, zu einem zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Zinsen. Als Folge davon sind die Bilanzen der Zentralbanken stark gewachsen. Ohne diese Massnahmen der Zentralbanken wäre die Rezession allerdings viel tiefer gewesen und die Erholung wohl noch erheblich schleppender verlaufen.

Es gibt also einige Gründe dafür, dass das Zinsniveau zurzeit sehr niedrig oder negativ ist. Es ist aber festzuhalten, dass negative Nominalzinsen kein Normalzustand sind. Wir gehen davon aus, dass sich die Wirtschaft weiter erholen wird und die Zinsen weltweit wieder ansteigen werden. Mit Blick auf die internationale Lage wird jedoch auch klar, dass der Zins in der Schweiz nicht höher liegen kann als im Rest der Welt, denn sonst würden grosse Zuflüsse in den Franken drohen.

Herausforderungen für die Anleger und die Pensionskassen

Anlegen in einem Umfeld, das von aussergewöhnlich tiefen Zinsen geprägt ist, bleibt anspruchsvoll. In der Schweiz kommt der Negativzins als zusätzliche Herausforderung dazu.

Aus geldpolitischer Sicht ist das Instrument aus den erwähnten Gründen notwendig, erschwert es aber Investoren, die Franken halten müssen, überhaupt noch zinstragende sichere Anlagen zu finden. Dazu gehören vor allem auch Pensionskassen und andere institutionelle Anleger, die zur Finanzierung ihrer Verpflichtungen eine bestimmte minimale Nominalverzinsung erzielen müssen. Negative Renditen auf Staatsanleihen sind allerdings kein rein schweizerisches, sondern ein internationales Phänomen (**Abbildung 17**). In der Schweiz ist es aufgrund der geringen Grösse des Kapitalmarktes und der negativen Renditen, die vorübergehend sogar 13-jährige Bundesobligationen erfassten, aber besonders ausgeprägt.

Ein anderes Anlagesegment, das Sie als Pensionskassenverantwortliche besonders interessieren dürfte, ist der Schweizer Immobilienmarkt. Auch die SNB verfolgt die Entwicklung an diesem Markt ganz genau, wenn auch nicht wie Sie als Anleger. Vielmehr nehmen wir die Perspektive der Finanzstabilität ein. Die Ungleichgewichte auf dem Immobilienmarkt haben in den letzten Monaten zwar nicht weiter zugenommen. Mit dem Negativzins sind Immobilien und Immobilienanlagen aber nochmals deutlich attraktiver geworden. Die Immobilienpreise und der Bau könnten deshalb zusätzlich stimuliert werden, was entsprechende Risiken für die Finanzstabilität mit sich bringen kann. Wegen des im internationalen Vergleich hohen Anteils an Immobilien und der mittlerweile sehr hohen Bewertung von Immobilienfonds könnten hier auch für Schweizer Pensionskassen Gefahren lauern.

In der Diskussion um negative bzw. tiefe Zinsen sollte nicht ausser Acht gelassen werden, dass aus Sicht der Sparer nicht der nominale Zins, sondern der reale Zins entscheidend ist. Bei negativer Inflation, wie wir sie derzeit beobachten können, liegt der Realzins über dem Nominalzins. Gemessen an Schweizer Bundesobligationen im 5- bis 10-jährigen Bereich bewegt sich der Realzins gegenwärtig immer noch im positiven Bereich (**Abbildung 18**). Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern war der Realzins auf Staatsanleihen – mit einer kleinen Ausnahme im Herbst 2008 – in den letzten 30 Jahren stets positiv. Im historischen Vergleich gab es hingegen immer wieder Phasen mit negativen Realzinsen. Vor diesem Hintergrund ist die aktuelle Konstellation zwar immer noch aussergewöhnlich, aber nicht einzigartig.

Nicht vergessen werden sollte zudem, dass der Rückgang der nominalen Zinsen und die Hausse an den Aktienbörsen Anlegern in den letzten Jahren ansehnliche Bewertungsgewinne brachten. Für künftige Schwankungen sollte somit ein gewisses Polster vorhanden sein.

Was bedeutet das schwierige Anlageumfeld nun für die Schweizer Altersvorsorge? Auf der einen Seite wird das Drei-Säulen-System der Schweiz – bestehend aus AHV, beruflicher und privater Vorsorge – im Inland wie im Ausland für seine Ausgewogenheit und seine Krisenresistenz gelobt. Auf der anderen Seite besteht weitgehend Konsens, dass das heutige System Anpassungen braucht. Gerade diese sind in den letzten Jahren aber mehrheitlich ausgeblieben. Seit der Volksabstimmung zur 10. AHV-Revision im Jahr 1995 haben die Stimmberechtigten sämtliche Änderungen auf der Leistungs- wie auch auf der Finanzierungsseite abgelehnt. Mit der Reform Altersvorsorge 2020 strebt der Bundesrat in einer Gesamtsicht nun an, das heutige Leistungsniveau zu erhalten und gleichzeitig das finanzielle Gleichgewicht der AHV und der

beruflichen Vorsorge zu sichern. Lassen Sie mich deshalb einige Überlegungen anstellen, welche Rolle dabei die tiefen bzw. negativen Zinsen spielen.

In der ersten Säule, der umlagefinanzierten AHV, ist das Vermögen im Umfang von knapp 30 Mrd. Franken im Verhältnis zu den jährlichen Ausgaben von über 40 Mrd. Franken vergleichsweise klein. Im Gegensatz zu den Pensionskassen spielen die Anlageerträge somit eine geringere Rolle. Wenn wie im vergangenen Jahr das Umlageergebnis negativ ausfällt, reichen mittel- und langfristige ohnehin auch überdurchschnittlich hohe Renditen nicht aus, um das finanzielle Gleichgewicht zu sichern.

In der zweiten Säule ist einerseits zwischen tiefen Zinsen und dem Negativzins und andererseits zwischen der kurzen und der langen Frist zu differenzieren. Beginnen wir mit dem Negativzins der SNB. Dieser wird wie geschildert von den Finanzinstituten in unterschiedlichem Ausmass an Grosskunden weitergegeben. Dabei variieren sowohl die Freibeträge wie auch die Zinssätze. Der Negativzins gilt somit nicht für alle Pensionskassen und betrifft nur einen Teil der Liquidität. Die flüssigen Mittel wiederum machen nur einen geringen Anteil am gesamten verwalteten Vermögen aus (**Abbildung 19**). Gemäss verschiedenen Erhebungen liegt der Anteil der Liquidität meistens zwischen 5% und 8%. Unter der sehr konservativen Annahme, dass es keine Freibeträge gibt, alle Pensionskassen gleichermassen betroffen sind und dass der Liquiditätsanteil unverändert bleibt, resultiert eine Gesamtbelastung von maximal 400 Mio. Franken pro Jahr. Das ist keine kleine Summe, entspricht aber nur wenigen Basispunkten des verwalteten Vermögens, und liegt in der gleichen Grössenordnung wie die täglichen Veränderungen an den Kapital- und Devisenmärkten. Die effektive Belastung der Pensionskassen durch den Negativzins hält sich somit in Grenzen.

Die Pensionskassen haben, wie die anderen Anleger auch, in den letzten Jahren von den Vorteilen der tiefen bzw. rückläufigen Zinsen profitieren können. Die erzielten Renditen auf den beiden wichtigsten Anlagekategorien, Aktien und Obligationen, waren in den letzten Jahren ansprechend (**Abbildung 20**). Gemäss den häufig verwendeten BVG-Indizes von Pictet lag die durchschnittliche jährliche Rendite in den letzten zehn Jahren je nach Aktienanteil zwischen 4% und 5%. Diese Erträge liegen im Rahmen dessen, was bei einem Umwandlungssatz von 6,8% und der aktuellen Lebenserwartung erzielt werden muss (zumal im überobligatorischen Bereich deutlich tiefere Umwandlungssätze zur Anwendung kommen). So weist auch der ASIP-Performancevergleich für den gleichen Zeitraum eine annualisierte Medianrendite von 4,68% aus.

Weitere Bewertungsgewinne auf Anleihen werden allerdings immer weniger wahrscheinlich. Deshalb präsentieren sich die Renditeaussichten deutlich bescheidener. Auch der langfristige Trend seit Beginn des BVG-Obligatoriums zeigt klar nach unten. Mit jeder auslaufenden Anleihe stellt sich immer wieder von Neuem die Frage, wie die Durststrecke überbrückt werden kann und wie lange sie anhalten wird. Das Ausmass der verschiedenen Krisen und der ausgesprochen zögerliche Aufschwung erforderten immer noch umfangreichere Massnahmen der Zentralbanken – die Normalisierung der Geldpolitik und damit der Zinsen hat sich dadurch

weiter in die Zukunft verschoben. Bis auf Weiteres dürfte die zu erzielende Rendite auf risikolosen Anlagen ausgesprochen tief oder sogar negativ bleiben.

Gleichzeitig kann mit einer guten Diversifikation der Anlageklassen und der Währungen weiterhin eine positive Rendite erwirtschaftet werden. So legt beispielsweise auch die SNB ihre Währungsreserven, die per Definition in Fremdwährungen und Gold gehalten werden und nicht abgesichert werden können, breit an. Das kann zu grossen Schwankungen führen, ist langfristig jedoch eine erfolversprechende Strategie. Zwar hat sich die Währungsdiversifikation für frankenbasierte Anleger in den letzten Jahren nicht gelohnt (**Abbildung 21**). Doch in der langen Frist übersteigen die Absicherungskosten von Anlagen im Ausland in den meisten Währungen die historische Frankenaufwertung. Anlagen im Ausland werfen in Franken gerechnet und ohne Absicherung höhere Erträge ab als solche im Inland (**Abbildung 22**). Von daher gibt es für risikofähige, längerfristige Anleger, zumal solche, die mit einer allmählichen Abschwächung des Frankens rechnen, durchaus auch Gründe gegen eine hohe oder gar vollständige Absicherung der Währungsrisiken.

Auch wenn Negativzinsen und Tiefzinsumfeld quasi als Spitze des Eisbergs in den letzten Wochen und Monaten die Schlagzeilen dominiert haben, sollte in der Diskussion um die Zukunft der Altersvorsorge eines nicht vergessen gehen: Ein grosser Teil der Herausforderungen der Pensionskassen ist regulatorischer bzw. demografischer Natur (**Abbildung 23**). Der Fokus auf den Negativzins und das Tiefzinsumfeld greift somit zu kurz. Die Kapitalrendite ist zwar ein wichtiger Einflussfaktor. Sie als Pensionskassenverantwortliche wissen aber nur allzu gut, dass die Finanzierung der zweiten Säule weitaus komplexer und vielschichtiger ist, als dass man die Analyse allein darauf beschränken könnte. Dazu kommt, dass die durchschnittlich erzielbare Rendite weitgehend ausserhalb des Einflussbereiches der Politik, der Pensionskassen und auch der SNB steht. Steuerbar sind hingegen wichtige Stellgrössen wie das Rentenalter, die Höhe und die Art der Finanzierungsquellen oder die versprochenen Leistungen. Für die künftige Solidität der beruflichen Vorsorge sind diesbezüglich ein Mindestzins und ein Umwandlungssatz entscheidend, die den demografischen und finanzwirtschaftlichen Realitäten Rechnung tragen.

Schlussbetrachtungen

Lassen Sie mich zum Schluss meiner Ausführungen kommen. Der geldpolitische Entscheid der SNB vom 15. Januar hat weitreichende Auswirkungen. Der Mindestkurs hat in Zeiten extremer Verwerfungen als ausserordentliche und zeitlich begrenzte Massnahme der Schweiz über mehr als drei Jahre grosse Dienste erwiesen. Er wurde aufgehoben, weil Kosten und Nutzen eines Festhaltens nicht mehr in einem vertretbaren Verhältnis zueinander standen. Die zur weiteren Durchsetzung notwendigen hohen und steigenden Deviseninterventionen hätten zu einer unkontrollierbaren Ausweitung der Bilanz der SNB geführt. Dies hätte auf längere Frist unseren geldpolitischen Handlungsspielraum stark eingeschränkt und damit die Erfüllung des gesetzlichen Mandats gefährdet. Mit dem Negativzins und unserer Bereitschaft, bei

Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, verfügen wir weiterhin über die Instrumente, die es uns ermöglichen, mittelfristig die Preisstabilität zu gewährleisten.

Meine Damen und Herren, die Geldpolitik kann vieles, aber längst nicht alles. Insbesondere kann sie kein langfristiges Wachstum erzeugen oder strukturelle Probleme beheben. Auch Risiken kann und soll sie mittel- und langfristig nicht den Marktteilnehmern abnehmen. Falls sie dies dennoch versucht, besteht die Gefahr, dass sie ihr gesetzliches Mandat der Preisstabilität aus den Augen verliert. Mit einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik leistet eine Zentralbank einen wichtigen Beitrag zu einem gesunden Fundament, das Wirtschaftswachstum und Wohlstand ermöglicht. Eine Zentralbank wie die SNB muss dabei mitunter schwierige Entscheidungen treffen, die Kosten verursachen und unpopulär sein können, wenn sie im Gesamtinteresse des Landes notwendig sind. Der Entscheid vom 15. Januar gehört ohne Zweifel in diese Kategorie.

Auch in Bezug auf die Herausforderungen für die berufliche Vorsorge ist der Gesamtkontext wichtig. Das anhaltende Tiefzinsumfeld ist ein globales Phänomen und nur zum Teil auf die Massnahmen der Zentralbanken zurückzuführen. Eine sorgfältige Diversifikation bezüglich Anlageklassen und Währungen ermöglicht zwar weiterhin positive Renditen. Der Reformdruck ist aber in den letzten Jahren ohne Zweifel grösser geworden. Die SNB kann keinen Mindestzins garantieren oder demografische Veränderungen auffangen. Sie ist sich jedoch bewusst, wie wichtig eine solide Altersvorsorge für unser Land ist.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.

Herausforderungen der aktuellen Geldpolitik der SNB

Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

ASIP-Mitgliederversammlung
Zürich, 8. Mai 2015

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

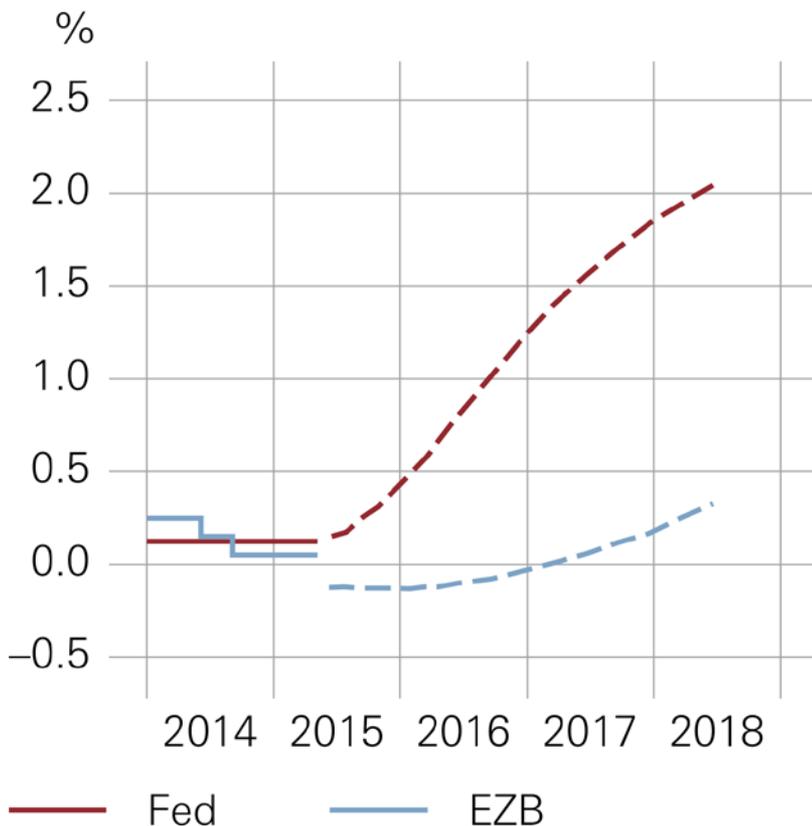


Geldpolitischer Entscheid der SNB vom 15. Januar

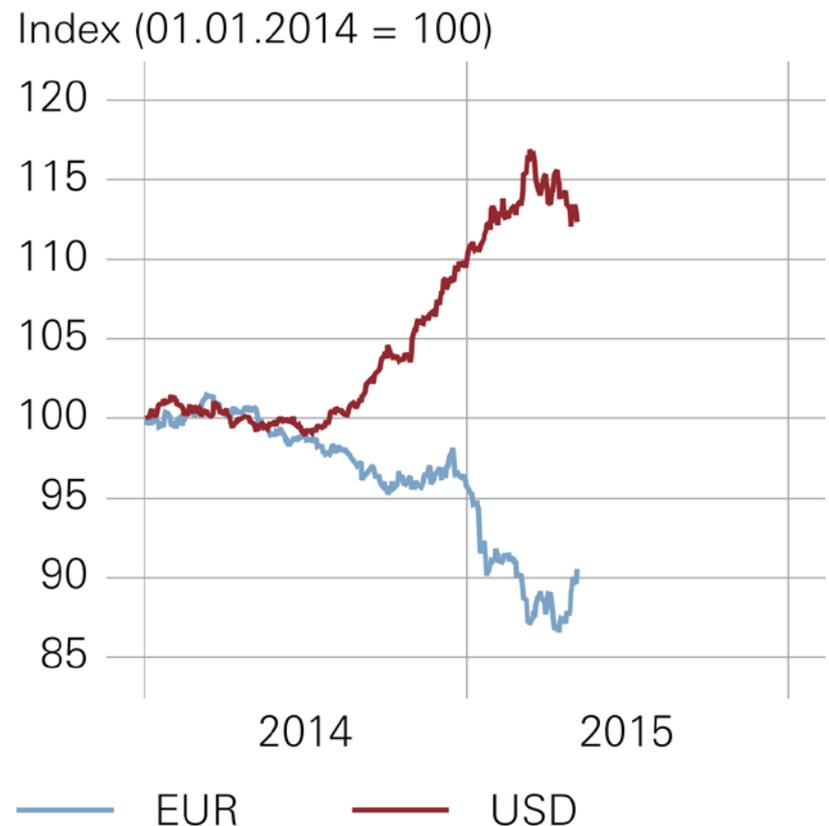
- Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro aufgehoben
- Zins für Guthaben auf Girokonten auf $-0,75\%$ gesenkt
- SNB bleibt bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen

Die Divergenz in der Geldpolitik der Eurozone und der USA schlägt sich in den Wechselkursen nieder

LEITZINS UND ERWARTUNGEN



NOMINALE WECHSELKURSE

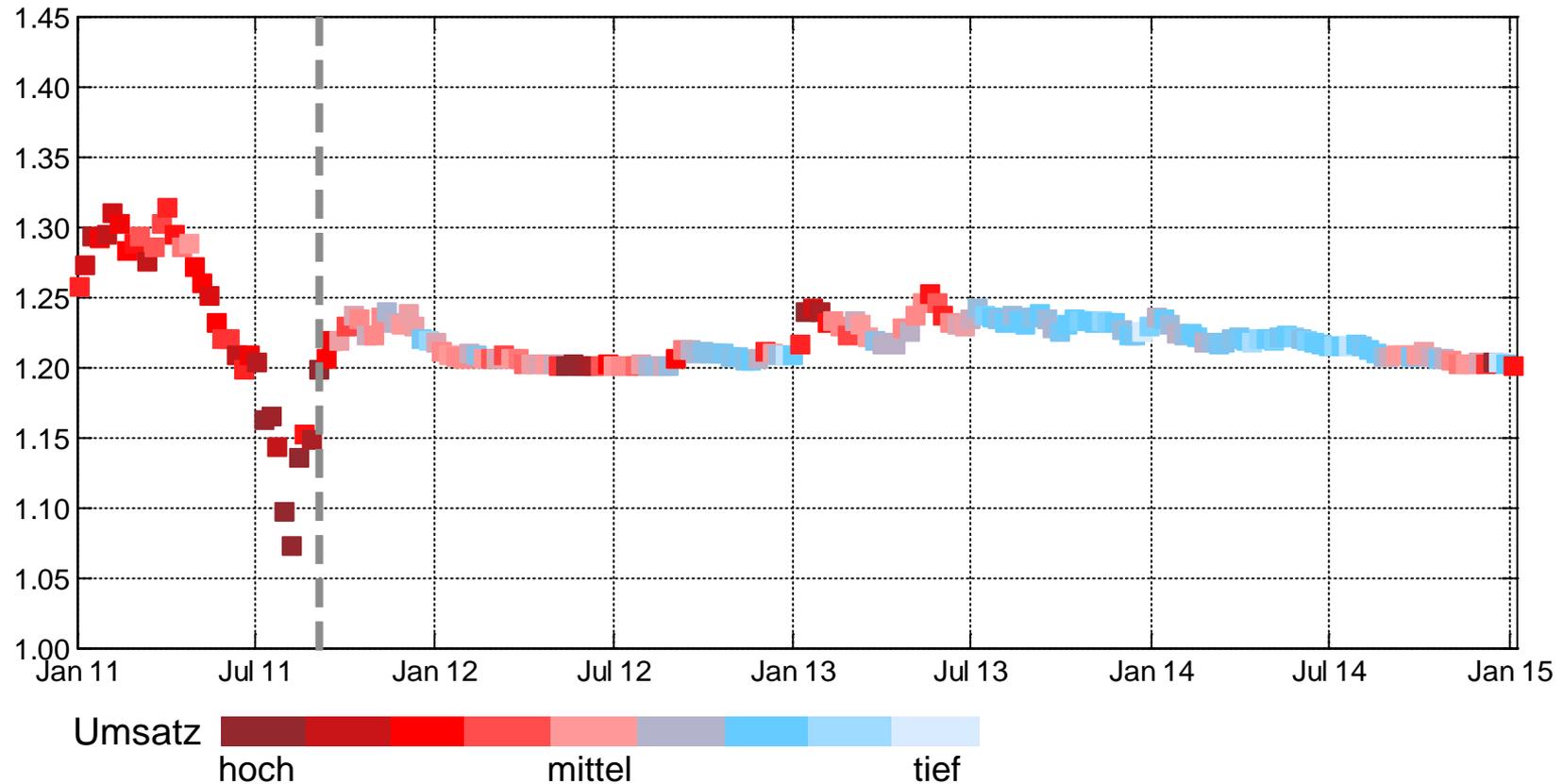


Quellen: Bloomberg, SNB

Der Franken war wieder stark im Fokus der Märkte

KURSVERLAUF UND GEHANDELTE VOLUMEN

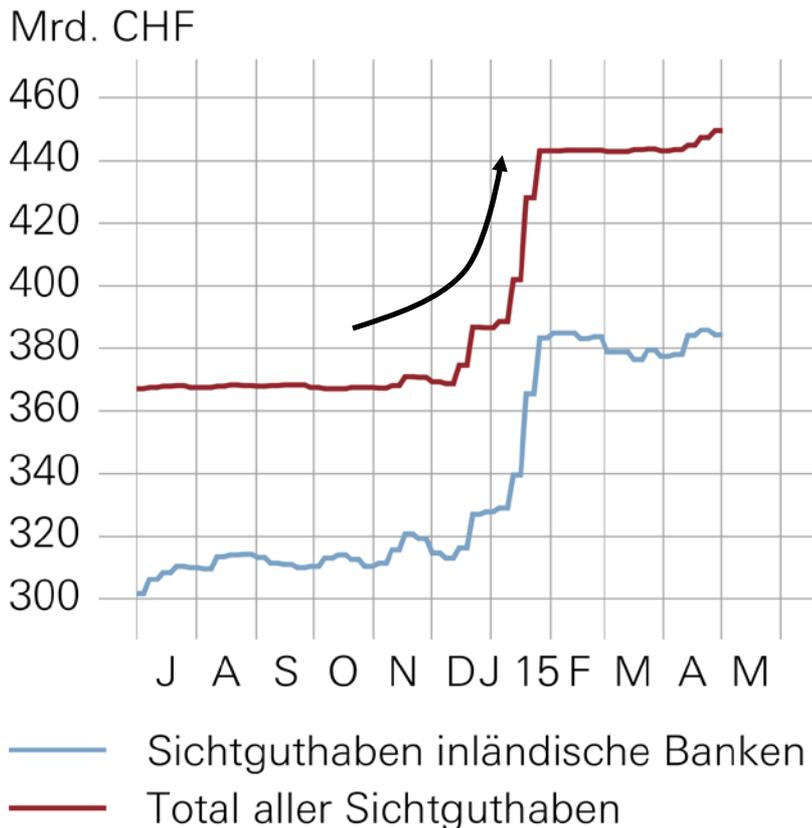
EURCHF Einführung Mindestkurs



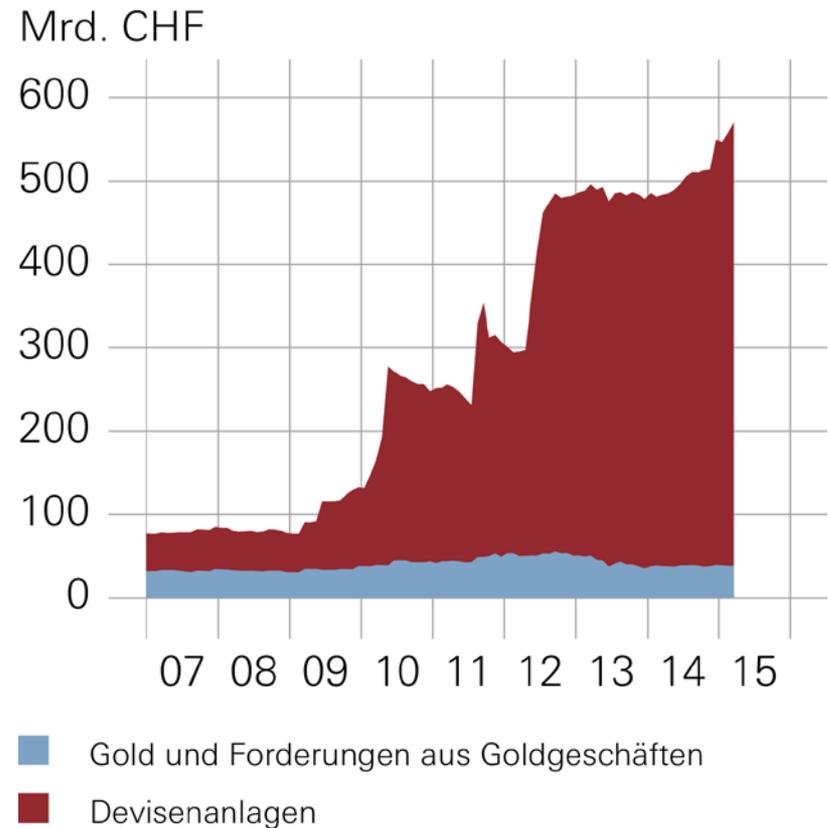
Quelle: SNB

Starker Aufwertungsdruck auf den Franken erforderte immer höhere Interventionen

SICHTGUTHABEN BEI DER SNB



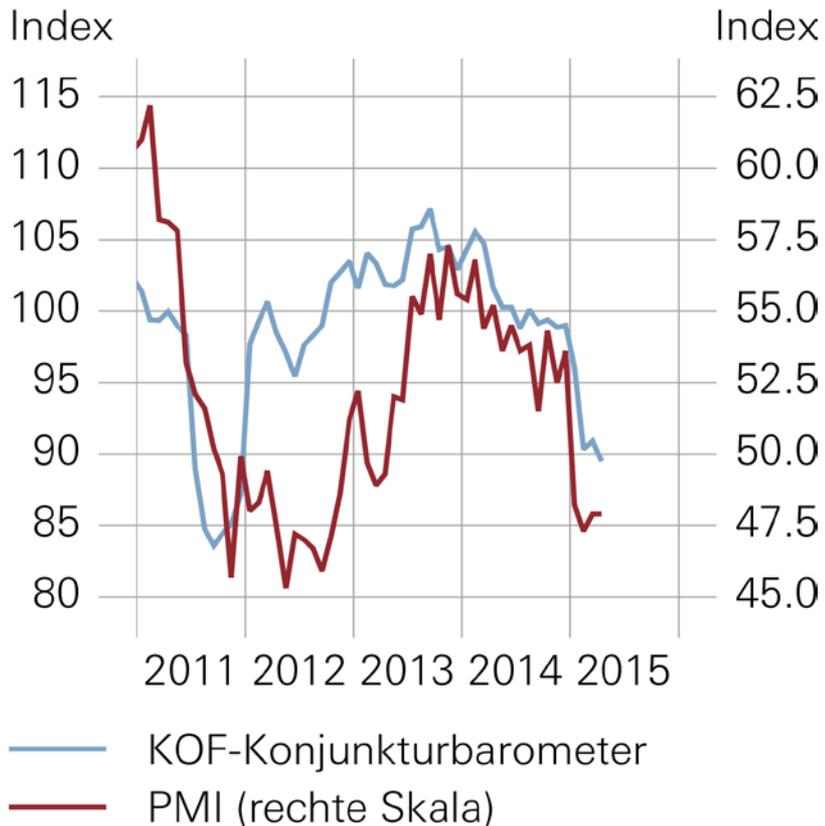
WÄHRUNGSRESERVEN DER SNB



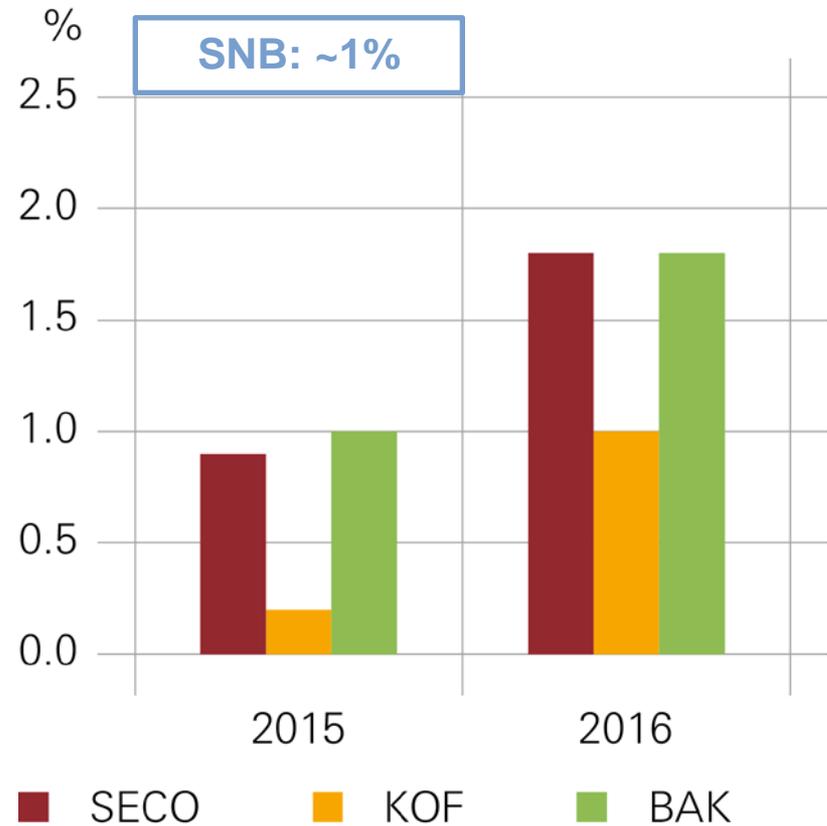
Quelle: SNB

Deutlich eingetrübte Konjunkturaussichten für das laufende Jahr, aber keine Rezession

PMI UND KOF-BAROMETER



BIP-PROGNOSEN

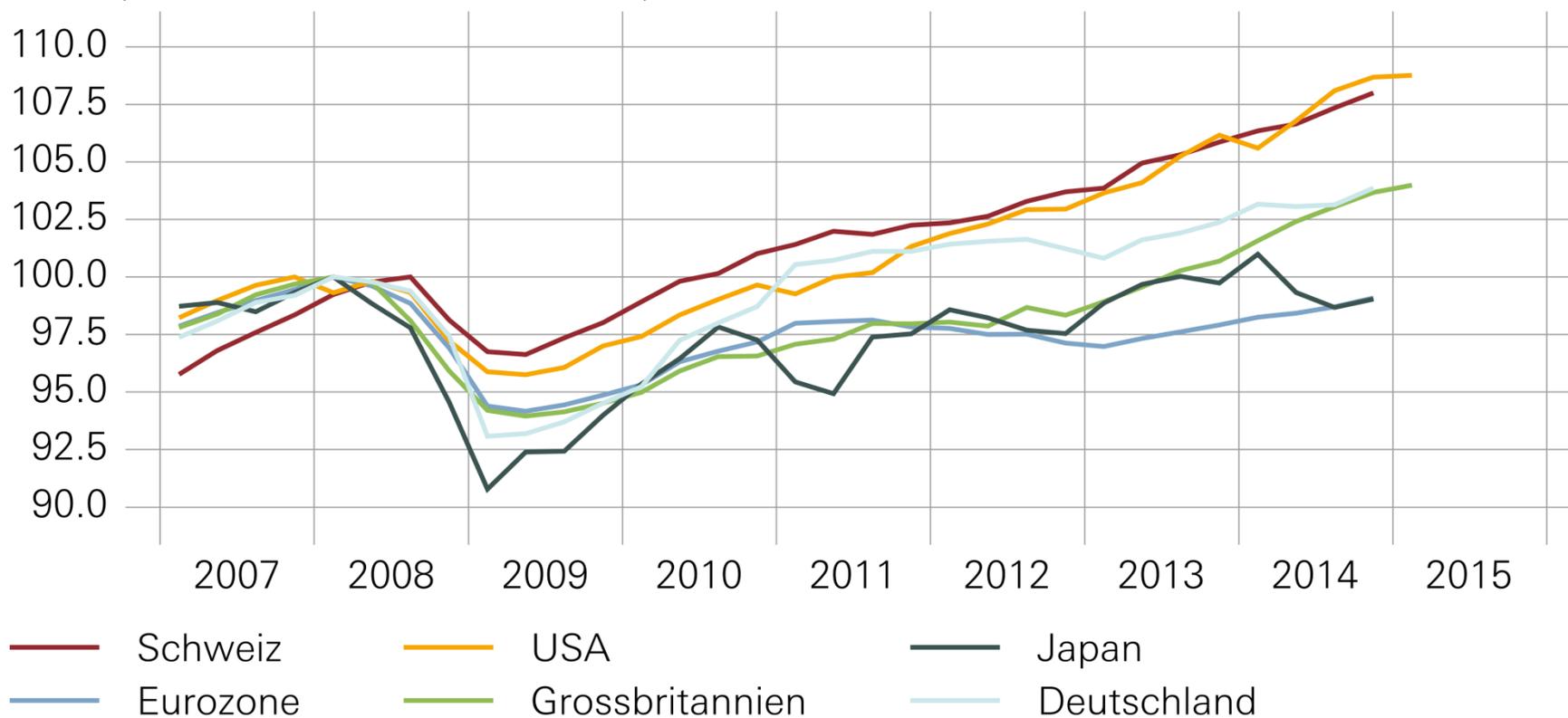


Quellen: BAK, KOF, SECO, SNB

Schweizer Wirtschaft hat die Krise gut überstanden

REALES BIP

Index (Vorkrisen-Höchststand = 100)

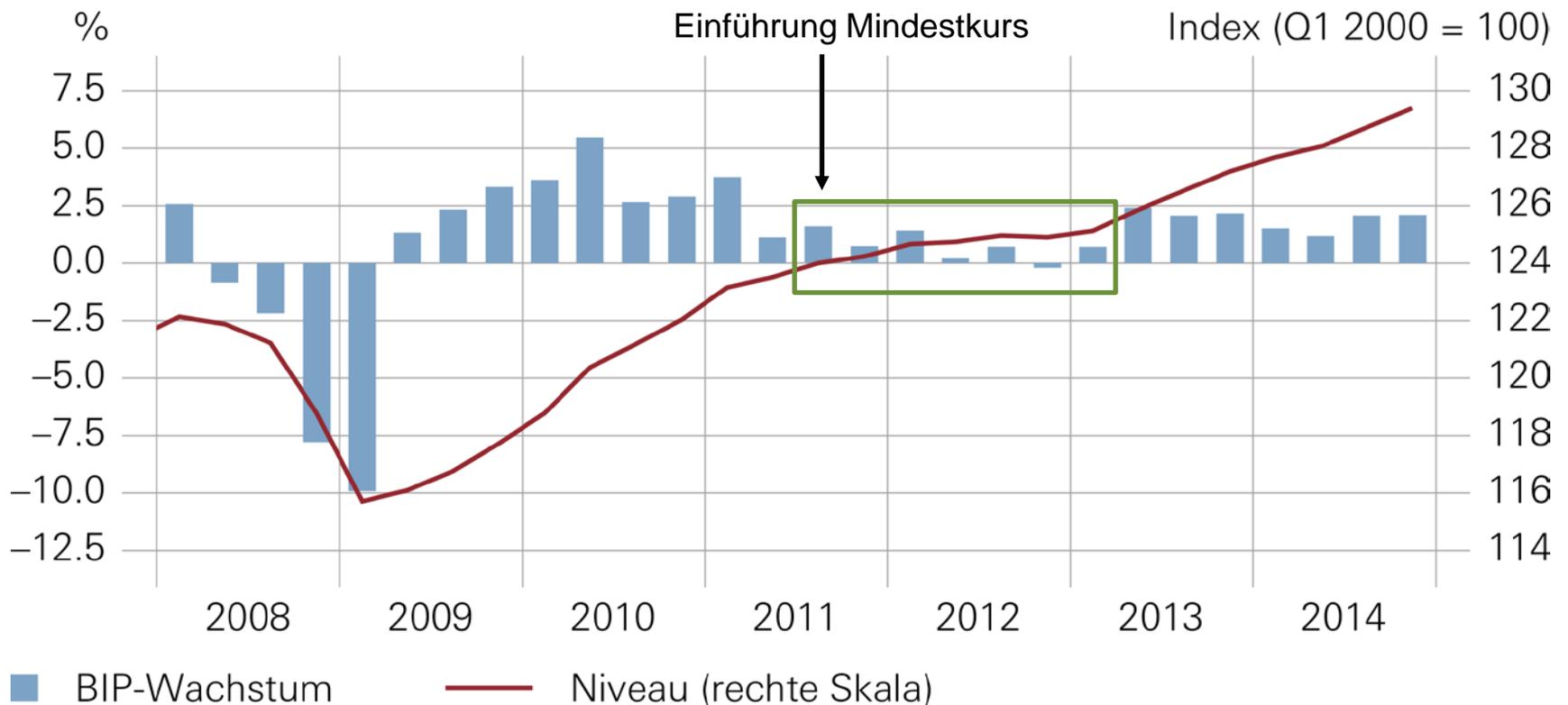


Quellen: Bloomberg, SNB

Das wirtschaftliche Umfeld ist deutlich stabiler als im Jahr 2011

EXPORTGEWICHTETES AUSLÄNDISCHES BIP

Quartalsveränderungen, annualisiert

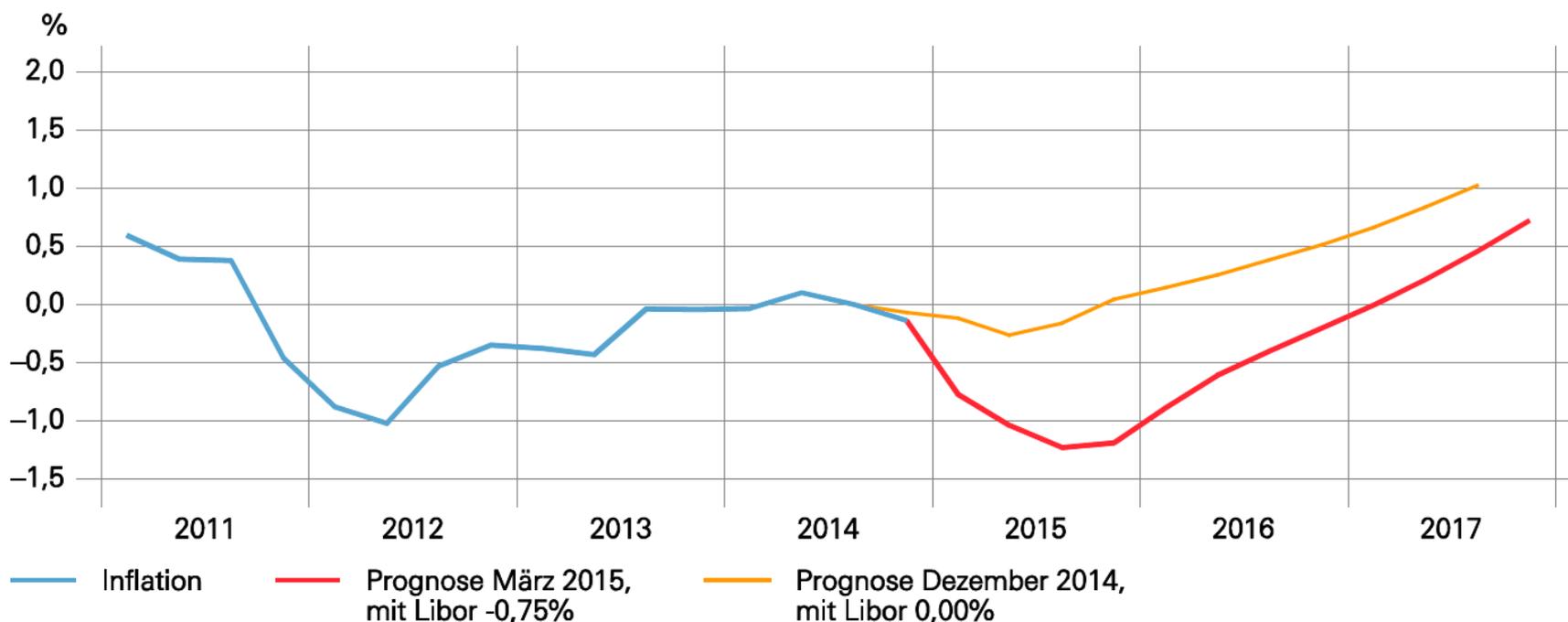


Quelle: SNB

Inflationsprognose stark nach unten revidiert, erwartete Teuerung von $-1,1\%$ für 2015

BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE MÄRZ 2015

Veränderung des Landesindex der Konsumentenpreise gegenüber Vorjahr in Prozent



	2015	2016	2017
Dezember 2014	-0.1%	+0.3%	---
März 2015	-1.1%	-0.5%	+0.4%

Quelle: SNB

Die Aufhebung des Mindestkurses hat zu einem Überschiessen an den Devisenmärkten geführt...

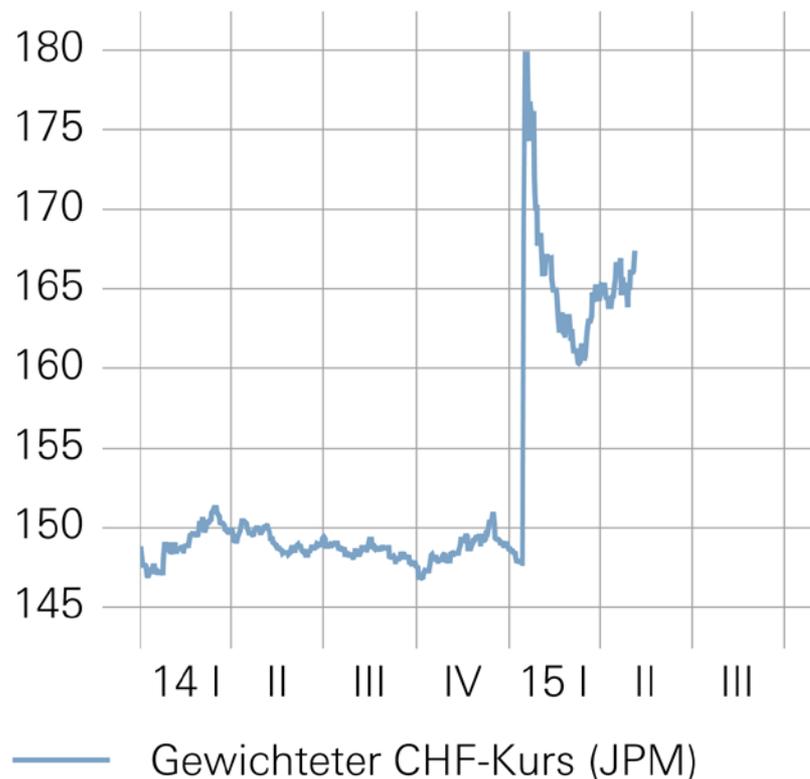
EURCHF UND USDCHF

Wechselkurs



HANDELSGEWICHTETER KURS

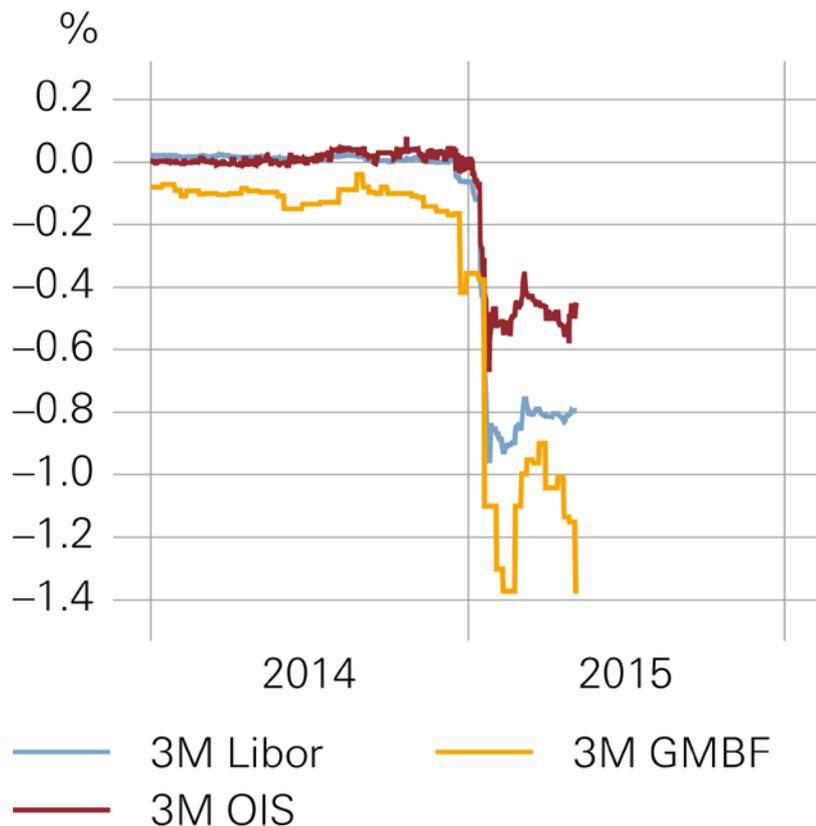
Index



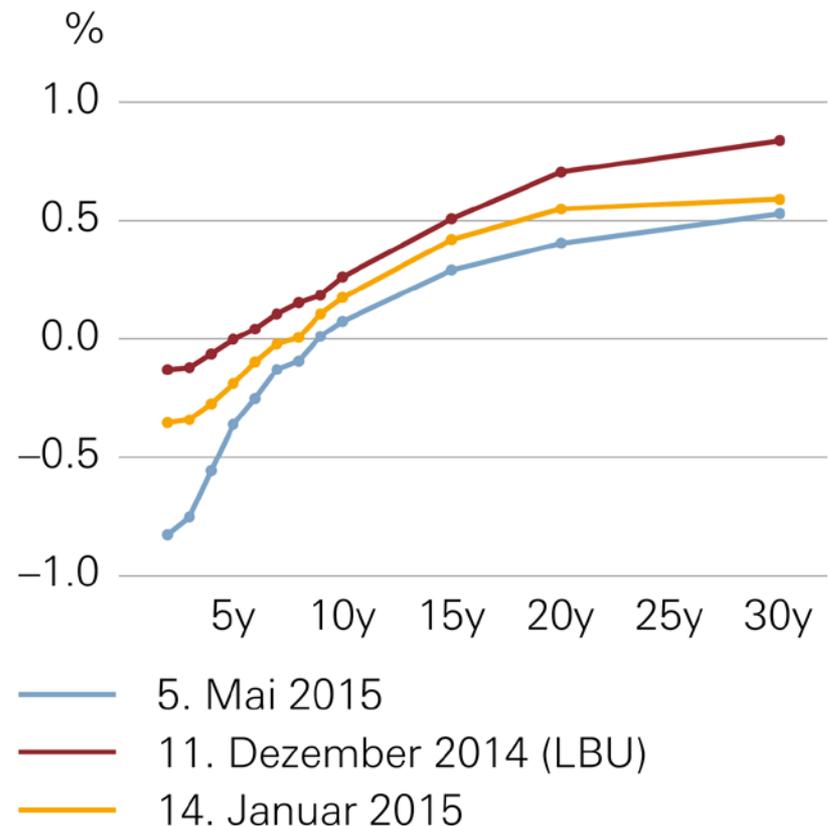
Quellen: Bloomberg, SNB

...während der Negativzins das Halten von Anlagen in Franken weniger attraktiv macht

GELDMARKTZINSEN

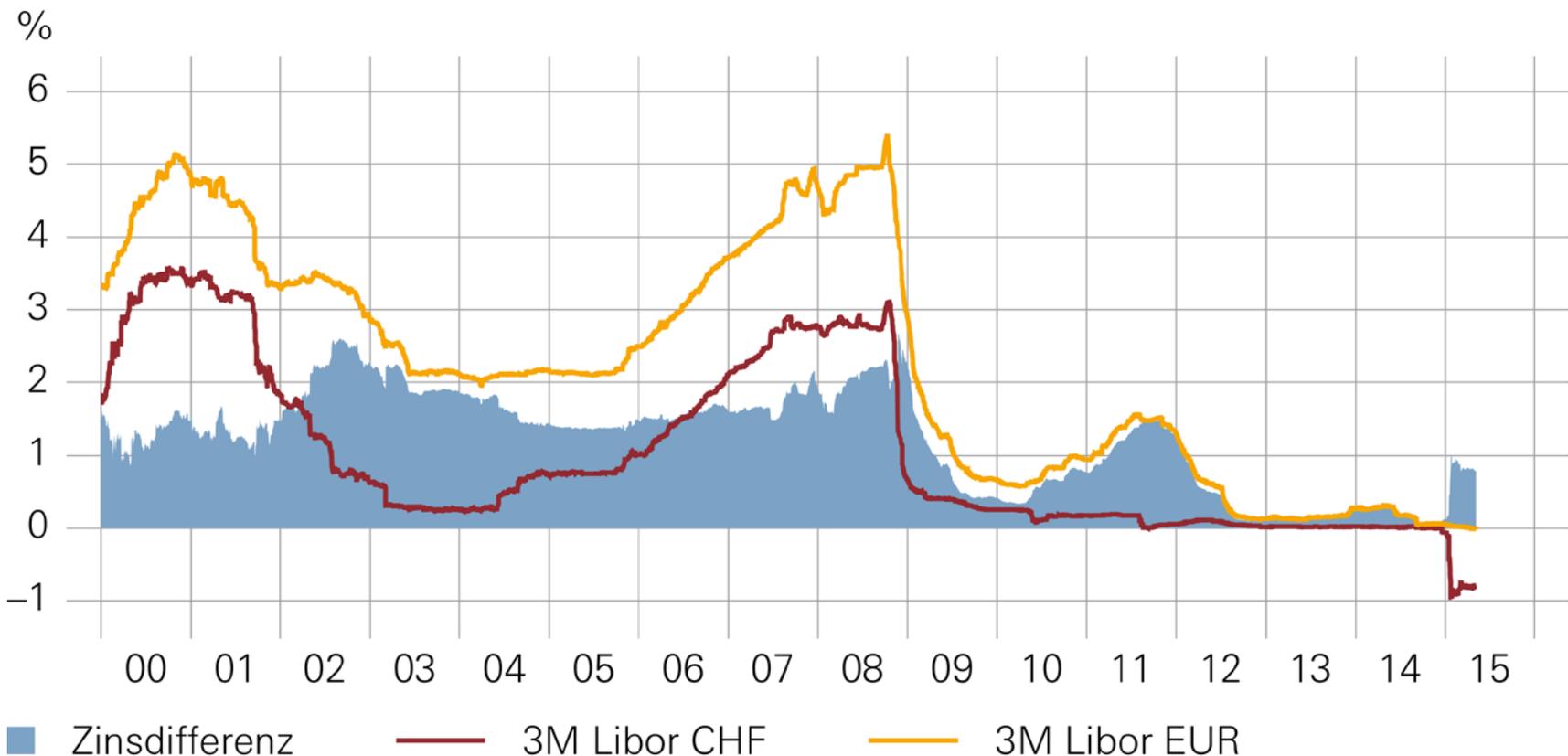


KAPITALMARKTZINSEN



Einführung des Negativzinses bewirkt deutlichen Anstieg der Zinsdifferenz gegenüber Europa

ENTWICKLUNG DER KURZFRISTIGEN ZINSEN

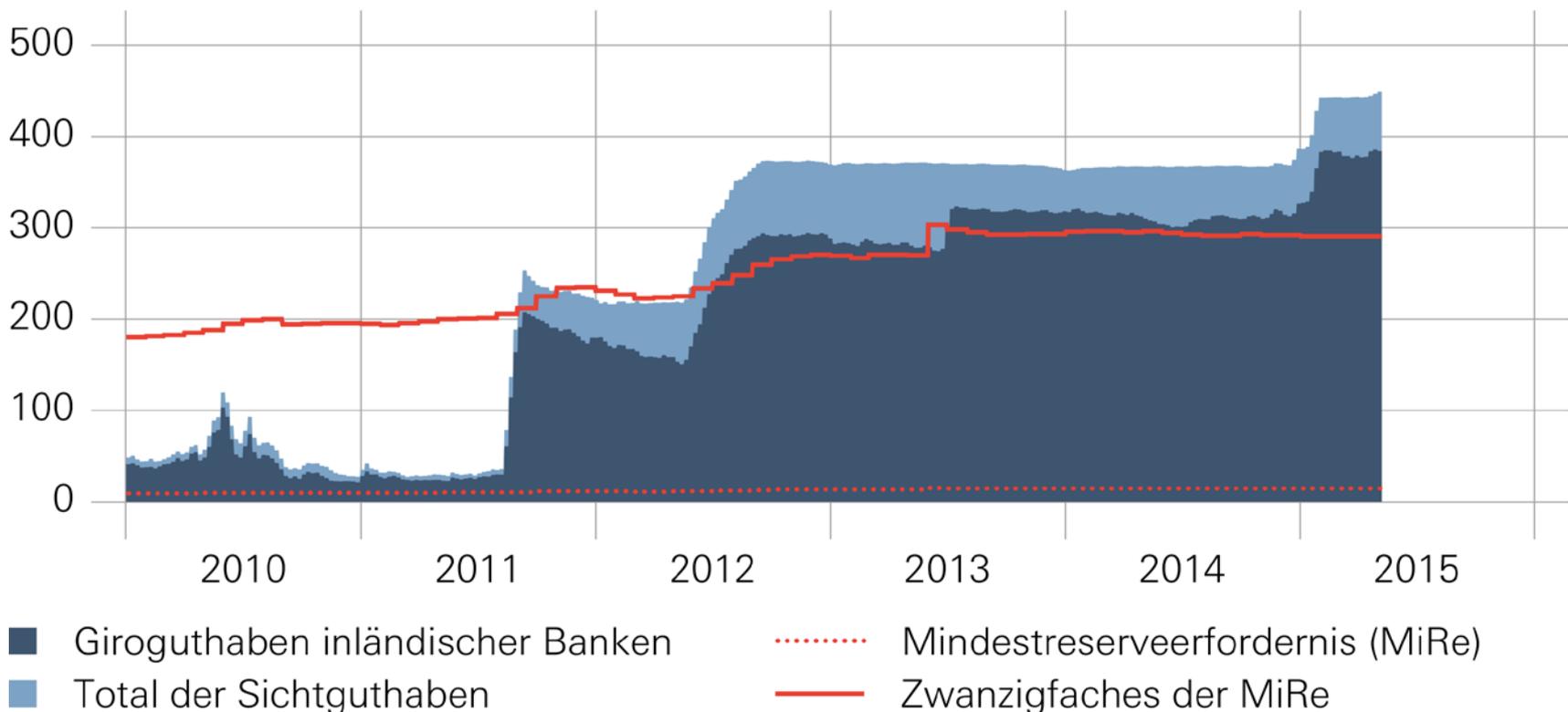


Quellen: Bloomberg, SNB

Ausgestaltung des Negativzinses: Freibeträge von rund 300 Milliarden Franken

SICHTGUTHABEN UND MINDESTRESERVEN

Mrd. CHF



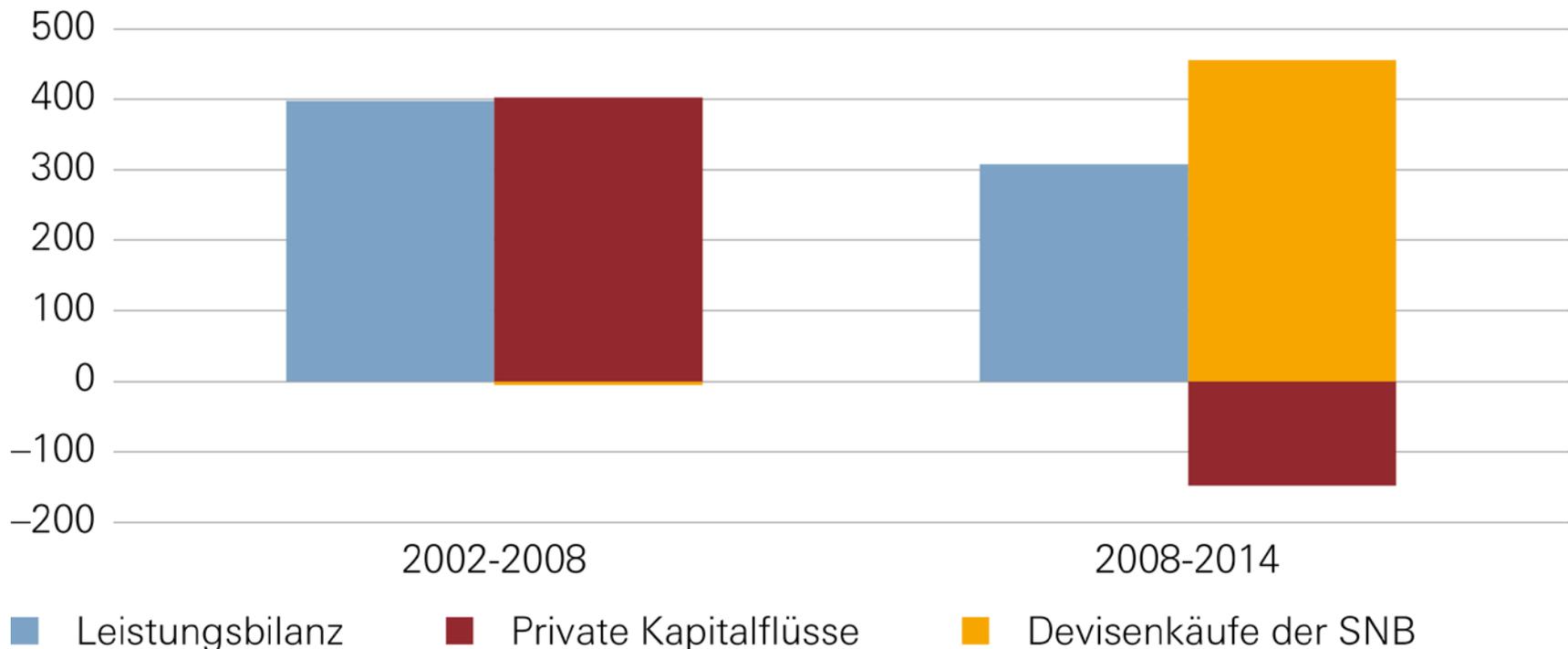
Quelle: SNB

Rückgang der privaten Kapitalexporte wurde durch die Devisenkäufe der SNB kompensiert

ZAHLUNGSBILANZ DER SCHWEIZ

Kumulative Flüsse (Q3/02-Q3/08 vs. Q4/08-Q4/14)

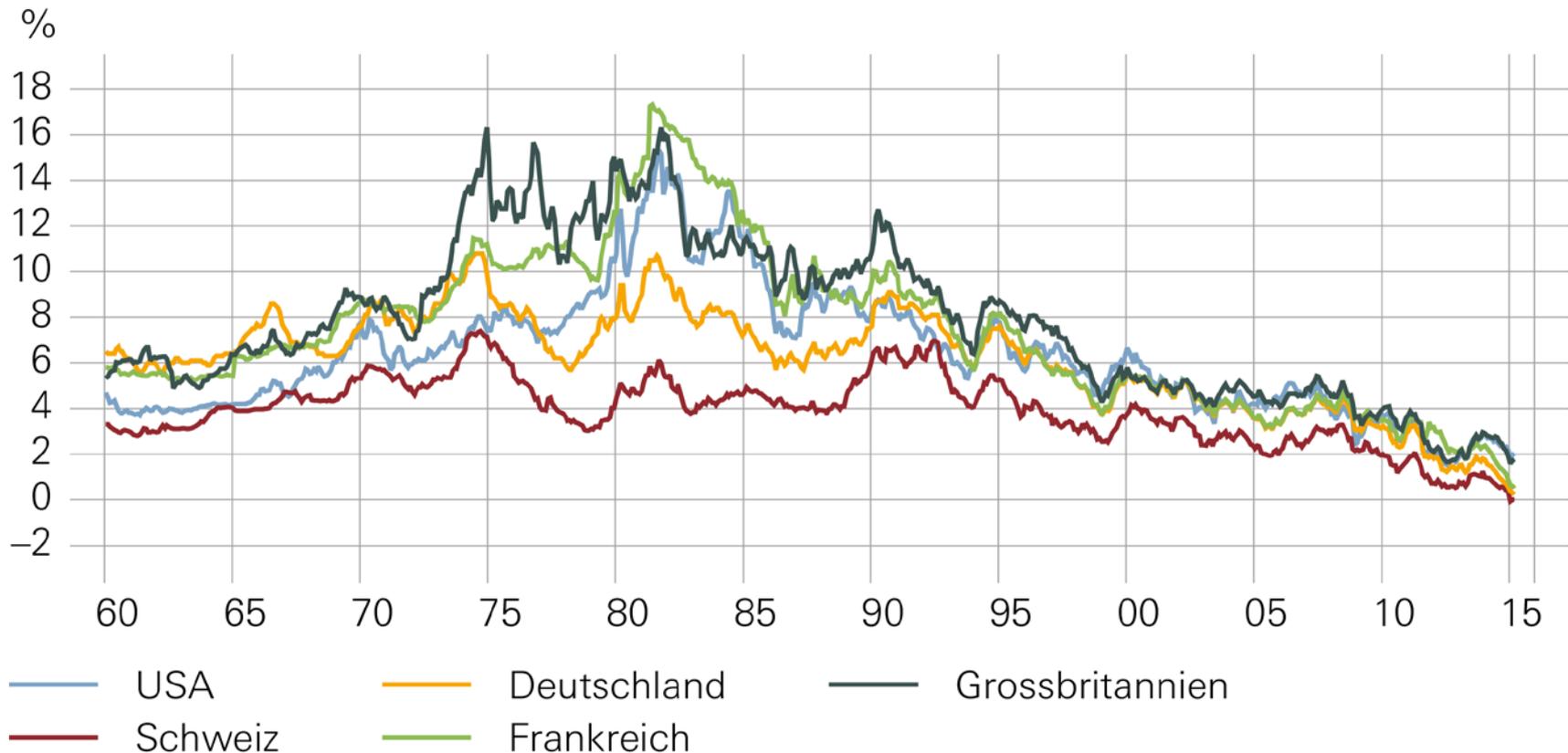
Mrd. CHF



Quelle: SNB

Tiefe Zinsen sind ein globales Phänomen...

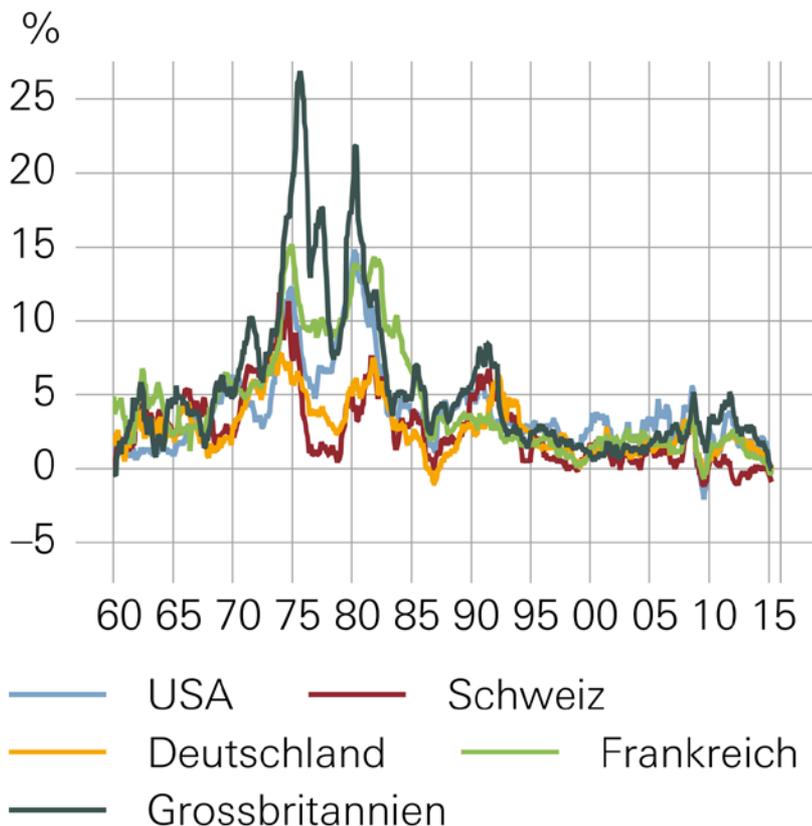
ZINSEN AUF 10-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN



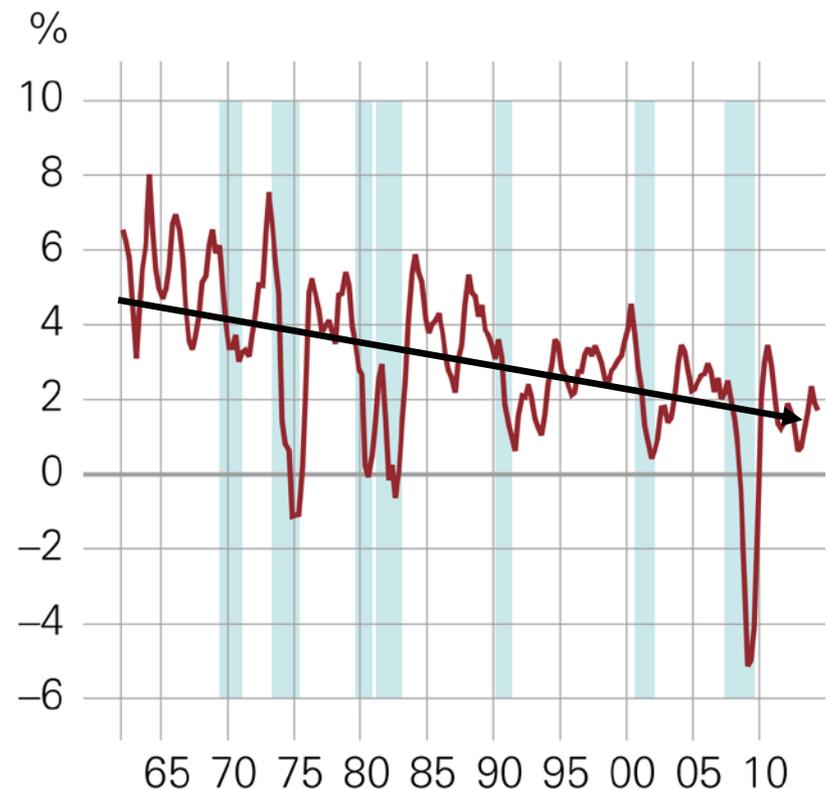
Quellen: OECD, SNB

...geprägt von rückläufigen Inflationsraten und gesunkenem Wirtschaftswachstum...

Globale Inflationsraten



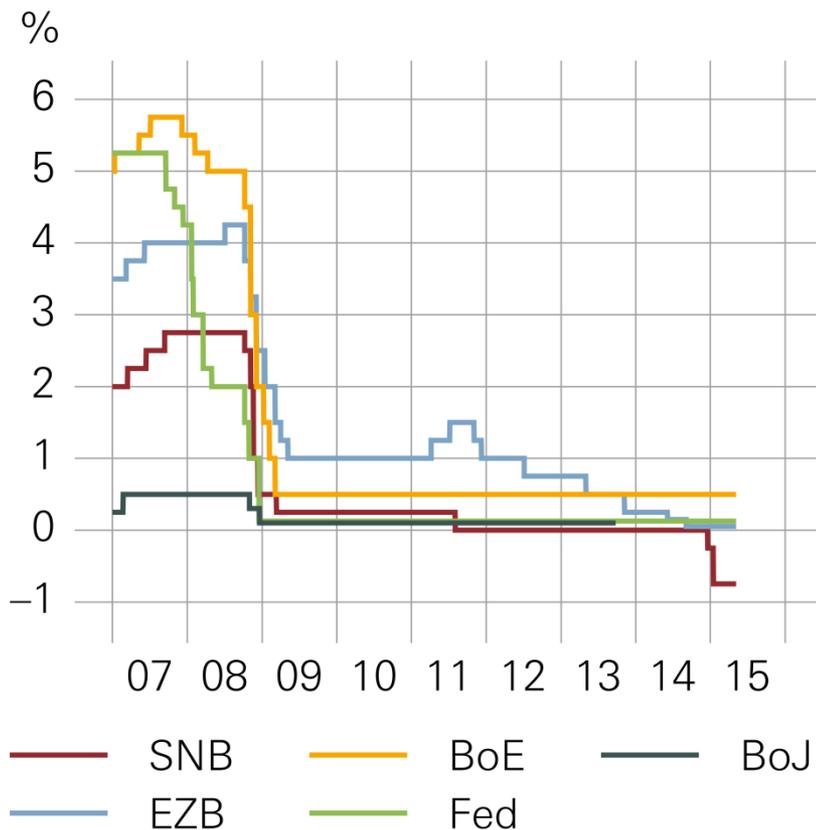
Wachstum der G-7-Staaten



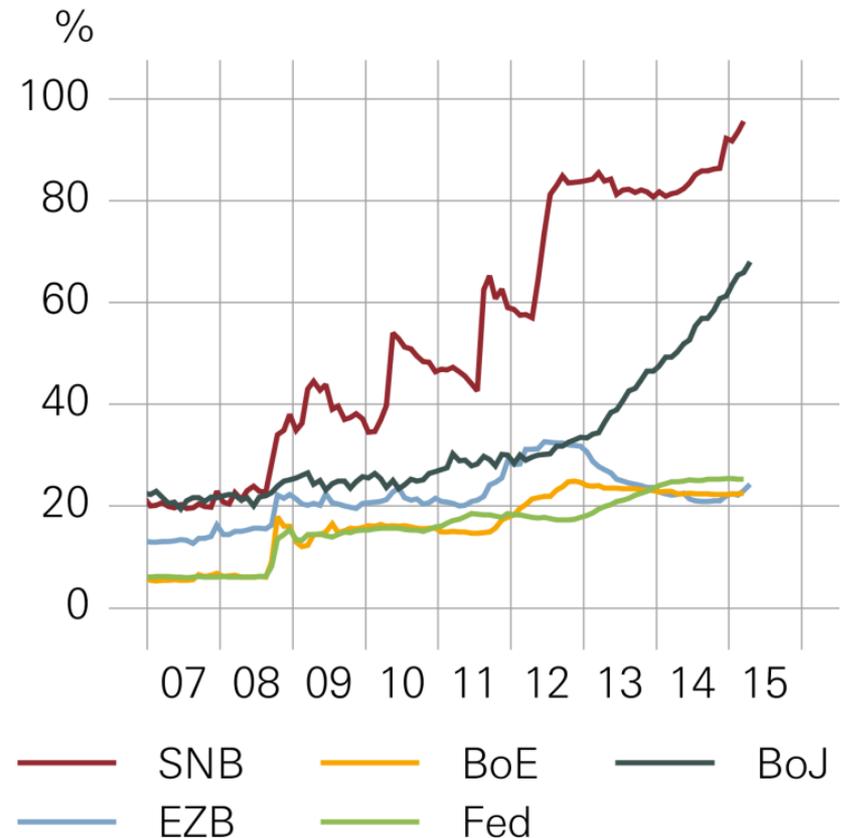
Quellen: Datastream, OECD, SNB

...sowie den Massnahmen der Zentralbanken zur Bewältigung der Krise

LEITZINSEN



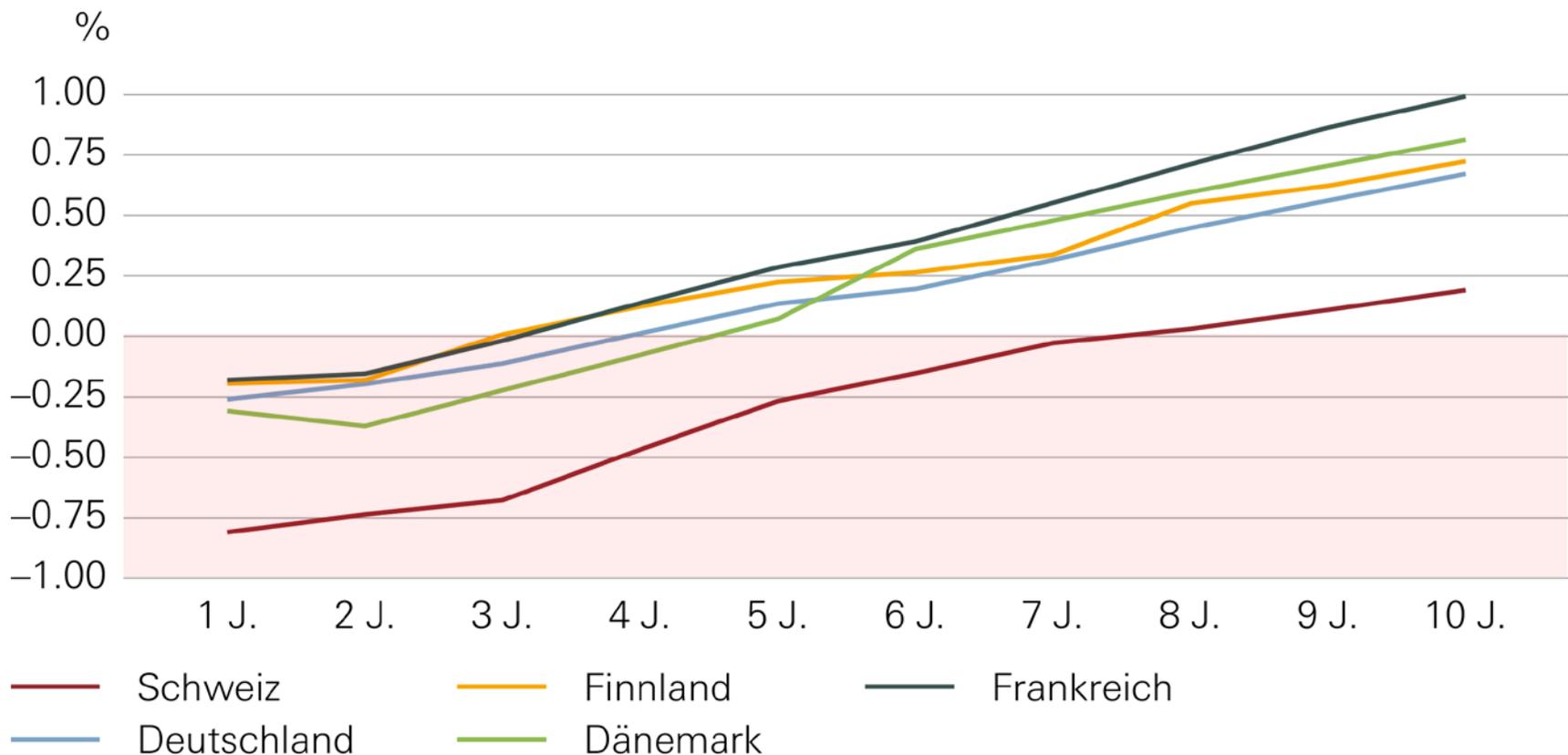
BILANZ IN PROZENT DES BIP



Quellen: Bloomberg, SNB

Negative Renditen sind kein Sonderfall der Schweiz

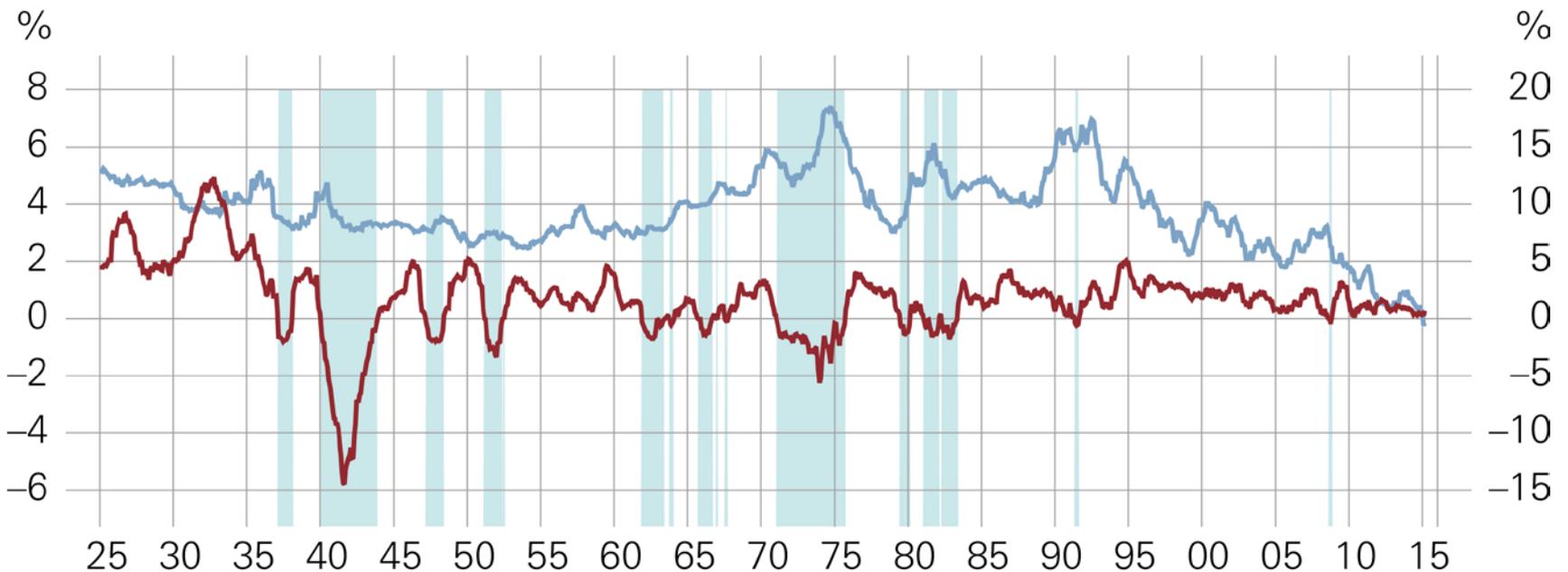
ZINSKURVEN IM INTERNATIONALEN VERGLEICH



Quellen: Bloomberg, SNB

Realzinsen in der Schweiz sind immer noch positiv

ENTWICKLUNG DER LANGFRISTIGEN ZINSEN IN DER SCHWEIZ



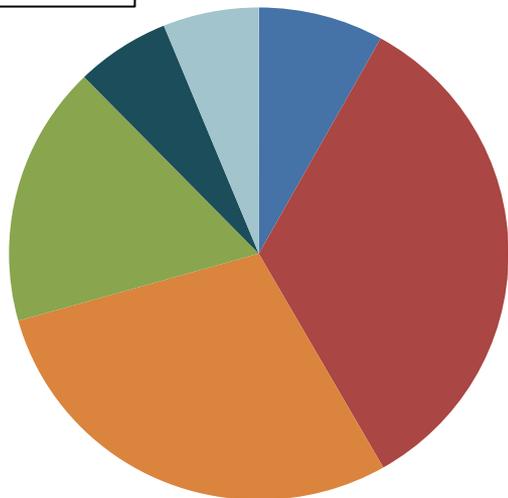
- Durchschnittlicher Nominalzins auf Bundesobligationen (in %)
- Durchschnittlicher Realzins auf Bundesobligationen (in %, rechte Skala)
- Phasen mit negativen Realzinsen

Quelle: SNB

Der Negativzins ist keine grosse Belastung für Pensionskassen

PENSIONS-KASSEN: VERMÖGENSALLOKATION

720 Mrd. CHF



■ Liquidität
■ Anleihen
■ Aktien
■ Immobilien
■ Alternative Anlagen
■ Übrige

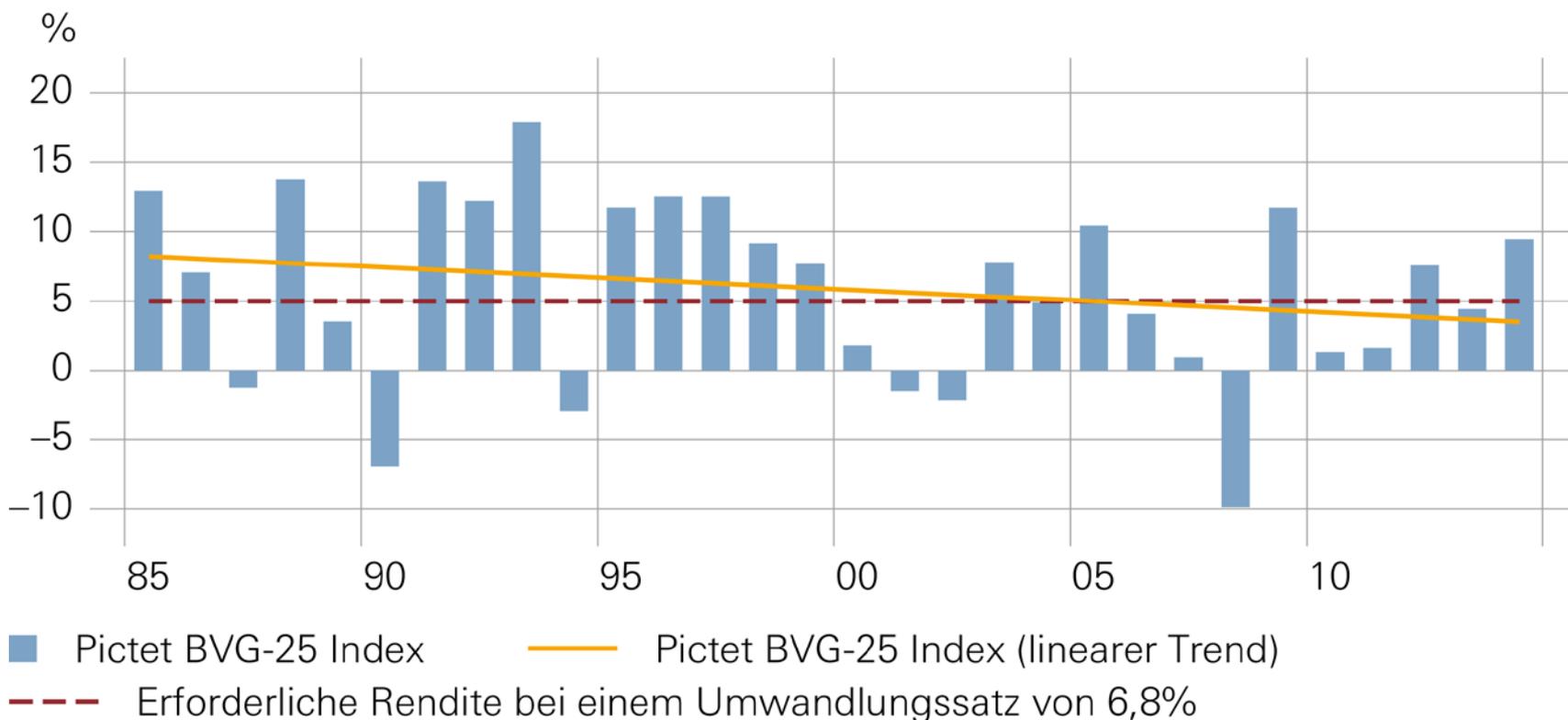
HYPOTHETISCHE BELASTUNG DURCH NEGATIVZINS

- Liquidität: Max. 8%
- Annahme I: Keine Freibeträge
- Annahme II: Alle PKs betroffen
- Negativzins von $-0,75\%$
- Belastung von max. 400 Mio. CHF
- Entspricht wenigen Basispunkten

Solide Renditen in den letzten drei Jahren trotz rekordtiefer Zinsen

ENTWICKLUNG DER KAPITALMARKTRENDITE

Jährliche Rendite gemäss Pictet BVG-25 Index



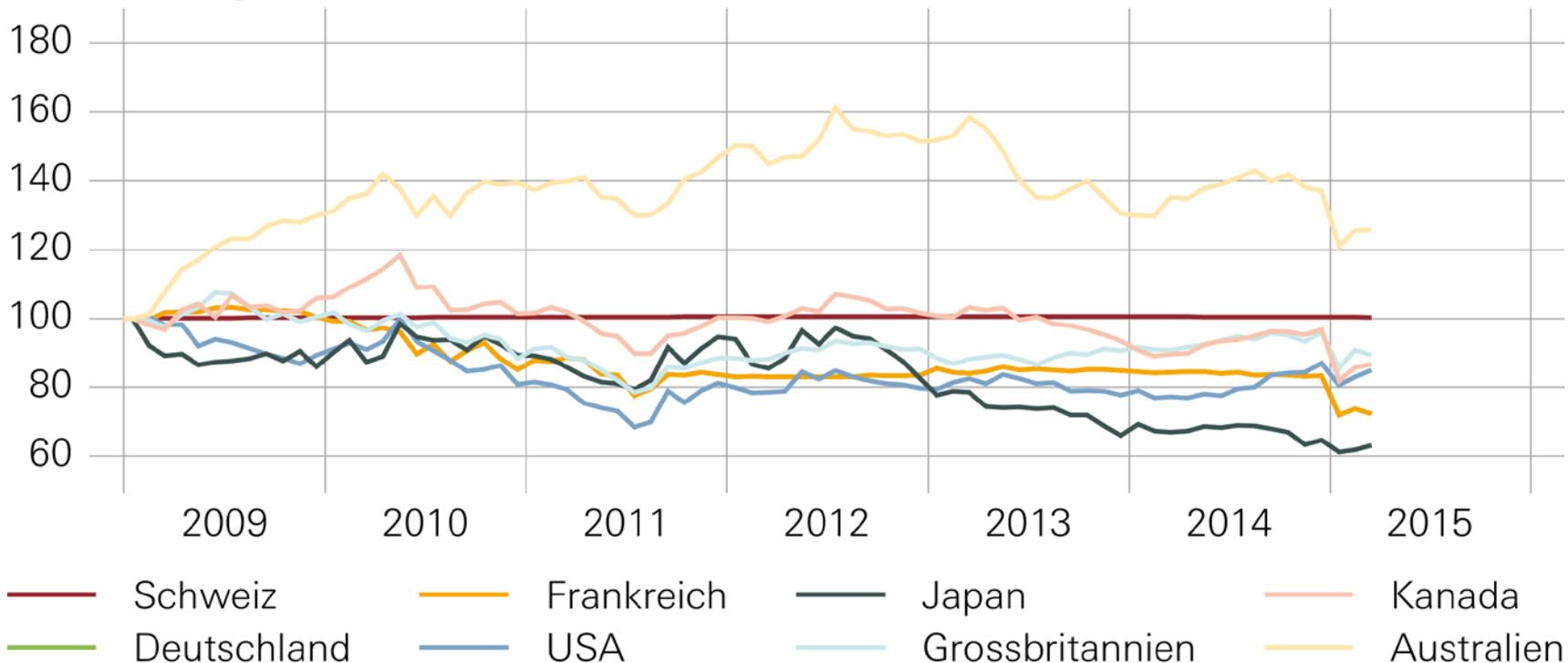
Quellen: Pictet, SNB

Vollständige Absicherung der Währungsrisiken hat sich in den letzten Jahren gelohnt

INDIZES FÜR CASH-ANLAGEN

Basierend auf den monatlichen Erträgen in Franken auf kurzfristige Anlagen

Index (Anfang 2009 = 100)



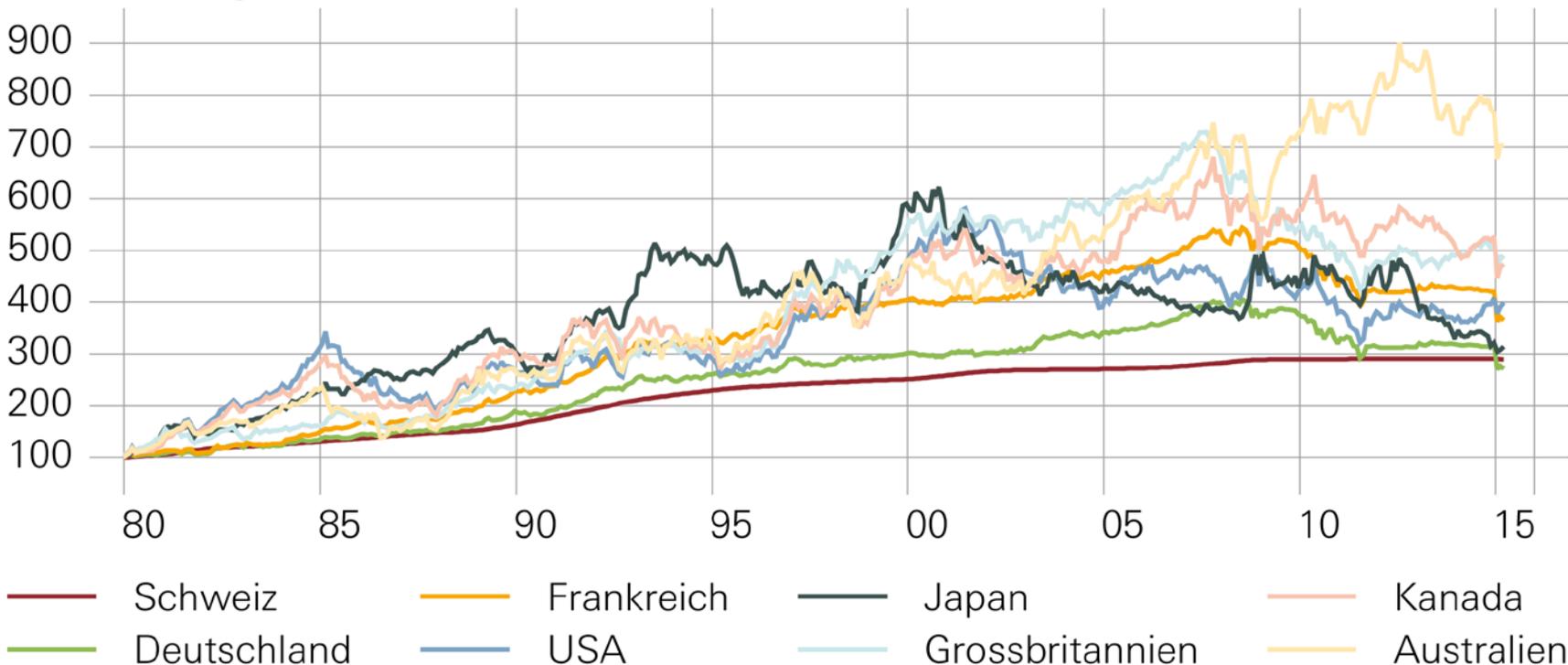
Quellen: Datastream, SNB

Anlagen im Ausland werfen langfristig ohne Absicherung höhere Erträge ab

INDIZES FÜR CASH-ANLAGEN

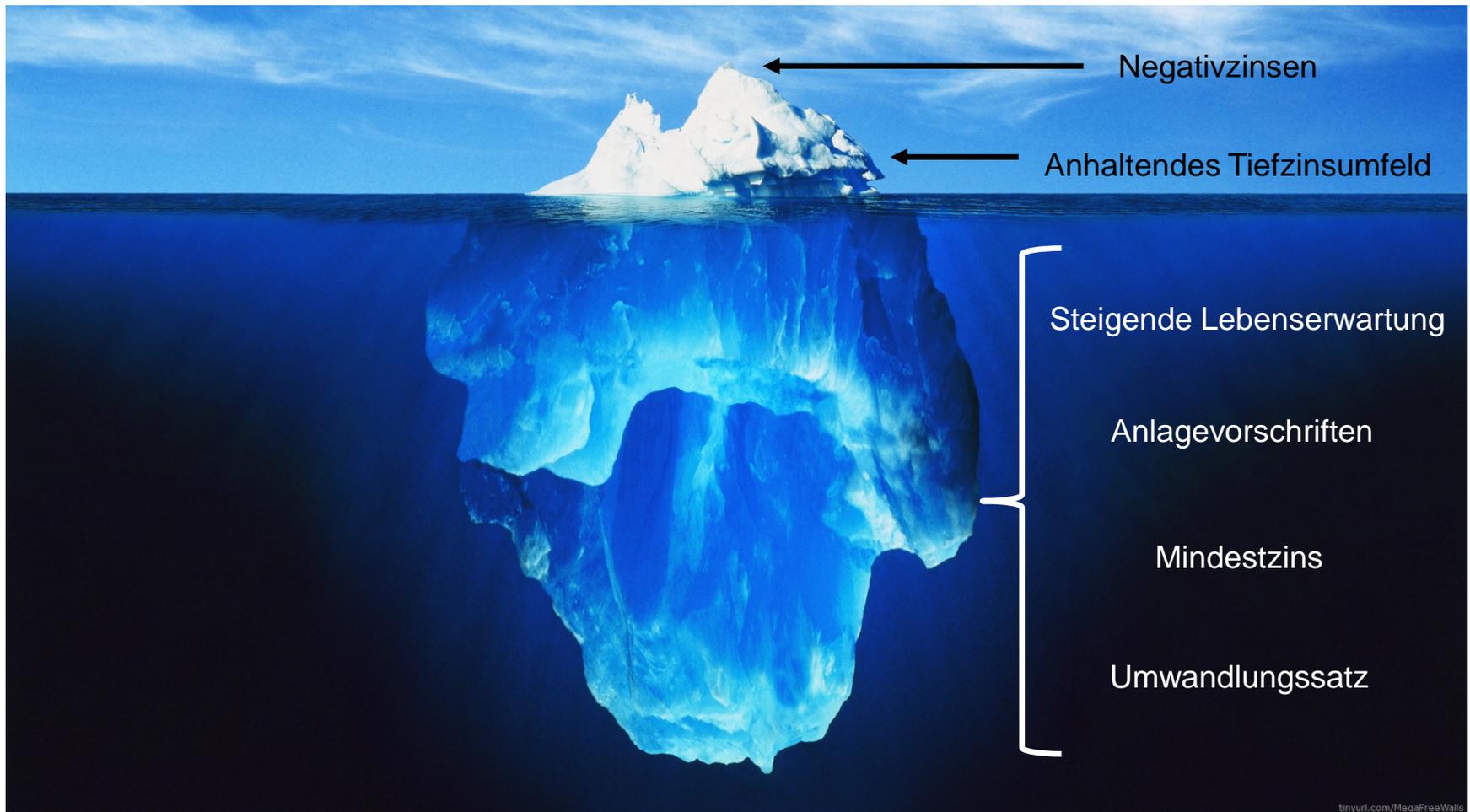
Basierend auf den monatlichen Erträgen in Franken auf kurzfristige Anlagen

Index (Anfang 1980 = 100)



Quellen: Datastream, SNB

Die Herausforderungen in der beruflichen Vorsorge reichen deutlich tiefer



Quellen: Stocktouch.com, SNB

Schlussfolgerungen

- Die Geldpolitik kann nicht alle Probleme lösen
- Fokus der SNB auf Preisstabilität in der mittleren Frist
- Tiefe Zinsen sind ein globales langfristiges Phänomen
- Positive Renditen sind mit Diversifikation weiterhin möglich
- Nachhaltige Altersvorsorge bedingt politische Lösungen

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

