

Referat

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

Sperrfrist

2. Mai 2016, 18.30 Uhr

Der Euro und die schweizerische Geldpolitik

Europa Forum Luzern

Thomas J. Jordan

Präsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank*
Schweizerische Nationalbank
Luzern, 2. Mai 2016
© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2016

* Der Referent dankt Tobias Cwik und Mathias Zurlinden für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank gilt zudem Petra Gerlach und Carlos Lenz sowie der Kommunikation und dem Sprachendienst der SNB.

Als vor bald zwei Jahrzehnten der Euro geschaffen wurde, war die Unsicherheit gross, wie sich die neue Währung auf die Schweiz auswirken würde. Meine Vorgänger im Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) haben die anschliessende Entwicklung in vielen Referaten laufend kommentiert und ihren Erwartungen und Sorgen Ausdruck verliehen. Nachdem die ersten Jahre weitgehend problemlos verlaufen waren, brachte die Finanz- und Schuldenkrise die Währungsunion ins Wanken und setzte den Euro unter Druck. Die Nationalbank sah sich vor grosse Herausforderungen gestellt, auf die sie mit einer flexiblen und pragmatischen Geldpolitik reagierte. Die Schwierigkeiten sind noch nicht vorbei, so dass es für eine abschliessende Bilanz zu früh ist. Sicher war und ist die Aufgabe nicht so mühelos zu bewältigen wie für den Mann auf dem Cartoon (Abbildung 1). Aus Sicht der SNB haben die gemachten Erfahrungen aber einmal mehr bestätigt, dass monetäre Souveränität wichtig und wertvoll ist. Monetäre Souveränität hat ihren Preis, doch ist den Interessen unseres Landes nach wie vor am besten gedient, wenn die Schweiz daran festhält.

Grosse wirtschaftliche Bedeutung der EU, des Euros und der EZB

Meine Damen und Herren, Sie wissen alle, dass die EU der wichtigste Aussenhandelspartner der Schweiz ist. Innerhalb der EU sind es wiederum vor allem die Länder der Eurozone, die für uns von besonderer Bedeutung sind. Die Ausfuhren in die Eurozone machten im Jahr 2015 rund 44% der gesamten Ausfuhren aus. Bei den Einfuhren war der entsprechende Anteil noch grösser. Zwar ist der Exportanteil seit dem Jahr 2000 um rund 10 Prozentpunkte gefallen. Es findet also eine verstärkte Diversifikation unseres Aussenhandels vor allem in Richtung Schwellenländer statt. Die Euroländer bleiben aber zusammengenommen der weitaus grösste Abnehmer von Schweizer Produkten im Ausland (Abbildung 2).

Die besondere Bedeutung der Eurozone für den Schweizer Aussenhandel hat zur Folge, dass das Wechselkursverhältnis zum Euro eine wichtige Grösse ist, sowohl für unsere Wirtschaft als auch für die Geldpolitik der Nationalbank. Einerseits beeinflusst der Wechselkurs den Preis ausländischer Güter in der Schweiz und damit auch die am Landesindex der Konsumentenpreise gemessene Teuerung. Andererseits wirkt der Wechselkurs auf den Preis von Schweizer Gütern in der Eurozone, was sich über Produktions- und Beschäftigungseffekte ebenfalls in unserer Teuerung niederschlagen kann.

Daher ist natürlich auch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) für die Schweiz von speziellem Interesse. Dies ist in den letzten Jahren erneut deutlich geworden. Auf der einen Seite hat die expansive Geldpolitik der EZB die wirtschaftliche Erholung in der Eurozone gefördert und zum Zusammenhalt der Eurozone beigetragen. Das hat die Nachfrage nach Schweizer Produkten gestützt. Auf der anderen Seite hat die Abschwächung des Euros die Schweizer Produzenten gegenüber ihren europäischen Konkurrenten in eine schwierigere Lage gebracht und der Schweizer Geldpolitik Probleme bereitet.

Stabilität und Instabilität im Wechselkursverhältnis zu Europa

Blicken wir mehrere Jahrzehnte zurück, so hat sich der Franken im Laufe der Zeit gegenüber allen europäischen Währungen aufgewertet. Dies gilt nicht nur für den nominalen Wechselkurs, sondern auch für den realen, d.h. für den um die Inflationsdifferenz zum Ausland bereinigten Wechselkurs, der die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz mitbestimmt. Somit ist die Aufwertung der letzten Jahre zwar besonders ausgeprägt, aber nicht völlig neu.

Unsere Währung hat immer wieder starke Aufwertungsschübe erfahren, häufig verbunden mit einem zeitweisen Anstieg der Wechselkursvolatilität. So hat der Franken vor allem in den 1970er- und 1980er-Jahren unter grossen Schwankungen gegenüber allen europäischen Währungen deutlich an Wert gewonnen. Eine Ausnahme bildete die relative Stabilität des Wechselkurses zur Deutschen Mark. Diese war auf die ähnliche Wirtschaftsstruktur Deutschlands und der Schweiz zurückzuführen. Darüber hinaus spielten auch verwandte geldpolitische Prinzipien der Deutschen Bundesbank und der SNB eine Rolle. Beide orientierten sich an Geldmengenzielen und führten eine auf die Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik.

In den 1990er-Jahren stand die Geldpolitik der meisten EU-Länder im Zeichen der Schaffung der Europäischen Währungsunion. Die im Maastricht-Vertrag vereinbarten Konvergenzkriterien führten dazu, dass die Zentralbanken dieser Länder sich an der Geldpolitik der Bundesbank orientierten. Damit stabilisierten sich nicht nur die Wechselkurse zwischen den betroffenen Währungen, sondern auch deren Wechselkurse zum Franken. Diese Phase geringer Wechselkursvolatilität setzte sich in den ersten Jahren nach der Einführung des Euros fort.

Die jüngste Phase hoher Wechselkursvolatilität zum Euro begann mit der internationalen Finanz- und Schuldenkrise, die rasch zur Eurokrise wurde. Zweifel an der Tragfähigkeit der Staatsschulden einiger Mitgliedsländer der Eurozone bewirkten einen Vertrauensverlust der Märkte in den Euro. Wie bereits in früheren Phasen wachsender Verunsicherung geriet der Franken unter starken Aufwertungsdruck.

Warum die Schweiz nicht den Euro hat

Warum nun war die Einführung des Euros in der Schweiz trotz der engen wirtschaftlichen Verflechtung kaum je ein Thema? Politisch und rechtlich gesehen ist die Antwort einfach. Ein Beitritt zum Eurosystem ist nur bei vorherigem Beitritt zur EU möglich. Volk und Stände haben im Jahr 1992 den Beitritt zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) und im Jahr 2001 die Volksinitiative «Ja zu Europa» abgelehnt. Damit erledigte sich bis auf Weiteres auch die Frage eines EU-Beitritts.

Von diesen politischen und rechtlichen Voraussetzungen einmal abgesehen, waren aus Schweizer Perspektive aber auch die ökonomischen Gründe für den Euro stets schwächer als aus Sicht vieler anderer europäischer Länder. Die Inflation war in der Schweiz immer vergleichsweise gering. Geldpolitische Glaubwürdigkeit musste nicht durch Anbindung an eine

stabile Währung importiert werden. Zudem ist aufgrund der Struktur der Schweizer Volkswirtschaft eine eigenständige Geldpolitik sinnvoll. Dies gilt besonders angesichts des internationalen Finanzplatzes und des auf die Produktion forschungsintensiver Güter spezialisierten Industriesektors.

Die Geldpolitik zwischen fixen und flexiblen Wechselkursen

Die Schweiz hat sich im Jahr 1973, als das gegen Ende des Zweiten Weltkriegs in Bretton Woods geschaffene Festkurssystem zusammenbrach, grundsätzlich für flexible Wechselkurse entschieden. Der Entscheid hat sich langfristig als richtig herausgestellt. Fixe und flexible Wechselkurse haben jedoch beide ihre Vor- und Nachteile.

Fixe Wechselkurse haben den Nachteil, dass ein Land keine eigenständige Geldpolitik betreiben kann. Die Geldpolitik kann also nicht auf Preisstabilität im eigenen Land ausgerichtet werden; sie kann auch kaum auf die Konjunktur Rücksicht nehmen oder spezielle Umstände berücksichtigen, wie sie in Krisen häufig sind. Die Geldpolitik wird letztlich an die Zentralbank des Staates delegiert, an dessen Währung die eigene Währung gebunden wird. Dies führt auf längere Sicht zu vergleichsweise grossen Schwankungen der Produktion und der Inflation.

Flexible Wechselkurse schaffen die Voraussetzung dafür, dass ein Land eine eigenständige Geldpolitik betreiben kann. Sie haben jedoch den Nachteil, dass die Wechselkurse nicht nur nominal, sondern auch real stark schwanken können. Die Währung kann damit – mitunter auch über längere Zeiträume – stark über- oder unterbewertet sein.

Die Probleme fixer und flexibler Wechselkurse haben immer wieder dazu geführt, dass Zentralbanken nach Kompromissen Ausschau gehalten haben. So hat die Nationalbank seit dem Abschied vom Festkurssystem zweimal vorübergehend eine Wechselkursuntergrenze eingeführt, um die Aufwertung des Frankens zu stoppen: das erste Mal im Oktober 1978 gegenüber der Deutschen Mark und zuletzt im September 2011 als Mindestkurs gegenüber dem Euro.

Das Instrument des Mindestkurses

Mit der Ankündigung eines Mindestkurses verpflichtet sich eine Zentralbank, diese Wechselkursuntergrenze nötigenfalls mit Devisenkaufen durchzusetzen. Der Aufwertung der eigenen Währung soll also eine Grenze gesetzt werden. Die Idee des Mindestkurses besteht nicht darin, den Wechselkurs feinzusteuern. Vielmehr soll den Märkten in einer Phase extremer Verunsicherung eine Leitplanke gesetzt und eine übertriebene Aufwertung reduziert werden.

Der Mindestkurs ist indessen kein Instrument, das dauerhaft eingesetzt werden kann. Dies gilt insbesondere für ein Land wie die Schweiz, das im langfristigen Durchschnitt niedrigere Inflationsraten aufweist als die meisten anderen Länder und dessen Währung sich über die Jahrzehnte nicht nur nominal, sondern auch real kontinuierlich aufgewertet hat.

In normalen Zeiten reagiert eine Zentralbank auf eine starke, das Ziel der Preisstabilität gefährdende Aufwertung der eigenen Währung mit einer Senkung des Referenzzinssatzes. Die

Reduktion der Zinsen macht Anlagen in der betreffenden Währung weniger attraktiv, so dass sich die Währung am Devisenmarkt abschwächt. Wenn die nominalen Zinssätze jedoch an ihre Untergrenze stossen, muss die Zentralbank unkonventionelle Massnahmen ergreifen, um eine unerwünschte Straffung der monetären Bedingungen zu vermeiden. Ein Mindestkurs ist eine solche unkonventionelle Massnahme.

Zusammengefasst ist ein Mindestkurs also in erster Linie als temporäres Instrument geeignet und das in Situationen, in denen die Devisenmärkte extrem verunsichert sind, die eigene Währung gegenüber den meisten Währungen stark überbewertet ist und die nominalen Zinssätze an ihrer Untergrenze liegen, so dass der Wechselkurs nicht mehr über eine Zinssenkung beeinflusst werden kann.

Die Einführung des Mindestkurses zum Euro im September 2011

Im Sommer 2011 war die Einführung des Mindestkurses zweifellos sinnvoll. Wir hatten das Zielband für den Referenzzinssatz bereits auf 0% bis 0,25% gesenkt, mit dem Ziel, den Drei-monats-Libor auf null zu bringen. Zudem war die Verunsicherung an den Finanzmärkten extrem. Die Schuldenkrise hatte zu wachsenden Sorgen über die Zukunft des Euros geführt. Aber auch der US-Dollar neigte zur Schwäche. Der mit grosser Härte ausgetragene Budgetstreit im US-Kongress belastete die amerikanische Währung. Dazu kamen schwache Wirtschaftszahlen in der ersten Jahreshälfte 2011, welche die Gefahr einer neuen weltweiten Rezession signalisierten. Vor diesem Hintergrund beschleunigte sich die Aufwertung des Frankens. Der Franken erreichte gegenüber Euro wie US-Dollar historische Höchstwerte und drohte die Schweiz in eine tiefe Rezession zu stürzen (Abbildung 3).

Die Aufhebung des Mindestkurses im Januar 2015

Der Mindestkurs stoppte die Aufwertung des Frankens und trug zur Entspannung bei. Er blieb danach fast dreieinhalb Jahre in Kraft. Als wir ihn im Januar 2015 aufhoben, stiess dieser Entscheid zwar teilweise auf Kritik, was verständlich ist, da die negativen Nebeneffekte des Mindestkurses noch nicht in vollem Umfang ersichtlich waren. Die Aufhebung des Mindestkurses war jedoch unausweichlich. Die Rahmenbedingungen hatten sich verändert, und die Abwägung der Risiken sprach klar für die Aufhebung.

Zunächst ist daran zu erinnern, dass die allgemeine Lage seit der Einführung des Mindestkurses deutlich besser geworden war. Die Wirtschaft hatte wieder Tritt gefasst, der US-Dollar hatte wieder Vertrauen gewonnen, und die Unsicherheit hatte sich deutlich verringert.

Dazu kam, dass sich die Geldpolitik der US-Notenbank Federal Reserve und der EZB auf unterschiedlichen Pfaden bewegte. Die Märkte erwarteten, dass die Amerikaner ihre Geldpolitik straffen, die Europäer hingegen ihre Geldpolitik stark lockern würden. Der Euro hatte sich deshalb bereits seit Mitte 2014 gegenüber dem US-Dollar abgeschwächt. Parallel zum Euro verlor auch der Franken gegenüber dem US-Dollar an Wert. Anders als im Sommer 2011 war

der Franken nicht mehr gegenüber allen Währungen klar überbewertet. Die generelle Frankenstärke aus dem Jahr 2011 hatte einer generellen Euroschwäche Platz gemacht.

Mit den wachsenden Unterschieden in der geldpolitischen Ausrichtung der Federal Reserve und der EZB geriet auch der Mindestkurs gegenüber dem Euro unter Druck. Die SNB sah sich gezwungen, mit immer grösseren Beträgen am Devisenmarkt zu intervenieren. Dies widerspiegelt sich in der Notenbankgeldmenge, d.h. der von der Nationalbank geschaffenen Liquidität. Die Notenbankgeldmenge hatte bereits seit 2009 in mehreren Schüben stark zugenommen und stieg nun nochmals sprunghaft an (Abbildung 4).

Der Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro war angesichts der veränderten internationalen Lage nicht mehr tragfähig. Ein Zuwarten hätte die Nationalbank zu Interventionen mit immer grösseren Beträgen gezwungen, ohne dass Aussicht auf eine nachhaltige Stabilisierung der Wechselkurslage bestand. Bei einem späteren Ausstieg aus dem Mindestkurs wären die Auswirkungen auf die Wirtschaft nicht geringer ausgefallen, während der Verlust der Nationalbank massiv grösser gewesen wäre. Damit wäre die langfristige Erfüllung des geldpolitischen Auftrags behindert und die geldpolitische Unabhängigkeit der SNB untergraben worden.

Die Geldpolitik seit der Aufhebung des Mindestkurses

Die Entwicklung seit der Aufhebung des Mindestkurses hat unsere damalige Einschätzung bestätigt. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert. Zudem lockerte die EZB ihre Geldpolitik Ende 2015 und Anfang 2016 weiter.

Gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses hat die Nationalbank ihre Geldpolitik neu ausgerichtet. Wir senkten den Zins auf Sichtguthaben bei der SNB weiter in den negativen Bereich. Die Zinssätze am Geldmarkt bewegen sich seither um $-0,75\%$. Ausserdem bekräftigten wir unsere Bereitschaft, nötigenfalls am Devisenmarkt aktiv zu werden. Der Negativzins und die Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen hatten beide zum Zweck, die Auswirkungen der Aufhebung des Mindestkurses auf den Wechselkurs abzufedern (Abbildung 5).

Der Franken wertete sich nach dem Wegfall der Wechselkursuntergrenze zunächst stark auf: Der Euro fiel auf Parität, und der US-Dollar verlor nahezu gleich stark an Wert. Seither haben jedoch beide Währungen wieder Boden gutgemacht. Der Euro lag in den letzten Wochen nahe bei 1.10 Franken, während der Dollar sich bereits seit längerem über dem Niveau bewegt, auf dem er in der Phase des Mindestkurses zumeist notiert hatte. Der Franken ist insgesamt aber nach wie vor deutlich überbewertet.

An der jüngsten geldpolitischen Lagebeurteilung, die vor rund sechs Wochen stattfand, bestätigte die Nationalbank den seit Januar 2015 eingeschlagenen geldpolitischen Kurs. Wir liessen das Zielband für unseren Referenzzinssatz, den Dreimonats-Libor für Frankenanlagen, unverändert bei $-1,25\%$ bis $-0,25\%$ und bestätigten den Zinssatz auf Sichtguthaben bei der SNB von $-0,75\%$. Weiter bekräftigten wir unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Negativzins und Devisenmarktinterventionen sollen den Druck auf den Franken

verringern. Damit hilft die Nationalbank, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen. Die SNB trägt somit der Wechselkurssituation bei der Gestaltung ihrer Geldpolitik weiterhin Rechnung.

Schlussbemerkungen

Die Nationalbank hat in den letzten Jahren – wie die EZB und viele andere Zentralbanken auch – eine unkonventionelle Geldpolitik betrieben. Den Anstoss gab die Finanz- und Schuldenkrise, welche die Zentralbanken veranlasste, die Zinssätze praktisch auf null zu senken und die Notenbankgeldmenge stark auszuweiten. Im Falle der Schweiz war die Krise zudem mit einer massiven Aufwertung des Frankens verbunden, vor allem gegenüber dem Euro. Die SNB traf deshalb gezielte unkonventionelle Massnahmen gegen die Frankenstärke. Zunächst setzte sie von September 2011 bis Januar 2015 einen Mindestkurs gegenüber dem Euro durch. Seit dessen Aufhebung basiert die Geldpolitik auf dem Negativzins und der Bereitschaft, am Devisenmarkt zu intervenieren.

Zentralbanken waren in der Finanz- und Schuldenkrise die wichtigsten wirtschaftspolitischen Akteure, was verständlich und richtig war. Sie sind es allerdings auch seither geblieben. Damit sind Gefahren verbunden. Geldpolitik allein kann nicht alles erreichen. Insbesondere lassen sich mit ihr keine Strukturprobleme lösen. Es ist deshalb wichtig, dass alle Kräfte ihren Teil zur Lösung der anstehenden Probleme beitragen.

Meine Damen und Herren, ich habe heute über Herausforderungen der schweizerischen Geldpolitik im Hinblick auf den Euro gesprochen. Was in der EU oder mit dem Euro geschieht, hat Auswirkungen auf die Schweiz. Wir haben daher ein grosses Interesse daran, dass die strukturellen Probleme der EU gelöst werden und die Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung gelingt. Die Schweiz darf aber nicht einfach abwarten und sich auf Europa verlassen. Sie muss sich als kleine offene Volkswirtschaft den wechselnden Bedingungen anpassen und ihre Hausaufgaben machen. Es ist wichtig, dass die Unternehmen weiterhin mit hoher Flexibilität agieren und alle Bereiche der Wirtschaftspolitik auch hierzulande für gute Rahmenbedingungen sorgen. Die Nationalbank wird den Spielraum, den ihr die monetäre Souveränität bietet, auch in Zukunft nutzen, um pragmatisch auf Herausforderungen zu reagieren.

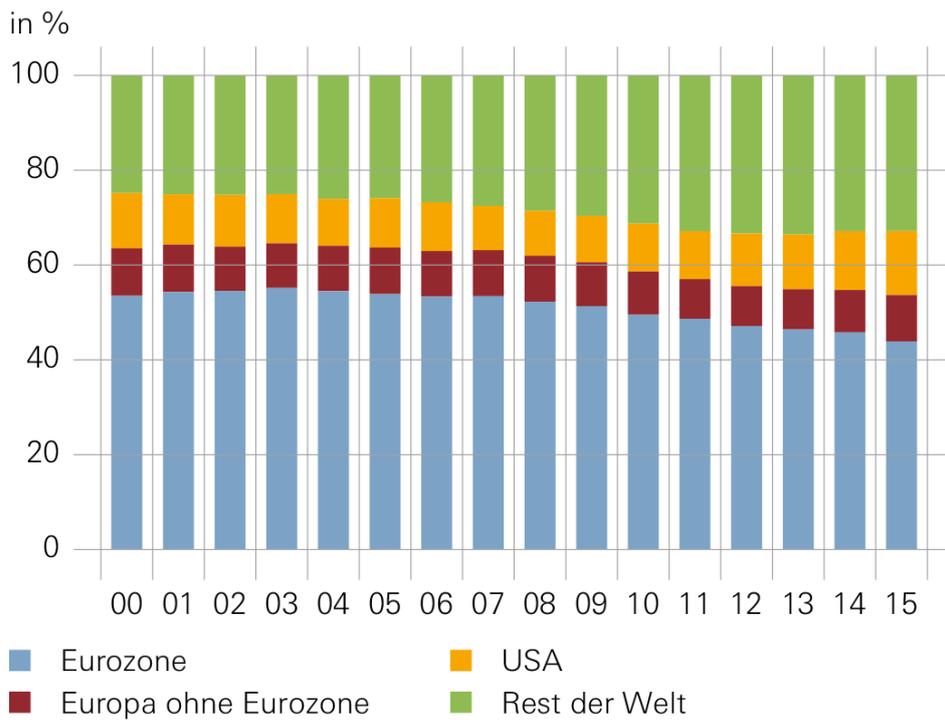
Abbildung 1



© Globe Cartoon

Abbildung 2: Aussenhandel der Schweiz 2000–2015

EXPORTANTEILE



Quelle: EZV

Abbildung 3: Zinssatz und Wechselkurs 2008–2011

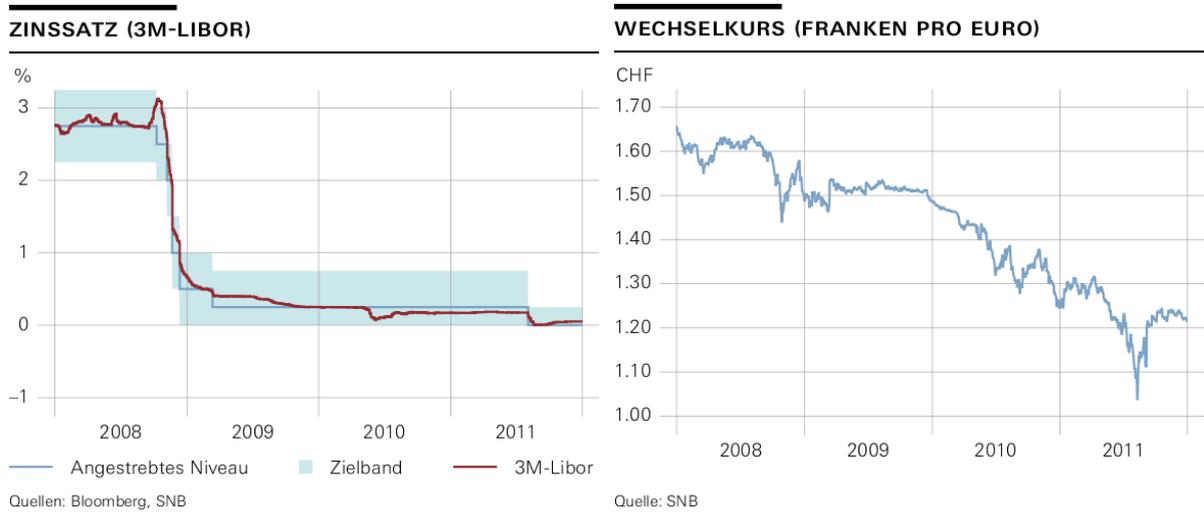
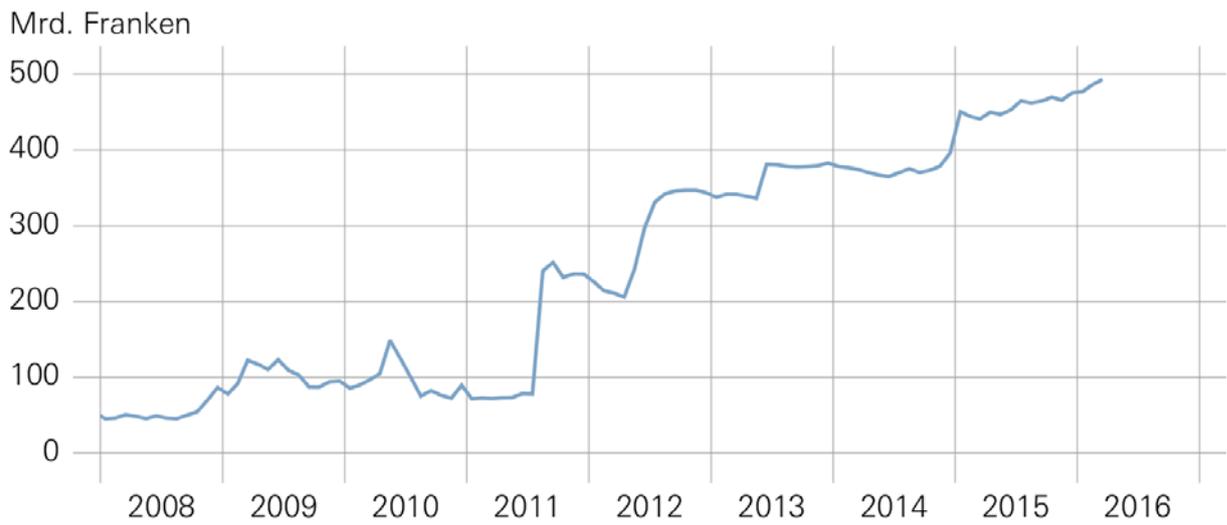


Abbildung 4: Notenbankgeldmenge 2008 bis heute

NOTENBANKGELDMENGE



Quelle: SNB

Abbildung 5: Zinssatz und Wechselkurs 2012 bis heute

