

Referat

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

Sperrfrist

14. Juli 2020, 15.30 Uhr

Kleines Land – grosse Herausforderungen
Geldpolitische Reaktion der Schweiz auf die Corona-Pandemie
2020 IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture

Thomas J. Jordan*

Präsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Washington und Zürich, 14. Juli 2020

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2020 (Referat auf Englisch)

* Der Referent dankt Christian Grisse und Claudia Aebersold Szalay für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank geht auch an Simone Auer, Petra Gerlach, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud und Darlena Tartari sowie an die Sprachendienste der SNB.

Sehr geehrte Frau geschäftsführende Direktorin des Internationalen Währungsfonds, liebe Kristalina, meine sehr geehrten Damen und Herren

Ich freue mich, heute zu Ihnen sprechen zu dürfen – wenn auch, aufgrund der Corona-Pandemie, für die meisten von Ihnen leider nur virtuell.

Liebe Kristalina, ich danke Dir und dem Internationalen Währungsfonds (IWF) vielmals für die Einladung, die diesjährige Michel Camdessus Central Banking Lecture halten zu dürfen. Das ist eine grosse Ehre für mich und die Schweizerische Nationalbank (SNB). Ich habe auch das Privileg, Michel Camdessus kennengelernt zu haben und schätze ihn ausserordentlich als eindrückliche Persönlichkeit und als weitsichtigen Entscheidungsträger. Dir, liebe Kristalina, möchte ich für Deine starke Führung des IWF in dieser kritischen Zeit danken. Die Arbeit Deiner Institution ist von entscheidender Bedeutung für die Bewältigung der gegenwärtigen globalen Krise.

Die Corona-Pandemie stellt die Welt vor gigantische Herausforderungen. Ich möchte mich heute in meiner Rede einigen Herausforderungen widmen, die Corona für die Geldpolitik der Schweiz darstellt. In den letzten Jahren wurde die Camdessus Lecture jeweils von Zentralbankgouverneuren grosser Volkswirtschaften gehalten. Diese Zentralbanken prägen die globale Geldpolitik. Ich hingegen spreche als Zentralbankvertreter einer kleinen offenen Volkswirtschaft, die ihre Geldpolitik vor diesem globalen Hintergrund führt.

Vor Corona: Schwierige Ausgangslage für die Schweizer Geldpolitik

Schon vor Ausbruch der Corona-Pandemie war die geldpolitische Situation in der Schweiz nicht einfach. So betrug die Inflation im Januar 2020 – also noch vor dem Bekanntwerden der ersten Corona-Fälle in unserem Land – lediglich 0,2%. Gleichzeitig war der geldpolitische Zins der SNB mit $-0,75\%$ bereits seit fünf Jahren auf einem historischen Tiefststand. Noch vor nicht allzu langer Zeit konnten wir uns negative Nominalzinsen kaum vorstellen. Lassen Sie mich kurz darlegen, wie es zu dieser ausserordentlichen Ausgangslage gekommen war.

Geldpolitische Herausforderungen durch Einflüsse aus dem Ausland

Als kleine offene Volkswirtschaft ist die Schweiz gegenüber externen Störungen stark exponiert. Insbesondere Wechselkursbewegungen üben einen grossen Einfluss auf die Inflation und die Wirtschaftsaktivität in unserem Land aus.

Eine Besonderheit der Schweiz ist dabei, dass der Schweizer Franken als «sicherer Hafen» in der Regel aufwertet, wenn sich die globale Risikostimmung eintrübt. In den letzten Jahren führte daher eine Reihe von Krisen zu Aufwertungsschüben beim Franken, insbesondere die globale Finanzkrise und die europäische Staatsschuldenkrise. Was bedeutet der starke Einfluss von Entwicklungen im Ausland auf die Inflation in unserem Land für unsere Geldpolitik? Er führt dazu, dass sich die Inflation noch weniger als in den grossen Währungsräumen punktgenau steuern lässt. Es ist nicht möglich – oder nur mit unverhältnismässig grossem Einsatz der geldpolitischen Instrumente und entsprechend starken Nebenwirkungen –, Einflüsse

aus dem Ausland immer vollständig auszugleichen. Deswegen ist eine Definition der Preisstabilität, die eine gewisse Flexibilität in der geldpolitischen Reaktion zulässt, für die Schweiz essenziell. Nach unserer Definition herrscht Preisstabilität, wenn die Inflationsrate unter 2%, aber noch positiv ist. Damit haben wir gute Erfahrungen gemacht.

Neben den erwähnten Krisen übte in der jüngeren Vergangenheit auch das internationale Tiefzinsumfeld Aufwertungsdruck auf den Franken aus. Der globale Rückgang des Zinsniveaus über die letzten Jahrzehnte ist vor allem auf strukturelle Faktoren zurückzuführen – und damit auf einen Rückgang des gleichgewichtigen Realzinses. Kein Land kann sich von dieser globalen Entwicklung abkoppeln, schon gar nicht die Schweiz mit ihrem offenen Kapitalmarkt.

Der weltweite Zinsrückgang erhöhte den Aufwertungsdruck auf den Franken. Historisch betrachtet liegen die Nominalzinsen in der Schweiz deutlich unter denjenigen im Ausland. Neben der meist tieferen Inflation in der Schweiz spiegelt dies auch die politische Stabilität und die glaubwürdigen Institutionen in unserem Land.

In Reaktion auf die globale Finanzkrise senkten die Zentralbanken in den grossen Währungsräumen die Leitzinsen gegen null. Auch in der Schweiz war eine geldpolitische Lockerung erforderlich. Hier gab es jedoch aufgrund des ohnehin tieferen Zinsniveaus weniger Spielraum für Zinssenkungen als im Ausland. Der globale Zinsrückgang engte daher die Zinsdifferenz zum Ausland ein, was zu zusätzlichem Aufwertungsdruck auf den Franken führte.

Nach verschiedenen schubweisen Aufwertungen war der Franken zeitweise deutlich überbewertet. Für die Unternehmen in unserem Land ergaben sich daraus grosse Herausforderungen, und die Inflation fiel mehrmals in den negativen Bereich. Wie konnte die SNB ihre Geldpolitik in dieser Situation noch so expansiv gestalten, wie es angesichts der tiefen Inflation erforderlich war? Wir intervenierten mit grossen Beträgen am Devisenmarkt und setzten zeitweise einen Mindestkurs gegenüber dem Euro durch. Anfang 2015 senkten wir den Leitzins dann unter null, um die gewohnte Zinsdifferenz zum Ausland zumindest teilweise wiederherzustellen und so den Aufwertungsdruck auf den Franken abzuschwächen.

Erfahrungen mit dem Negativzins in der Schweiz

Die SNB war eine der ersten Zentralbanken, die den geldpolitischen Zinssatz deutlich in den negativen Bereich senkte. Lassen Sie mich deshalb ein paar Worte zu unseren nun gut 5-jährigen Erfahrungen mit dem Negativzins sagen. Insgesamt hat sich der Negativzins für die Schweiz bewährt. Bei seiner Transmission auf die Wirtschaft steht hierzulande die Wirkung auf den Wechselkurs im Vordergrund. Der Negativzins hat sich auf die Geld- und Kapitalmarktzinsen übertragen und so den Aufwertungsdruck reduziert. Dadurch konnten für die Wirtschaft adäquatere monetäre Bedingungen geschaffen werden. Inwiefern der Negativzins auch über den Kreditkanal wirkt, ist hingegen weniger klar. Wir haben jedoch den Negativzins nicht wegen seines Effekts auf die Kreditnachfrage, sondern wegen seiner Wirkung auf den Wechselkurs eingeführt.

In der Schweiz hat der Negativzins also die beabsichtigte Wirkung erzielt. Doch hat er auch Nebenwirkungen. Der Negativzins stellt eine Herausforderung für Banken, Pensionskassen, Versicherungen und Sparer dar. Unter Umständen kann er auch nachteilige Folgen für die Finanzstabilität haben, wenn die Suche nach Ertrag dazu führt, dass zu hohe Risiken eingegangen werden. Die Entscheidung für den Negativzins erfordert deshalb, wie alle geldpolitischen Entscheidungen, eine Güterabwägung. Während der Nutzen des Negativzinses bezogen auf den Wechselkurs sofort eintritt, werden mögliche Nebenwirkungen erst mit der Zeit sichtbar. Mit Blick auf die Finanzstabilität zeigen unsere Erfahrungen, dass makroprudenzielle Massnahmen – insbesondere der antizyklische Kapitalpuffer – helfen, unerwünschte Auswirkungen des Negativzinses zu begrenzen. Um die Nebenwirkungen auf das Bankensystem zusätzlich zu reduzieren, gewähren wir den Banken auch einen beachtlichen Freibetrag, so dass sie nur auf einem Teil ihrer Guthaben bei der SNB Negativzinsen bezahlen.

Meine Damen und Herren, auch wenn wir noch Spielraum für weitere Zinssenkungen haben – man kann die Zinsen nicht beliebig tief senken. Deshalb spielen auch Interventionen am Devisenmarkt, bei denen wir Fremdwährungen kaufen und dafür Schweizer Franken verkaufen, in unserem Policy Mix eine zentrale Rolle.

Devisenmarktinterventionen als geldpolitisches Instrument

Seit der globalen Finanzkrise haben die Zentralbanken vieler grosser Volkswirtschaften umfangreiche Kaufprogramme für Anleihen (Quantitative Easing, QE) durchgeführt. Die SNB hingegen hat am Devisenmarkt interveniert. Dies hatte mehrere Gründe. Erstens ist der Kapitalmarkt in der Schweiz relativ klein, was die Grösse eines QE-Programms naturgemäss beschränkt. Zweitens kommt dem Kapitalmarkt in der Schweiz bei der Transmission der Geldpolitik nur eine untergeordnete Bedeutung zu, da sich vergleichsweise wenige, grosse Unternehmen darüber finanzieren. Und drittens war in der Schweiz der Aufwertungsdruck auf den Franken der Hauptgrund für die zeitweise sehr tiefe Inflation. Vor diesem Hintergrund waren und sind für uns Devisenmarktinterventionen neben dem Negativzins das direkteste und somit auch das wirksamste Instrument.

Bei der Entscheidung zu Interventionen ist genauso wie beim Negativzins zentral, dass laufend eine Güterabwägung vorgenommen wird. Auf der einen Seite steht der Nutzen, den wir erzielen, indem wir eine übermässige Aufwertung des Frankens verhindern und so die Preis- und Konjunkturentwicklung stabilisieren. Auf der anderen Seite verlängern Devisenmarktinterventionen die Bilanz der SNB und haben unsere Anlagen in Fremdwährung stark ansteigen lassen. Sie erhöhen somit längerfristig die finanziellen Risiken. Die Verantwortung, unsere Aktiven bestmöglich zu bewirtschaften und das Risiko möglicher Verluste in Grenzen zu halten, ist damit ebenfalls gestiegen. Deshalb investieren wir einen signifikanten Teil unserer Aktiven in Aktien, um das Risiko-Ertrags-Profil der Anlagen zu verbessern.

Unsere Erfahrung zeigt, dass Devisenmarktinterventionen und der Negativzins für eine kleine offene Volkswirtschaft mit einer Safe-Haven-Währung im globalen Tiefzinsumfeld unverzichtbar sind. Die Kombination dieser beiden geldpolitischen Instrumente ist effektiver und

führt in der Summe zu weniger unerwünschten Nebenwirkungen als die Konzentration auf nur eines dieser beiden Instrumente.

Herausforderungen für die Geldpolitik in Zeiten der Corona-Pandemie

Meine Damen und Herren, ein starker Franken, tiefe Inflation und negative Zinsen – dies war in der Schweiz das geldpolitische Umfeld Anfang dieses Jahres. Und dann kam Corona.

Die Corona-Pandemie und die zu ihrer Eindämmung in vielen Ländern erfolgten Einschränkungen brachten Teile der Wirtschaft vorübergehend zum Stillstand. Nicht nur das Coronavirus, sondern auch der Wirtschaftseinbruch breitete sich ungewöhnlich rasch über die ganze Welt aus. Seit der Ölkrise in den 1970er-Jahren ist die Schweizer Wirtschaft innerhalb eines Quartals nicht mehr so stark eingebrochen wie im ersten Quartal 2020, und das zweite Quartal dürfte noch um einiges schlimmer ausfallen. Die Inflation ist abermals zurückgegangen und klar in den negativen Bereich gefallen.

Was ist die Aufgabe der Geldpolitik in der Schweiz in dieser Situation? Wie immer geht es darum, angemessene monetäre Bedingungen zu gewährleisten. Und es geht speziell auch darum, den Banken die nötige Liquidität zur Verfügung zu stellen, damit diese die Wirtschaft mit Krediten versorgen können. Viele Unternehmen haben aufgrund der behördlich verordneten Einschränkungen ihrer Geschäftstätigkeit und der ausbleibenden Nachfrage starke Umsatzausfälle verzeichnet. Während die Einnahmen weggebrochen sind, fallen die Kosten zum grossen Teil weiter an. Diese Unternehmen brauchen deshalb rasch finanzielle Mittel, um den Ausfall der Einnahmen zu überbrücken.

In der gegenwärtigen Situation ist allerdings die Grenze zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen bei vielen Firmen fließend. Damit die Banken nicht zögern, neue Kredite zu vergeben, legte die Schweizer Regierung ein Programm auf, über das sie Bürgschaften für Unternehmenskredite gewährt. Firmen können schnell und unbürokratisch solche garantierten Kredite bei ihrer Hausbank beantragen, und die Kredite werden bereits nach kurzer Prüfung bewilligt und ausbezahlt. Auch kleine Unternehmen, die bisher keine Kreditbeziehungen hatten, bekommen so schnell und zu sehr günstigen Konditionen Überbrückungskredite – mit einem Zins von 0% bei Kreditvolumen bis zu einer halben Million Franken. Innerhalb der ersten Woche nach Beginn des Programms hat jedes zehnte Schweizer Unternehmen einen solchen Kredit erhalten. Inzwischen sind es gut 20% aller Firmen in der Schweiz.

Die SNB bietet den Banken mittels einer neuen Fazilität die Möglichkeit, die von der Regierung verbürgten Kredite zu unserem Leitzins von gegenwärtig $-0,75\%$ zu refinanzieren. Die SNB-COVID-19-Refinanzierungsfazilität erhöht die Liquidität der Banken und ihre Kapazität, günstige Kredite zu vergeben. Damit das Kreditprogramm zur Milderung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie so schnell auf die Beine gestellt werden konnte, war eine enge Zusammenarbeit zwischen Regierung, Zentralbank und Privatsektor entscheidend.

Die Corona-Pandemie hat der Schweizer Geldpolitik nicht nur neue Herausforderungen gebracht, sondern auch ein altbekanntes Problem verschärft: den Aufwertungsdruck auf den

Franken. Hier waren in jüngster Zeit zwei Treiber entscheidend. Erstens drückte die geldpolitische Lockerung der grossen Zentralbanken über Wertpapierkäufe und Zinssenkungen die Renditen im Ausland nach unten. Dadurch ging die Zinsdifferenz zur Schweiz abermals zurück. Und zweitens führte die hohe Unsicherheit über den Wirtschaftsausblick zur Flucht in «sichere Häfen» wie den Franken. Daher bleibt unsere Kombination von Negativzins und Devisenmarktinterventionen notwendiger denn je. Wir haben deshalb in den letzten Monaten verstärkt am Devisenmarkt interveniert, um den Aufwertungsdruck auf den Franken abzuschwächen.

Fazit und Ausblick

Meine sehr geehrten Damen und Herren, ich hoffe, ich konnte Ihnen die besondere Situation etwas näherbringen, in der sich die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft befindet.

Unsere Erfahrungen unterstreichen, wie kleine Länder internationalen Entwicklungen ausgesetzt sind. Einflüsse aus dem Ausland erfordern immer wieder Anpassungen unserer Geldpolitik und manchmal auch schwierige Entscheidungen, die auf umfassenden Güterabwägungen beruhen. Im globalen Tiefzinsumfeld waren wir gezwungen, neue Instrumente zu finden, um die monetären Bedingungen angemessen zu gestalten. Negativzins und Devisenmarktinterventionen haben sich in unserem Fall bewährt. Die Erfahrung der Schweiz zeigt aber auch, dass die Geldpolitik in kleinen offenen Volkswirtschaften Störungen aus dem Ausland nicht immer vollständig absorbieren kann. Unsere Definition der Preisstabilität, die eine gewisse Flexibilität in der geldpolitischen Reaktion erlaubt, ist für unser Land deshalb essenziell.

Geld- und Fiskalpolitik haben sich in der Schweiz gut ergänzt, um die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie abzufedern. Gerade die Erfahrungen mit Corona verdeutlichen jedoch auch, wie wichtig eine klare Rollenverteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik ist. Die Geldpolitik ist kein Allheilmittel und darf keine fiskal- und strukturpolitischen Entscheide treffen. Die Verantwortung für diese Politikbereiche muss auch im Fall einer Krise wie der Corona-Pandemie bei der Regierung liegen.

Lassen Sie mich abschliessend noch etwas zum Ausblick sagen. Die wirtschaftliche Erholung wird Zeit brauchen. Daher sind eine expansive Geld- und Fiskalpolitik weiterhin erforderlich. Gleichzeitig wird der starke Anstieg der Neuverschuldung auch Länder wie die Schweiz, die mit tiefen Staatsschulden in die Krise gekommen sind, über Jahre hinaus beschäftigen. Längerfristig könnte die Inflation aufgrund der global zunehmenden Staatsschulden wieder steigen. Es wird dann eine Herausforderung sein, den richtigen Zeitpunkt und die richtige Geschwindigkeit für die Normalisierung der Geldpolitik zu finden, um die Preisstabilität sicherzustellen.

Unsicher ist, ob und in welchem Ausmass Corona zu bleibenden strukturellen Veränderungen in der Wirtschaft führen wird. Die Kreativität und Anpassungsfähigkeit der Unternehmen wird für die wirtschaftliche Erholung entscheidend sein. Die Strukturpolitik kann massgeblich dazu beitragen, über gute Rahmenbedingungen den Unternehmergeist zu fördern und so das

Potenzialwachstum zu erhöhen. Dies ist der beste Weg zurück zu einem nachhaltigen Wachstum und langfristig tragfähigen Staatsschulden. Beides ist eine Voraussetzung für breiten Wohlstand und soziale Stabilität.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.