



21. Dezember 2016

Geldpolitik

Bericht des Bundesrates in Erfüllung der Postulate:

Bischof (15.3091)

Rechsteiner (15.3367)

Bischof (15.4053)

Cramer (15.3208)

Zusammenfassung	4
1 Ausgangslage	5
2 Auftrag und Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank	6
2.1 Rechtlicher Rahmen	6
2.2 Auftrag und Aufgaben.....	6
2.2.1 Entwicklung der Kompetenzen der SNB	6
2.2.2 Gesamtinteresse des Landes	7
2.2.3 Gewährleistung der Preisstabilität.....	8
2.2.4 Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung	10
2.2.5 Kernaufgaben	10
2.2.6 Entwicklung der Kompetenzen seit 2003.....	12
2.3 Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht.....	14
2.3.1 Ausprägungen der Unabhängigkeit	14
2.3.2 Spannungsfeld zwischen Unabhängigkeit und demokratischer Legitimation	15
2.3.3 Rechenschaftspflicht	16
2.4 Fazit zu Auftrag und Unabhängigkeit	19
3 Grundlagen der Geld- und Währungspolitik in der Schweiz	21
3.1 Historischer Abriss	21
3.2 Grundsätze der Geldpolitik	23
3.2.1 Geldpolitisches Konzept der SNB.....	23
3.2.2 Berücksichtigung der Konjunktur	25
3.2.3 Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik	26
3.2.4 Geldpolitische Ziele im internationalen Vergleich.....	30
3.2.5 Geldpolitische Massnahmen.....	31
3.3 Eigenständige Geldpolitik in der Schweiz	33
3.3.1 Flexible Wechselkurse als Voraussetzung für eine eigenständige Geldpolitik.....	33
3.3.2 Begründung einer eigenständigen Geldpolitik	33
3.3.3 Bedeutung des Euro für die Schweizer Geldpolitik	35
3.3.4 Überbewertung des Frankens	36
3.3.5 Alternative Wechselkursregimes.....	37
3.4 Fazit zu Grundlagen der Geld- und Währungspolitik in der Schweiz ..	38
4 Institutionelle Regelung der Geldpolitik	40
4.1 Rechtsform der SNB	40
4.1.1 Spezialgesetzliche Aktiengesellschaft.....	40
4.1.2 Aufsicht und Mitwirkung des Bundes bei der Verwaltung	40
4.1.3 Fazit	41
4.2 Organisation der SNB	42
4.2.1 Die vier Organe der SNB	42
4.2.2 Innere Organisation der SNB	43
4.2.3 Fazit	44
4.3 Bankrat	44
4.3.1 Aufgaben	44
4.3.2 Zusammensetzung und Wahl	46
4.3.3 Neuregelungen im Organisationsreglement 2008, 2011 und 2016	46

Bericht zur Geldpolitik

4.3.4	Fazit	47
4.4	Direktorium	47
4.4.1	Aufgaben des Direktoriums.....	47
4.4.2	Geldpolitischer Entscheidungsprozess	49
4.4.3	Grösse und Zusammensetzung des Direktoriums	49
4.4.4	Wahl des Direktoriums.....	55
4.4.5	Fazit	57
4.5	Transparenz als Teil der Rechenschaftspflicht.....	58
4.5.1	Bedeutung der Transparenz für die Geldpolitik	58
4.5.2	Umsetzung der Rechenschaftspflicht durch die SNB	60
4.5.3	Die Veröffentlichung der Protokolle	60
4.5.4	Fazit	61
5	Auswirkungen der Negativzinsen.....	63
5.1	Ausgangslage: Weltweites Tiefzinsumfeld	63
5.2	Ausgestaltung des Negativzinses der SNB	64
5.3	Wirkung der Negativzinsen auf Finanzsektor und Volkswirtschaft	66
5.3.1	Beabsichtigte Wirkung	66
5.3.2	Nebenwirkungen der Negativzinsen.....	66
5.4	Wirkung der Negativzinsen auf verschiedene Akteure	67
5.4.1	Wirkung der Negativzinsen auf Sozial- und Vorsorgewerke.....	67
5.4.2	Wirkung der Negativzinsen auf Banken	71
5.4.3	Wirkung der Negativzinsen auf die Versicherungen.....	74
5.4.4	Wirkung der Negativzinsen auf Kleinsparer	76
5.4.5	Wirkung der Negativzinsen auf Wohneigentümer	77
5.4.6	Wirkung der Negativzinsen auf die Kantone	78
5.5	Fazit.....	79
6	Frankenstärke und Einkaufstourismus	80
6.1	Gründe für den Einkaufstourismus	80
6.2	Massnahmen.....	81
6.2.1	Bekämpfung der Hochpreisinsel Schweiz.....	81
6.2.2	Parallelimporte	82
6.2.3	Einschränkung der Steuerbefreiung von Exportwaren im Ausland	83
6.2.4	Senkung der Wertfreigrenze	83
6.2.5	Verstärkte Kontrollen an der Grenze.....	84
6.3	Fazit.....	84
7	Beilagen: Texte der Postulate	85

Zusammenfassung

Dieser Bericht fasst die Antworten auf mehrere parlamentarische Vorstösse zusammen, die 2015 zur Geldpolitik eingereicht wurden: die Postulate Bischof 15.3091 und 15.4053 zu den Negativzinsen und zur Governance der Schweizerischen Nationalbank, das Postulat Rechsteiner 15.3367 zur Rolle des Schweizerfrankens und das Postulat Cramer 15.3208 zur Frankenstärke und zum Einkaufstourismus.

Kapitel 2 beschreibt das rechtliche Mandat der Schweizerischen Nationalbank (SNB), das heisst die Führung einer Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes, die Gewährleistung der Preisstabilität und die Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung. Die Kompetenzen der SNB sowie ihre Entwicklung ab dem Jahr 2000 werden ebenfalls erläutert. Danach wird auf die Bedeutung der Unabhängigkeit der SNB und ihres Gegengewichts, der Rechenschaftspflicht gegenüber Bundesrat, Parlament und Öffentlichkeit, eingegangen.

Kapitel 3 beschäftigt sich mit den Grundlagen der Geld- und Währungspolitik der Schweiz. Nach einem kurzen historischen Abriss legt der Bericht das geldpolitische Konzept der SNB dar und erklärt die konventionellen und unkonventionellen Massnahmen, welche die SNB zur Erreichung ihrer geldpolitischen Zielsetzungen ergreift. Anschliessend wird die Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik der Schweiz, insbesondere im Hinblick auf die Situation unseres Landes als kleine offene Volkswirtschaft, im Detail beleuchtet. Schliesslich werden die Grundsätze und die Begründung einer eigenständigen Geldpolitik ebenso wie die Bedeutung des Euro für die Geldpolitik der Schweiz und die Überbewertung des Frankens behandelt. Der Bericht stellt fest, dass das von der SNB im Jahr 2000 eingeführte geldpolitische Konzept effizient und flexibel genug ist, um verschiedene Situationen wie etwa eine Finanzkrise oder eine rasche Aufwertung des Frankens zu bewältigen.

Im Fokus von Kapitel 4 stehen alle institutionellen Aspekte im Zusammenhang mit der SNB: Rechtsform, Organisation, Bankrat, Direktorium und Transparenz. Fragen im Zusammenhang mit der Grösse des Direktoriums und der Transparenz werden ausführlicher behandelt, namentlich im internationalen Vergleich und mit Blick auf die wissenschaftliche Literatur. Der Bundesrat kommt zum Schluss, dass sich der institutionelle Rahmen der SNB bewährt hat und eine Änderung nicht notwendig ist.

Kapitel 5 beschäftigt sich mit den Negativzinsen: ihrer Ausgestaltung, ihrer Zielsetzung und ihren Auswirkungen auf verschiedene Akteure wie etwa die Pensionskassen und Banken. Mit den Negativzinsen soll der Druck auf den Franken abgeschwächt und wieder eine positive Inflation erreicht werden. Der Bericht zeigt auf, dass die aktuellen Schwierigkeiten einzelner Akteure eher auf das Tiefzinsumfeld als auf die von der SNB eingeführten Negativzinsen zurückzuführen sind. Allfällige Ausnahmen bei den Negativzinsen würden einen Präzedenzfall schaffen, der die Handlungsfähigkeit der Nationalbank gefährden könnte.

Die Problematik des Einkaufstourismus im Zusammenhang mit der Frankenstärke ist das Thema von Kapitel 6. Hier werden verschiedene mögliche Massnahmen zur Linderung dieses Problems untersucht.

1 Ausgangslage

Im Anschluss an die Aufhebung des Euro-Mindestkurses am 15. Januar 2015 wurden zahlreiche parlamentarische Vorstösse zur Geldpolitik und ihren Auswirkungen im Allgemeinen sowie zur Schweizerischen Nationalbank (SNB) im Besonderen eingereicht. Darunter vier Postulate, die vom Ständerat angenommen wurden (Wortlaut der Postulate vgl. Kapitel 7). Im Postulat Bischof 15.3091 wird verlangt, die Folgen der von der SNB eingeführten Negativzinsen für verschiedene Akteure wie Pensionskassen, Kleinsparerinnen und Kleinsparer oder Kantone darzulegen. Im Postulat Rechsteiner 15.3367 wird ein Bericht zum Schweizerfranken und zu seiner gegenwärtigen und zukünftigen volkswirtschaftlichen Funktion gefordert. Nach Meinung des Verfassers steht der Franken aktuell vor grossen Herausforderungen, weshalb der rechtliche Rahmen der Geldpolitik im Hinblick auf das veränderte Umfeld zu überprüfen sei. Im Postulat Bischof 15.4053 wird der Wunsch geäussert, dass die Governance der SNB (Kompetenzen, Direktorium, Kommunikation usw.) analysiert und bei Bedarf angepasst wird. Schliesslich beauftragt das Postulat Cramer 15.3208 den Bundesrat, die Zweckmässigkeit eines Massnahmenplans zur wirksamen Bekämpfung des Einkaufstourismus zu prüfen. Zusätzlich wurde 2015 eine parlamentarische Initiative (Pa. Iv.) eingereicht: 15.401 Direktorium der Schweizerischen Nationalbank. Vergrösserung des Organs und Wahl durch die Bundesversammlung (T. Minder). Das EFD wurde von der zuständigen Kommission mit einer Vorprüfung der in dieser Pa. Iv. behandelten Fragestellungen (Grösse und Wahlmodalitäten des Direktoriums der SNB) beauftragt. Da es in allen diesen Postulaten um ähnliche und zusammenhängende Fragestellungen geht, wurde beschlossen, die Antworten in einem einzigen, umfassenden und detaillierten Bericht zur Geldpolitik zusammenzufassen.

Der vorliegende Bericht umfasst fünf Hauptkapitel. Kapitel 2 beschreibt den gegenwärtigen Auftrag der SNB und ihre Rolle als unabhängige Institution. Kapitel 3 analysiert die Grundlagen der Geld- und Währungspolitik in der Schweiz. Der institutionelle Rahmen der Geldpolitik ebenso wie seine Angemessenheit sind Gegenstand von Kapitel 4. Kapitel 5 befasst sich mit den Zielen und Auswirkungen der Negativzinsen. Die Problematik des Einkaufstourismus im Zusammenhang mit der Frankenstärke wird in Kapitel 6 behandelt. Jedes Kapitel enthält ein Fazit zu den jeweiligen Fragestellungen.

2 Auftrag und Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank

2.1 Rechtlicher Rahmen

Das Mandat der SNB wird auf Verfassungs- und Gesetzesstufe definiert. So führt die SNB gemäss Artikel 99 Absatz 2 Bundesverfassung (BV¹) «als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient», wobei sie unter «Mitwirkung und Aufsicht des Bundes verwaltet» wird. Dieser verfassungsrechtliche Auftrag wird auf Gesetzesstufe weiter konkretisiert, indem das Nationalbankgesetz (NBG²) festhält, dass die SNB Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung gewährleistet (Art. 5 NBG). In diesem Rahmen entscheidet das Direktorium der SNB autonom über den Einsatz des gesamten Spektrums der zur Verfügung stehenden geld- und währungspolitischen Instrumente. Die SNB hat einen klaren verfassungsrechtlichen Auftrag, welcher gleichzeitig den Rahmen ihrer Tätigkeiten absteckt.

Die Unabhängigkeit der SNB wird im NBG dahingehend konkretisiert, dass die SNB und die Mitglieder ihrer Organe bei der Wahrnehmung der Geld- und Währungspolitik «weder vom Bundesrat noch von der Bundesversammlung oder von anderen Stellen Weisungen einholen oder entgegennehmen» dürfen (Art. 6 NBG). In engem Zusammenhang mit der Unabhängigkeit der SNB steht die Rechenschaftspflicht (Art. 7 NBG), welche der Gesetzgeber als Gegengewicht zur Unabhängigkeit verstanden hat.³ Bundesrat und Nationalbank unterrichten einander vor Entscheidungen von wesentlicher wirtschaftspolitischer und monetärer Bedeutung, um über die jeweiligen Absichten informiert zu sein. Die Entscheidungsautonomie der SNB wird dadurch nicht beschränkt.

2.2 Auftrag und Aufgaben

2.2.1 Entwicklung der Kompetenzen der SNB

Die Aufgaben der SNB haben sich seit ihrer Gründung im Jahre 1907 tiefgreifend gewandelt. Zu Beginn standen für die SNB eher technische Aufgaben wie die ausreichende Versorgung der schweizerischen Volkswirtschaft mit Banknoten und die Förderung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs mit ihrem Girossystem im Vordergrund. Die Stabilität des Geldwertes wurde vorab durch die Bindung des Schweizerfrankens an das Gold sichergestellt. Im Fixkurs-System von Bretton-Woods musste die SNB nach einem vorgegebenen Mechanismus US-Dollars kaufen und verkaufen, um die Parität des Schweizerfrankens zu wahren.

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973 erhielt die SNB erstmals die Möglichkeit, die Zinssätze und indirekt die kurzfristige Entwicklung der

¹ SR 101

² SR 951.11.

³ Botschaft 02.050 über die Revision des Nationalbankgesetzes vom 26. Juni 2002, 6190.

Bericht zur Geldpolitik

Wirtschaft innerhalb ihres gesetzlichen Auftrages zu steuern. Dadurch nahm die geldpolitische Autonomie der SNB wesentlich zu. Die Pflicht zur Gewährleistung der Preisstabilität diente als Ersatz für die formelle Aufhebung der Goldbindung des Schweizerfrankens.⁴ Insgesamt wandelten sich die Aufgaben von einer technischen, regelbestimmten, bankgeschäftlichen Tätigkeit hin zu einem geld- und wirtschaftspolitischen Auftrag. Ihr Ermessensspielraum und damit ihre Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit nahmen zu.⁵

Im Brennpunkt des Interesses standen bei der Totalrevision des NBG 2003 der Auftrag und die Aufgaben der SNB. Es galt, die Begriffe in Artikel 99 Absatz 2 BV auf Gesetzesstufe zu präzisieren. In Bezug auf die Umsetzung des Auftrags der SNB auf Gesetzesstufe schlug die damals eingesetzte Expertengruppe vor, den Vorrang der Preisstabilität gesetzlich zu verankern, die SNB jedoch auch zur Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung zu verpflichten. In der Vernehmlassung und in der parlamentarischen Beratung bildeten sich klare politische Fronten heraus. Während sich die linken Parteien und die Gewerkschaften für den gleichwertigen Einbezug der Ziele Vollbeschäftigung und ausgewogenes Wirtschaftswachstum neben dem Ziel der Preisstabilität einsetzten, wollten FDP, SVP und economiesuisse die Vorrangigkeit des Ziels der Preisstabilität noch stärker hervorheben und den Begriff des Gesamtinteresses weglassen. Eine Mehrheit der Kantone, CVP, Gewerbeverband, Bankiervereinigung sowie die SNB selbst unterstützten die vom Bundesrat vertretene Formulierung. Schliesslich setzte sich der Kompromissvorschlag des Bundesrats mit deutlicher Mehrheit durch. Er wurde nur leicht angepasst: Gemäss Vorentwurf der Expertengruppe und des Bundesrats sollte die SNB die konjunkturelle Entwicklung «beobachten»; in der definitiven Fassung soll sie sie «berücksichtigen», wobei sich die SNB in ihrer Geld- und Währungspolitik vom Gesamtinteresse des Landes leiten zu lassen hat.

2.2.2 Gesamtinteresse des Landes

Der Begriff «Gesamtinteresse des Landes» wird sowohl in der Verfassung wie im NBG erwähnt.

Gemäss Botschaft des Bundesrats ist der Begriff Gesamtinteresse in Bezug auf die Geld- und Währungspolitik wie folgt auszulegen: Die SNB muss ihre Geld- und Währungspolitik auf die Bedürfnisse der schweizerischen Volkswirtschaft als Ganzes ausrichten und sorgt für optimale monetäre Rahmenbedingungen für die Wirtschaft. Sie darf dabei nicht auf die Probleme einzelner Regionen oder Branchen Rücksicht nehmen. Die Formulierung weist auf die wirtschaftspolitische Gesamtverantwortung der SNB hin und verdeutlicht die Einbindung der Geldpolitik in die allgemeine Wirtschaftspolitik des Bundes (Art. 100 BV).⁶ Mit dieser Formulierung wird zudem verdeutlicht, dass die SNB allfällige Zielkonflikte zwischen der Preisstabilität und der Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung möglichst im Gesamtinteresse des Landes lösen muss. Mit Bezug auf den Wirtschaftsartikel spielen eine stabile Konjunktur und Beschäftigung eine erhebliche Rolle. Die SNB muss zudem die längerfristigen Auswirkungen ihrer Entscheidungen auf das Gesamtinteresse

⁴ Botschaft (2002), 6180.

⁵ Botschaft (2002), 6116.

⁶ Botschaft (2002), 6179.

des Landes berücksichtigen und ihre Handlungsmöglichkeiten realistisch einschätzen, wenn es zu grossen Verwerfungen auf den internationalen Märkten kommt.

2.2.3 Gewährleistung der Preisstabilität

Gemäss Gesetz muss die Nationalbank als vorrangiges Ziel die Preisstabilität gewährleisten und dabei die Konjunktur berücksichtigen. Innerhalb dieses gesetzlichen Rahmens definiert die SNB, was sie unter Preisstabilität versteht (vgl. Ziffer 3.2.1). Preisstabilität ist eine wichtige Voraussetzung für nachhaltiges Wirtschaftswachstum und Wohlstand. Sowohl Inflation (ein anhaltender Anstieg des Preisniveaus) als auch Deflation (ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus) beeinträchtigen die Entwicklung der Wirtschaft. Sie erschweren die Entscheide von Konsumenten und Produzenten beim Einsatz von Arbeit sowie Kapital und können zu Umverteilungen von Einkommen führen. Mit ihrem Streben nach Preisstabilität trägt die SNB zu Rahmenbedingungen bei, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial auszuschöpfen. Die Geldpolitik zielt dabei auf mittel- und langfristige Preisstabilität ab.

Die Verpflichtung der SNB auf die Gewährleistung von Preisstabilität als vorrangiges Ziel ist sinnvoll, weil anhaltende Inflation oder Deflation die Folge einer Fehlentwicklung in der Geldversorgung sein können, und letztere massgeblich durch die SNB beeinflusst wird. Die Stabilisierung der Preise geht meistens auch mit einer Stabilisierung der Konjunktur einher.

In der kurzen Frist können Preisbewegungen auftreten, welche die SNB nur beschränkt zu beeinflussen vermag. Dazu gehören extreme Wechselkursbewegungen sowie starke Bewegungen des Erdölpreises. Seit der letzten Finanzkrise haben diese Faktoren dämpfend auf die Preisentwicklung eingewirkt. Die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft ist Schwankungen des Preisniveaus infolge von Wechselkursveränderungen besonders stark ausgesetzt. Die SNB kann solche vorübergehenden Einflussfaktoren nicht immer vollständig ausgleichen. Eine vorausschauende Geldpolitik muss sich daher vielmehr darauf konzentrieren, die Teuerung über die mittlere Frist wieder in den Bereich der Preisstabilität zu führen. Die mittel- bis langfristige Orientierung gibt der Nationalbank auch den nötigen Spielraum, um die Wirkungen der Geldpolitik auf die konjunkturelle Entwicklung zu berücksichtigen. Eine zu rasche Bekämpfung der Inflation kann auf dem Arbeitsmarkt unerwünschte Auswirkungen haben, die Verpflichtung auf die mittel- bis langfristige Einhaltung der Preisstabilität erlaubt der SNB in solchen Situationen, die Teuerung in kleinen Schritten zu bekämpfen.

Kasten 1: Inflation und Deflation

Die Inflation ist problematisch, weil sie Kosten verursacht. Dazu gehören erstens die Kosten einer erwarteten Inflation: (i) Transaktions- oder Anpassungskosten, beispielsweise, weil die Angaben auf Menükarten oder Etiketten häufig an die steigenden Preise angepasst werden müssen; (ii) die Kosten einer hohen Variabilität: je höher die Inflationsrate ist, desto grösser sind auch die Schwankungen bei den relativen Preisen; (iii) die Kosten im Zusammenhang mit Steuergesetzen, welche die Inflation nicht berücksichtigen (kalte Progression); (iv) die Kosten des Verlusts einer Referenzgrösse (dem Wert der Währung). Zweitens gibt es auch Kosten in Verbindung mit der unerwarteten Inflation, die gefährlicher sind als jene einer erwarteten Inflation. Zum einen verursacht die unerwartete Inflation eine Umverteilung zwischen den Individuen. Ist die Inflation beispielsweise stärker als erwartet, gewinnen die Schuldnerinnen und Schuldner und verlieren die Gläubigerinnen und Gläubiger, weil erstere ihre Darlehen mit Geld zurückzahlen, das weniger wert ist. Die Sparerinnen und Sparer stehen diesbezüglich ebenfalls auf der Verliererseite. Zum andern hat eine unerwartete Inflation Auswirkungen auf nicht-indexierte Renten an Individuen, deren Kaufkraft in der Folge sinkt.

Ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, die Deflation, kann ebenfalls schädliche Auswirkungen haben. Die Deflation kann eine Abwärtsspirale in Gang setzen, die eine Rezession hervorrufen oder verstärken kann, deren Überwindung vor allem aufgrund folgender Mechanismen sehr schwierig ist: Erstens schieben die Haushalte, die mit einer anhaltenden Preissenkung rechnen, ihre Einkäufe auf und tragen dadurch zu einer sinkenden Nachfrage bei den Unternehmen bei. Diese wiederum erwarten sinkende Gewinne, drosseln deshalb ihre Produktion und tragen so zur Erhöhung der Arbeitslosigkeit, einer Senkung der Löhne und einer Verminderung des verfügbaren Einkommens der Haushalte bei. Diese wiederum wirkt sich negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung aus. Zweitens erhöht die Deflation automatisch die realen Kosten der Verschuldung und verschlechtert die Situation der Kreditnehmerinnen und Kreditnehmer – sowohl der Unternehmen, die weniger investieren, als auch der Haushalte, die tendenziell mehr sparen, weniger konsumieren und damit die Nachfrage bei den Unternehmen dämpfen. Die Deflation kann eine Zahlungsunfähigkeit der Schuldnerinnen und Schuldner zur Folge haben. Somit führt Deflation, ebenso wie Inflation, zu einer unerwünschten Umverteilung und zu einer Preisverzerrung, was ihre korrekte Einschätzung durch die Wirtschaftsakteure erschwert.

2.2.4 Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung

Die SNB hat die Pflicht, bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses auf die Konjunkturlage Rücksicht zu nehmen.⁷ Dabei hat die SNB allfällige Konflikte zwischen dem Ziel der Preisstabilität und der Beachtung der konjunkturellen Entwicklung im Gesamtinteresse des Landes (Art. 5 Abs. 1 NBG) zu lösen.⁸ Dies bedeutet, dass die SNB die Geldpolitik so dosieren muss, dass die Preisstabilität mittel- bis langfristig gewährleistet ist. Beim Streben nach Preisstabilität verfügt sie damit über genügend Spielraum, um die Entwicklung der Produktion und Beschäftigung zu berücksichtigen.

Es ist unbestritten, dass die Geldpolitik die wirtschaftliche Entwicklung in der kurzen Frist beeinflussen kann. Die Stabilisierung der Konjunktur ist wichtig, weil sie sich direkt auf die Beschäftigung und die Arbeitslosigkeit auswirkt. Zudem können so langfristig Kosten auf dem Arbeitsmarkt und im Bereich der Sozialversicherungen gespart werden. Die Stabilisierung der Konjunktur ist umso wichtiger in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft, in der die Möglichkeiten der Geldpolitik zur Beeinflussung der Konjunktur begrenzt sind. Die Geldpolitik vermag die konjunkturellen Schwankungen allerdings nicht vollständig auszugleichen.

2.2.5 Kernaufgaben

Das verfassungsrechtliche Mandat der SNB wird in Artikel 5 NBG näher umschrieben. Neben dem eigentlichen notenbankrechtlichen Auftrag in Absatz 1 werden in Absatz 2 die einzelnen geld- und währungspolitischen Kernaufgaben der SNB aufgeführt, mit welchen der notenbankrechtliche Auftrag konkretisiert wird.

Liquiditätsversorgung: Die SNB muss den Geldmarkt mit Schweizerfranken versorgen. Die Instrumente und Verfahren, welche die SNB zur Versorgung des Schweizerfranken-Geldmarkts mit Liquidität einsetzt, sind in den Geldpolitischen Richtlinien der SNB⁹ geregelt, welche vom Direktorium erlassen werden (Art. 18 Abs. 2 Bst. b Organisationsreglement). Bestandteil der Liquiditätsversorgung ist die Rolle der SNB als Kreditgeberin in letzter Instanz (Lender of Last Resort) in Krisensituationen, in denen die SNB einer systemrelevanten Bank unter bestimmten Voraussetzungen zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen kann, so wie dies beim Massnahmenpaket für die UBS AG 2008 der Fall war.

Bargeldversorgung: Die SNB gewährleistet die Bargeldversorgung in der Schweiz. Die SNB verfügt über das ausschliessliche Recht zur Ausgabe von Banknoten in der Schweiz. Die Einzelheiten werden in den Artikeln 7-9 des Bundesgesetzes über die Währung und Zahlungsmittel¹⁰ geregelt. Im Auftrag des Bundes nimmt sie auch die Verteilung der Münzen wahr.

Bargeldlose Zahlungssysteme: Das NBG verpflichtet die SNB, das Funktionieren bargeldloser Zahlungssysteme zu erleichtern und zu sichern. Der SNB kommt eine zentrale Rolle im bargeldlosen Zahlungsverkehr in der Schweiz zu. Die SNB agiert

⁷ Botschaft (2002), 6098, 6107.

⁸ Botschaft (2002), 6179.

⁹ Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank über das geldpolitische Instrumentarium vom 25. März 2004.

¹⁰ SR 941.10.

Bericht zur Geldpolitik

als Systemmanagerin und Überwacherin des Schweizer Interbanken-Zahlungssystems, des Swiss Interbank Clearing (SIC). Die Zahlungen werden im SIC über die Girokonten der SNB abgewickelt.

Verwaltung der Währungsreserven: Weiter überträgt das NBG der SNB die Aufgabe, die Währungsreserven zu verwalten. Gemäss Artikel 99 Absatz 3 der Bundesverfassung hält sie einen Teil davon in Gold. Die Aktiven der SNB erfüllen wichtige geld- und währungspolitische Funktionen. Sie bestehen neben Gold vorwiegend aus Anlagen in Fremdwährungen sowie zu einem kleinen Teil aus Aktiven in Schweizerfranken. Ihre Höhe und Zusammensetzung wird durch die geltende Währungsordnung und die Bedürfnisse der Geldpolitik bestimmt. Die Anlage der Aktiven untersteht dem Primat der Geld- und Währungspolitik, beruht auf einer umfassenden Risiko- und Ertragsanalyse und erfolgt nach den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag. Die Nationalbank investiert ihre Währungsreserven vorwiegend in Anleihen; seit 2005 auch in Aktien. Dabei sieht sich die Nationalbank nicht als strategische Investorin. Sie beschloss im Jahr 2013, «nicht in Aktien von Unternehmen zu investieren, die international geächtete Waffen produzieren, grundlegende Menschenrechte massiv verletzen oder systematisch gravierende Umweltschäden verursachen».¹¹ Die Grundsätze der Anlagepolitik, die Anlageinstrumente sowie der Anlage- und Risikokontrollprozess sind in den Anlagepolitischen Richtlinien¹², die durch das Direktorium erlassen werden, detailliert beschrieben (Art. 18 Abs. 2 Bst. c Organisationsreglement). Die Anlagerenditen der Währungsreserven und der Frankenanlagen werden durch die SNB publiziert.

Beitrag zur Finanzstabilität: Das Nationalbankgesetz überträgt der SNB weiter die Aufgabe, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen. Zu diesem Zweck analysiert sie die Entwicklungen an den Finanzmärkten und im Bereich der Finanzmarktinfrastrukturen. Die SNB nimmt ihre Aufgabe wahr, indem sie zum einen geeignete Rahmenbedingungen schafft, damit die Grundpfeiler des Finanzsystems (Währung, Banken, Finanzmarktinfrastrukturen) robust aufgestellt sind und Schocks absorbieren können. Zum anderen überwacht sie diejenigen Finanzmarktstrukturen, die für das Funktionieren des Finanzsystems bedeutsam sind (Art. 19-21 NBG, Art. 22 ff. FinfraG). Die Aufgabe umfasst auch die Pflicht, im Fall einer Systemkrise alle notwendigen Massnahmen zu treffen, um die Funktionsfähigkeit des Systems als Ganzes zu schützen. Zur Erfüllung ihrer Aufgabe wirkt die SNB auf nationaler Ebene zusammen mit dem Bund und der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) bei Reformprojekten mit. Zudem ist sie auf internationaler Ebene permanent im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) und im Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPMI) der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) vertreten und arbeitet in verschiedenen internationalen Arbeitsgruppen mit, die sich mit Fragen der Finanzstabilität auseinandersetzen (z.B. dem Financial Stability Board (FSB)). Schliesslich zählt die Funktion der SNB als Lender of Last Resort auch zu ihren Aufgaben im Bereich Stabilisierung des Finanzsystems. Die Zusammenarbeit der SNB und der FINMA im Bereich Finanzstabilität ist in einem Memorandum of Understanding (MoU) aus dem Jahr 2007 geregelt. Die FINMA ist schwerpunktmässig für die Beaufsichtigung der Marktteilnehmer verantwortlich (Institutsaufsicht, mikroprudenzielle Regulierung), während der Fokus der SNB auf der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems (Systemaufsicht, makroprudenzielle Regulierung) liegt.

¹¹ SNB, Geschäftsbericht 2013, S. 15 und 64

¹² Richtlinien der Schweizerischen Nationalbank für die Anlagepolitik vom 27. Mai 2004.

Bericht zur Geldpolitik

Artikel 5 NBG sieht noch zwei weitere Aufgaben der SNB vor: Mitwirkung bei der internationalen Währungs Kooperation zusammen mit dem Bundesrat und Bankdienstleistungen für den Bund.

Um diese Kernaufgaben erfüllen zu können, hat der Gesetzgeber der SNB eine Reihe von rechtsgeschäftlichen und hoheitlichen Instrumenten zur Verfügung gestellt. In diesem Rahmen entscheidet das Direktorium autonom über den Einsatz des gesamten Spektrums der zur Verfügung stehenden geld- und währungspolitischen Instrumente.¹³ Die rechtsgeschäftlichen Instrumente werden in Artikel 9 ff. NBG geregelt; die hoheitlichen Instrumente finden sich in den Artikel 14 ff. (Statistik), Artikel 17 ff. (Mindestreserven) und Artikel 19 ff. (Überwachung). Bei der Totalrevision des NBG 2003 wurde die detaillierte Auflistung aller zur Verfügung stehenden Geschäftsarten bewusst aufgegeben und durch einen flexiblen und offenen Katalog rechtsgeschäftlicher Instrumente ersetzt, der sich funktionell an den Kernaufgaben der SNB orientiert.¹⁴ Gemäss Botschaft sollte damit der rechtsgeschäftliche Handlungsspielraum der SNB so erweitert werden, dass die SNB «an den dynamisch sich wandelnden Finanzmärkten ihre Aufgaben optimal erfüllen kann», ohne dass bei neuen Entwicklungen jedes Mal eine Gesetzesrevision notwendig wird.¹⁵ Um dem Ermessensspielraum, welcher der SNB mit der flexiblen Umschreibung der Instrumente zugestanden wird, Rechnung zu tragen, hat die SNB in den Geldpolitischen Richtlinien und in den Anlagepolitischen Richtlinien festgelegt, wie sie die zur Verfügung stehenden Instrumente einzusetzen gedenkt. Auch wenn diese Richtlinien durch das Direktorium jederzeit rasch geändert werden können, so auferlegt sich die SNB damit doch eine gewisse Selbstbindung, indem die Führung der Geld- und Währungspolitik transparent gemacht wird.¹⁶

2.2.6 Entwicklung der Kompetenzen seit 2003

Die Kernaufgaben der SNB haben sich seit der Totalrevision des NBG 2003 nicht verändert, jedoch sind einzelne neue Kompetenzen hinzugekommen:

Too Big To Fail: Im Nachgang zur Finanzkrise von 2008 wurden 2011 neue Anforderungen für systemrelevante Banken ins Bankengesetz aufgenommen.¹⁷ SNB und FINMA teilen sich die Zuständigkeiten in diesem Bereich: Die SNB bezeichnet die systemrelevanten Banken und deren systemrelevante Funktionen (Art. 8 Abs. 3 BankG), während die FINMA die besonderen Anforderungen an die einzelnen Banken festlegt (Art. 10 Abs. 1 BankG). So wurden in den vergangenen Jahren die beiden Schweizer Grossbanken UBS AG und Credit Suisse Group AG sowie die Zürcher Kantonalbank, die Raiffeisen Gruppe und die PostFinance AG von der SNB für systemrelevant erklärt. Die Zuweisung der Kompetenz an die SNB stützte sich explizit auf die gesetzliche Aufgabe der SNB, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen sowie auf die Funktion der SNB als Lender of Last Resort, welche eng mit der

¹³ Botschaft (2002), 6127.

¹⁴ KUHN, in: Festschrift 1907-2007, S. 543.

¹⁵ Botschaft (2002), 6194.

¹⁶ KUHN, in: Festschrift 1907-2007, S. 542 ff.

¹⁷ Bundesgesetz vom 30. September 2011 (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor), BB1 2011 4717.

Definition der Systemrelevanz verbunden ist, da ausserordentliche Liquiditätshilfe nur systemrelevanten Banken gewährt werden kann.¹⁸

Antizyklischer Kapitalpuffer: Seit Juli 2012 kann der Bundesrat auf Antrag der SNB den antizyklischen Kapitalpuffer (AZP) gemäss Artikel 44 der Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effekthändler (Eigenmittelverordnung, ERV) aktivieren. Dieser Kapitalpuffer soll einerseits den Bankensektor vor den Folgen exzessiven Kreditwachstums schützen, indem er dessen Fähigkeit, Verluste zu absorbieren, stärkt. Andererseits reduziert er die Attraktivität der Kreditvergabe und wirkt so dem Aufbau von Ungleichgewichten entgegen. Der Kapitalpuffer wird nur bei Anzeichen eines Aufbaus von Fehlentwicklungen aktiviert, ist eine wichtige Komponente des Basel-III-Regelwerks und wird in den nächsten Jahren in den meisten Ländern eingeführt. Bevor die SNB sich entscheidet, dem Bundesrat einen offiziellen Antrag zu stellen, konsultiert sie gemäss Artikel 44 ERV die FINMA betreffend deren Einschätzung der Situation. Der Bundesrat fällt daraufhin den Entscheid hinsichtlich Aktivierung, Anpassung oder Deaktivierung sowie über Höhe und Umsetzungsfrist des Kapitalpuffers. Die FINMA ihrerseits überwacht die Umsetzung des Kapitalpuffers auf der Ebene der einzelnen Banken. Diese Anforderungen können entweder alle risikogewichteten Aktiven betreffen (breiter AZP) oder nur einen Teil der Aktiven, beispielsweise Hypothekarkredite, welche im Umfang ihrer entsprechenden Risikogewichtung unterlegt werden müssen (sektorieller AZP). Die SNB beantragte Anfang 2013 und 2014 jeweils die erstmalige Aktivierung beziehungsweise Erhöhung eines sektoriellen AZP auf zunächst 1 Prozent, dann 2 Prozent der grundpfandgesicherten risikogewichteten Positionen der Banken (Hypotheken). Der Bundesrat ist beiden Anträgen der SNB gefolgt. Der AZP wurde bislang nur sektoriell aktiviert, weil damit gezielt Gegensteuer zu Entwicklungen auf dem Hypothekarmarkt gegeben werden sollte. Ein breiter gefasster AZP hätte auch die Eigenmittelunterlegung anderer Kredite, insbesondere Unternehmenskredite, betroffen. Darauf wurde bislang verzichtet.

Makroprudenzielles Auskunftsrecht: Nach geltendem Recht kann die SNB bei Finanzmarktteilnehmern statistische Daten nach Artikel 14 ff. NBG erheben. Diese Informationen sind für das makroprudenzielle Monitoring des Finanzmarktes wichtig, aber nicht ausreichend. Die Erfahrungen insbesondere während der Finanzmarktkrise haben gezeigt, dass die SNB quantitative, aber nicht standardisierte Informationen über die Exposition der Banken gegenüber bestimmten Risikofaktoren im Umfeld oder über ihre Widerstandsfähigkeit, wie sie in Stresstests zum Ausdruck kommt, benötigt. Ebenso benötigt die SNB für ihr Monitoring des Bankensektors zusätzlich qualitative Informationen, beispielsweise die Einschätzung der Banken hinsichtlich bestimmter Entwicklungen in deren Umfeld. Mit der Teilrevision des NBG 2015 wurde deshalb eine neue Bestimmung (Art. 16a) ins NBG eingefügt, welche die SNB ermächtigt, gegenüber den Finanzmarktteilnehmern zusätzlich auch Auskünfte und Unterlagen «nicht-statistischer» Natur zu verlangen, soweit sie diese für die Erfüllung ihres gesetzlichen Auftrags benötigt.

¹⁸ Botschaft zur Änderung des Bankengesetzes (Stärkung der Stabilität im Finanzsektor; too big to fail) vom 20. April 2011 (BBl 2011 4717, 4746).

2.3 Unabhängigkeit und Rechenschaftspflicht

2.3.1 Ausprägungen der Unabhängigkeit

Anlässlich der Totalrevision der Bundesverfassung im Jahre 1998 entschied sich der Verfassungsgeber, die Unabhängigkeit der SNB in der Verfassung ausdrücklich zu verankern. Damit sollte die Stellung der Notenbank als eigenständiges Organ des Bundes zur Führung der Geld- und Währungspolitik grundsätzlich gesichert werden.¹⁹

Allgemein werden vier Ausprägungen der Unabhängigkeit unterschieden: institutionelle, funktionelle, finanzielle und personelle Unabhängigkeit. Diese vier Aspekte der Unabhängigkeit haben ihren Niederschlag im NBG gefunden.²⁰

Die *institutionelle Unabhängigkeit* wird durch die eigene Rechtspersönlichkeit und Organisation der SNB gesichert. Damit wird sichergestellt, dass der Staat die geld- und währungspolitischen Entscheidungen nicht beeinflusst oder das Vermögen der SNB nicht für notenbankfremde Aufgaben verwendet. Verschiedene Rechtsformen wären grundsätzlich möglich, wobei der Gesetzgeber entschieden hat, dass die Rechtsform der spezialgesetzlichen Aktiengesellschaft (Art. 1 Abs. 1 NBG) die Unabhängigkeit der SNB am besten gewährleistet.²¹

Die *funktionelle Unabhängigkeit* der SNB wird im NBG dahingehend konkretisiert, dass die SNB und die Mitglieder ihrer Organe bei der Wahrnehmung der Geld- und Währungspolitik «weder vom Bundesrat noch von der Bundesversammlung oder von anderen Stellen Weisungen einholen oder entgegennehmen» dürfen (Art. 6 NBG). Damit wird sichergestellt, dass die SNB bei der Erfüllung ihrer Kernaufgaben frei von Einflüssen der oftmals an kurzfristigen Zielen orientierten Politik ist.

Die *finanzielle Unabhängigkeit* beinhaltet zum einen die Budget- und Finanzautonomie der SNB, die es ihr erlauben, die zur Erfüllung ihres Auftrags notwendigen Ressourcen optimal bereitzustellen. So legt der Bankrat unter anderem das Entschädigungsreglement für die Aufsichts- und Leitungsorgane der SNB und das Gehaltsreglement der SNB fest (Art. 42 Abs. 2 Bst. j und k NBG). Zum anderen beinhaltet die finanzielle Unabhängigkeit das formelle Verbot, dem Bund Kredite oder Überziehungsfazilitäten zu gewähren und staatliche Schuldtitel aus Emissionen zu erwerben (Art. 11 Abs. 2 NBG). Damit soll verhindert werden, dass der Staat auf die Notenpresse zurückgreift, um seine Schulden zu begleichen.

Die *personelle Unabhängigkeit* wird durch die feste Amtszeit der Mitglieder der Leitungsorgane (6 Jahre) und die stark eingeschränkte Abberufungsmöglichkeit gewährleistet. So kann der Bundesrat ein Bankratsmitglied oder ein Mitglied des Direktoriums oder einen Stellvertreter während der Amtsdauer nur abberufen, wenn die betreffende Person die Voraussetzungen für die Amtsausübung nicht mehr erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat (Art. 41 Abs. 3 und Art. 45 Abs. 1 NBG). Damit wird sichergestellt, dass die Leitungsorgane, allen voran das Direktorium, bei ihren Entscheidungen frei von jeder politischen Einflussnahme agieren können und

¹⁹ Botschaft (2002), S. 6107.

²⁰ Botschaft (2002), 6107 ff.

²¹ «Das neue Nationalbankgesetz», Bericht und Entwurf der Expertengruppe Reform der Währungsordnung vom 16. März 2001, S. 26 f.

keine Abberufung aufgrund von Meinungsverschiedenheiten mit dem Bundesrat riskieren müssen.

2.3.2 Spannungsfeld zwischen Unabhängigkeit und demokratischer Legitimation

Die Unabhängigkeit der SNB steht in einem gewissen Spannungsfeld zu einem demokratisch geprägten Staatsverständnis: Eine grosse Fülle von Kompetenzen und Verantwortungen wird auf eine einzelne Institution übertragen, die zwar einen öffentlichen Auftrag zu erfüllen hat, der durch die Bundesverfassung definiert wird, dabei aber weitgehende Autonomie geniesst und nicht Teil der Zentralverwaltung ist. Die Entscheidungen werden von einem kleinen Gremium gefällt, das nicht durch das Volk gewählt ist. Dieser Umstand kann angesichts der erhöhten Bedeutung der Geld- und Währungspolitik in den von (Finanz-)Krisen geschüttelten vergangenen Jahren Fragen an der demokratischen Legitimation der SNB als Institution und an deren Leitungsgremien aufwerfen, obwohl sich der institutionelle Rahmen der SNB in den vergangenen Jahren nicht geändert hat. Ein Grund dafür könnte sein, dass die SNB und andere Zentralbanken rund um den Globus seit Beginn der Finanzkrise gezwungen waren, neben den normalen geldpolitischen Instrumenten auch unkonventionelle geldpolitische Massnahmen einzusetzen und zwar in einem noch nie dagewesenen Ausmass. Die Geldpolitik der Zentralbanken hat dazu beigetragen, einen Zusammenbruch der Weltwirtschaft zu verhindern. Die Zentralbanken werden deshalb viel stärker wahrgenommen, als dies früher der Fall war.

Eine Zentralbank muss ihre Entscheidungen unabhängig von politischer Einflussnahme fällen können, weil Zinsveränderungen zunächst auf die Konjunktur und erst in der Folge auf das Preisniveau wirken. Die Erfahrung hat gezeigt, dass Zentralbanken, die keine Unabhängigkeit geniessen, oft unter politischem Druck die Zinsen so festsetzen, dass kurzfristig die Konjunktur belebt wird, und dabei das Ziel der Preisstabilität zwangsläufig in den Hintergrund rückt. Rasch steigende und volatilere Preise sind die Folge, was zu Effizienzverlusten und langfristig tieferem Wachstum führt. Gerade weil Zentralbanken im Vergleich zur Politik Entscheide rasch fällen und die Wirtschaft wesentlich beeinflussen können, bestünde ohne Unabhängigkeit die Gefahr, dass sie von der Politik instrumentalisiert werden. Die Unabhängigkeit erleichtert insofern der Zentralbank die Verfolgung eines bestimmten geldpolitischen Ziels.²² Auch die SNB braucht bei der Erfüllung ihrer Kernaufgaben die notwendige Unabhängigkeit, um eine stabilitätsorientierte Geldpolitik führen zu können, die dem Gesamtinteresse des Landes dient.

Um die Unabhängigkeit der Zentralbank demokratisch legitimieren zu können, müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein: Erstens braucht es ein klares Mandat, das den Handlungs- und den Ermessensspielraum der Zentralbank begrenzt (vgl. Ziffer 2.2.). Zweitens muss die Zentralbank über ihr Handeln und ihre Zielerreichung umfassend Rechenschaft ablegen (vgl. Ziffer 2.3.3), damit ihre Handlungen transparent und für Dritte nachvollziehbar werden. Diese Transparenz verleiht der Unabhängigkeit der Zentralbank ihre demokratische Legitimation.

²² Für einen Überblick über die entsprechende Literatur s. Berger, H., De Haan, J. und Eijffinger, S. C. W. (2001), Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence. *Journal of Economic Surveys*, 15: 3–40.

2.3.3 Rechenschaftspflicht

In engem Zusammenhang mit der Unabhängigkeit der SNB steht die Rechenschaftspflicht (Art. 7 NBG), welche der Gesetzgeber als Gegengewicht zur Unabhängigkeit verstanden haben wollte. Diesem Ansatz liegt das Konzept einer «rechenschaftspflichtigen Unabhängigkeit» (accountable independence)²³ der Zentralbank zugrunde: Indem die SNB verpflichtet wird, ihre Politik regelmässig zu erklären und über ihre getroffenen Entscheidungen Rechenschaft abzulegen, erhält ihre unabhängige Stellung die in einem Rechtsstaat notwendige demokratische Legitimation, und ihre Tätigkeit wird transparent.²⁴ Der Grundsatz der Rechenschaftspflicht ist in Artikel 7 NBG verankert und lehnt sich an die Statuten des Europäischen Zentralbankensystems an. Seine konkrete Ausgestaltung erfolgt auf drei Arten: Die SNB muss den Bundesrat unterrichten (Abs. 1), der Bundesversammlung Rechenschaft ablegen (Abs. 2) und die Öffentlichkeit orientieren (Abs. 3).

2.3.3.1 Rechenschaftspflicht gegenüber dem Bundesrat

Die Rechenschaft der SNB gegenüber dem Bundesrat enthält drei Elemente: (i) regelmässige Erörterung, (ii) die Pflicht, einander vor wesentlichen Entscheidungen zu unterrichten, und (iii) die Genehmigung von Jahresbericht und Jahresrechnung durch den Bundesrat.

Regelmässige Erörterung: SNB und Bundesrat erörtern regelmässig die Wirtschaftslage, die Geld- und Währungspolitik sowie aktuelle Fragen der Wirtschaftspolitik des Bundes. Hierbei geht es um einen Informationsaustausch zwischen dem Direktorium der SNB und dem Ausschuss Finanzen des Bundesrates. Der Informationsaustausch findet in der Regel drei Mal jährlich statt. Des Weiteren wird der Präsident des Direktoriums am Jahresende zu einer Aussprache mit dem Gesamtbundesrat eingeladen, um den wirtschaftlichen Rück- und Ausblick zu erörtern. Die Entscheidungautonomie der SNB wird dadurch jedoch nicht beschränkt, weil ansonsten die Rechenschaftspflicht gegenüber dem Bundesrat unweigerlich mit der Weisungsfreiheit kollidieren würde.

Gegenseitige Unterrichtungspflicht: Bundesrat und SNB unterrichten einander vor Entscheidungen von wesentlicher wirtschaftspolitischer und monetärer Bedeutung über ihre Absichten. Diese Pflicht wurde mit der Revision des NBG 1978 geschaffen und umfasste damals nicht nur die wechselseitige Information, sondern auch die Koordination zwischen SNB und Bundesrat.²⁵ Die neue Bestimmung war durch die neue Rolle der SNB bei der Geld- und Währungspolitik begründet: Musste die SNB im Bretton-Woods-Fixkurssystem vorab die Aussenwertstabilität der Währung sicherstellen, so führte der Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 zu einer Ausweitung der Entscheidungsbefugnisse des Direktoriums. Indem die SNB das Angebot an Schweizerfranken fortan autonom steuern konnte, kam es zu einer Kompetenzverschiebung zwischen Bundesrat und SNB bei der Bestimmung des Aussenwerts der Währung. Die Aufgaben der SNB wandelten sich von einer eher techni-

²³ Zum Begriff vgl. Lastra Rosa Maria, Central Banking and Banking Regulation, London 1996, S. 49 ff.

²⁴ Botschaft (2002), 6109.

²⁵ Art. 2 Abs. 2 alt-NBG (1978): «Bundesrat und Nationalbank unterrichten sich vor Entscheidungen von wesentlicher konjunkturpolitischer und monetärer Bedeutung über ihre Absichten und stimmen ihre Massnahmen aufeinander ab.»

schen Tätigkeit zu einem wirtschaftspolitischen Auftrag, womit auch die Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit zunahm. Bei der Revision 1978 sollte der veränderten Ausgangslage mit der Pflicht von SNB und Bundesrat zur gegenseitigen Information und Koordination Rechnung getragen werden.²⁶ Im Zug der Totalrevision des NBG von 2003 wurde mit Blick auf die funktionelle Unabhängigkeit der SNB bewusst darauf verzichtet, die Koordinationspflicht in das neue Gesetz zu übernehmen.²⁷ Wäre die gegenseitige Koordinationspflicht beibehalten worden, so hätte dies bedeuten können, dass der Restriktionsgrad der Geldpolitik der Zustimmung des Bundesrats bedürft hätte, was im Widerspruch zur Weisungsfreiheit gestanden hätte.²⁸ Seit der Revision 2003 stehen der SNB sämtliche rechtsgeschäftlichen und hoheitlichen Instrumente zur Führung der Geld- und Währungspolitik dauerhaft zur Verfügung. Die SNB trägt für die Wahrnehmung der Aufgaben die alleinige Verantwortung. Der Bundesrat seinerseits ist allein verantwortlich für die in seine Zuständigkeit fallenden Entscheide der Wirtschaftspolitik des Bundes.²⁹

Genehmigung von Jahresbericht und Jahresrechnung: Bevor die Generalversammlung Jahresbericht und Jahresrechnung der SNB abnimmt, muss der Bundesrat diese genehmigen. Während die Erörterung von Wirtschaftslage und Geldpolitik als Gegengewicht zur funktionellen Unabhängigkeit der SNB verstanden wird, stellt die Genehmigung von Jahresbericht und Jahresrechnung das Gegengewicht zur finanziellen Unabhängigkeit – speziell der Finanz- und Budgetautonomie – der SNB dar und ist Ausdruck der Mitwirkung und Aufsicht des Bundes bei der Verwaltung der SNB.³⁰

2.3.3.2 Rechenschaftspflicht gegenüber der Bundesversammlung

Die SNB muss der Bundesversammlung jährlich in einem formellen Bericht über die Erfüllung ihrer Aufgaben Rechenschaft ablegen. Dieser sog. Rechenschaftsbericht wird als Teil des Geschäftsberichts der SNB veröffentlicht. Zudem erläutern und begründen die Mitglieder des Direktoriums den zuständigen Kommissionen der Bundesversammlung regelmässig die Wirtschaftslage sowie die Geld- und Währungspolitik der SNB. Die Rechenschaftsablage in den nicht öffentlichen Kommissionssitzungen ermöglicht es den Parlamentariern, Fragen zu stellen und mit den Mitgliedern des Direktoriums eine kritische Diskussion zu führen. Der Bundesversammlung kommt deshalb als Volksvertretung eine wichtige Rolle bei der demokratischen Legitimation der SNB zu. Die Rechenschaftsablage gegenüber der Bundesversammlung erfolgt stets «rückwärtsorientiert», damit die Parlamentarier gegenüber der Öffentlichkeit und den Märkten keinen Informationsvorsprung erhalten.³¹ Würden im Parlament öffentliche Hearings durchgeführt, so würde die Rechenschaftsablage gegenüber der Bundesversammlung damit vermutlich nicht vertieft. Die Ausführungen des Direktoriums würden kaum über das hinausgehen, was anlässlich der halbjährlichen Medienkonferenzen und vierteljährlichen Lagebeurteilungen ohnehin kommuniziert wird.

²⁶ Botschaft (2002), 6118.

²⁷ Botschaft (2002), 6127 f.

²⁸ Botschaft (2002), 6191.

²⁹ Botschaft (2002), 6127 f. und 6191.

³⁰ Botschaft (2002), 6191.

³¹ Botschaft (2002), 6192.

2.3.3.3 Orientierung der Öffentlichkeit

Als drittes Element der Rechenschaftspflicht informiert die SNB die Öffentlichkeit regelmässig über die Geld- und Währungspolitik und macht ihre geldpolitischen Absichten bekannt (Art. 7 Abs. 3 NBG). Damit macht sie die von ihr geführte Geld- und Währungspolitik transparent, und die Öffentlichkeit kann beurteilen, ob das von Verfassung und Gesetz vorgegebene Ziel über die Zeit hinweg von der SNB erreicht wird.

In ihren vierteljährlichen Medienmitteilungen zur Lagebeurteilung erörtert die SNB ihre geldpolitischen Entscheidungen, die auf der Inflationsprognose und ihrer Einschätzung der Wirtschaftslage basieren. Zweimal jährlich findet zusätzlich eine Medienkonferenz statt. Im vierteljährlichen Bericht über die Geldpolitik publiziert die SNB die detaillierten Grundlagen für ihre Lagebeurteilung. Die Bekanntgabe der Einschätzung der Konjunkturlage im In- und Ausland durch die SNB sowie der geldpolitischen Indikatoren erleichtert der Öffentlichkeit die Erwartungsbildung über die künftige Geldversorgung der schweizerischen Wirtschaft.³² Zudem publiziert die SNB wöchentlich die geldpolitisch wichtigen Daten sowie die Zeichnungsergebnisse der öffentlichen Anleihen und Geldmarktbuchforderungen der schweizerischen Eidgenossenschaft. Weiter publiziert die SNB monatlich die Zinssätze und Devisenkurse und kommentiert die erhobenen Daten in Berichten. Auf ihrer Website werden die Bilanzpositionen der SNB und die Volkswirtschaftlichen Daten veröffentlicht. Vierteljährlich publiziert die SNB das Quartalsheft, welches den Bericht über die Geldpolitik und die Konjunkturtendenzen der Regionalen Wirtschaftskontakte der SNB für die vierteljährliche Lagebeurteilung des Direktoriums umfasst. Im Rahmen ihrer Statistiktätigkeit veröffentlicht die SNB zudem ein umfangreiches Datenangebot, das für die Geldpolitik und die Beobachtung der Wirtschaft von Bedeutung ist. Auch der jährliche Rechenschaftsbericht, mit dem die SNB der Bundesversammlung über die von ihr geführte Geld- und Währungspolitik Rechenschaft ablegt, wird als Bestandteil des Geschäftsberichts der SNB veröffentlicht.

Darüber hinaus unterhält die SNB Vertretungen (Delegiertenbüros) an den folgenden Orten: Basel, Bern, Genf, St. Gallen, Lugano, Lausanne, Luzern und Zürich. Die Delegierten für regionale Wirtschaftskontakte repräsentieren die Schweizerische Nationalbank in den Regionen der Schweiz. Sie haben einerseits die Aufgabe, mittels Kontakten zu den Firmen in ihren Regionen das Direktorium über die wirtschaftliche Entwicklung zu informieren. Andererseits erläutern sie als Botschafter der SNB die Politik der Nationalbank gegenüber ihren Ansprechpartnern in der Wirtschaft, lokalen Behörden, Verbänden und in der Öffentlichkeit. Die Delegierten werden in ihrer Aufgabe durch regionale Wirtschaftsbeiräte unterstützt. Die Wirtschaftsbeiräte setzen sich je nach Grösse und Wirtschaftsstruktur der Region aus drei bis vier Mitgliedern zusammen. Sie werden vom Bankrat aus den Wirtschaftskreisen der betreffenden Region für eine Amtsdauer von vier Jahren gewählt. Zuhanden der Notenbankleitung beurteilen sie an den in der Regel vierteljährlichen Aussprachen mit der/dem Delegierten die Wirtschaftslage und die Auswirkungen der Geld- und Währungspolitik in ihrer Region.

Schliesslich halten die Mitglieder des Direktoriums, ihre Stellvertreter und Mitglieder der Direktion zahlreiche Referate und geben Interviews. Es finden regelmässige Treffen zwischen dem Direktorium und Vertretern aus verschiedenen Wirtschaftsbranchen und Verbänden statt. Damit steht die SNB im regen Austausch mit der

³² Botschaft (2002), 6192 f.

Wirtschaft und den Verbänden, was es ihr ermöglicht, die Geldpolitik einer breiten Öffentlichkeit erklären zu können.

2.4 Fazit zu Auftrag und Unabhängigkeit

Das Mandat der SNB wird auf Verfassungs- und Gesetzesstufe klar definiert. So führt die SNB gemäss Artikel 99 Absatz 2 BV als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient. Der verfassungsrechtliche Auftrag wird auf Gesetzesstufe weiter präzisiert. Die SNB hat die Preisstabilität zu gewährleisten. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.

Preisstabilität ist eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Mit ihrem Streben nach Preisstabilität schafft die Nationalbank Rahmenbedingungen, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial voll auszuschöpfen. Die SNB definiert Preisstabilität mit einem anhaltenden Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2 Prozent. Auch Deflation, d.h. ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität. Ist die Preisstabilität mittel- bis langfristig nicht gefährdet, hat die SNB Spielraum, um die Entwicklung von Produktion und Beschäftigung zu berücksichtigen.

Die SNB verfügt über einen klar definierten rechtlichen Auftrag, welcher gleichzeitig den Rahmen der gesamten Tätigkeiten der SNB absteckt. Der notenbankrechtliche Auftrag und die Kernkompetenzen der SNB gemäss Artikel 5 Absätze 1 und 2 NBG wurden seit der Totalrevision des NBG 2003 nicht geändert. Zwar wurden der SNB vereinzelt neue Kompetenzen übertragen, diese lassen sich aber allesamt auf eine der fünf Kernaufgaben, namentlich die Pflicht, zur Stabilität des Finanzsystems beizutragen, abstützen. Das Instrumentarium, das der SNB zur Erfüllung ihrer Kernaufgaben zur Verfügung steht, hat sich als ausreichend flexibel erwiesen, um die ausserordentlichen Massnahmen, die zur Bewältigung der verschiedenen Krisensituationen der vergangenen Jahre notwendig wurden, darauf abstützen zu können. Dies gilt insbesondere für das Massnahmenpaket zur Rettung der UBS AG, die Einführung und Aufhebung des Euro-Mindestkurses und die Einführung der Negativzinsen. Die SNB hat im Zuge der Finanzkrise im Vergleich zur EZB oder der Bank of England wenig zusätzliche Kompetenzen erhalten.

Auch wenn die Unabhängigkeit eine wesentliche Bedingung für eine effektive und effiziente Geld- und Währungspolitik ist, so hat sie dort ihre Grenzen, wo sie nicht mehr der Erfüllung der Kernaufgaben der SNB dient. Die Unabhängigkeit der SNB bezieht sich damit nicht auf das zu erreichende geld- und währungspolitische Ziel, welches der SNB vom Verfassungs- bzw. Gesetzgeber vorgegeben wird, sondern vielmehr auf die Auswahl und Dosierung der einzelnen zur Verfügung stehenden Instrumente, mit denen dieses Ziel erreicht werden soll. Innerhalb dieses rechtlichen Rahmens entscheidet das Direktorium autonom über den Einsatz des gesamten Spektrums der zur Verfügung stehenden geld- und währungspolitischen Instrumente.

Der Gesetzgeber hat als Gegengewicht zur Unabhängigkeit der SNB die Rechenschaftspflicht verankert. Indem die SNB verpflichtet wird, ihre Politik regelmässig zu erklären und über ihre getroffenen Entscheidungen Rechenschaft abzulegen, erhält ihre unabhängige Stellung die in einem Rechtsstaat notwendige demokratische Legitimation, und ihre Tätigkeit wird transparent.

Bericht zur Geldpolitik

Allgemein bleibt festzustellen, dass die Bedeutung der Geld- und Währungspolitik im Zuge der Finanzkrise in den letzten Jahren weltweit wesentlich zugenommen hat. Insgesamt haben sich das Mandat und das Instrumentarium der SNB als ausreichend erwiesen, um die Ziele der Geldpolitik auch unter deutlich erschwerten Bedingungen zu erreichen.

3 Grundlagen der Geld- und Währungspolitik in der Schweiz

3.1 Historischer Abriss

In der ersten Phase nach ihrer Gründung 1907 hatte die SNB die grundlegende Aufgabe, die Konvertibilität des Frankens in Gold und den freien Kapitalverkehr zu garantieren. Der erste Weltkrieg, die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre sowie der zweite Weltkrieg führten international in mehreren Etappen zur definitiven Abkehr vom Goldstandard.

Eine neue internationale Währungsordnung wurde 1944 in der Zusammenkunft von Bretton Woods ausgearbeitet. Im Fixkurssystem von Bretton Woods verpflichteten sich die Mitglieder dieses Systems, den Wert ihrer Währung im Verhältnis zum US Dollar festzulegen. Der US-Dollar war wiederum in Gold konvertibel. Wechselkurschwankungen lösten dann An- oder Verkäufe von Gold oder von in Gold konvertiblen Währungen aus, um die festgelegte Parität zu halten. Die Schweiz verzichtete damals auf einen Beitritt zu den Institutionen von Bretton Woods. De facto war der Franken jedoch über die weiterhin geltende Goldparität³³ an das Fixkurssystem von Bretton Woods gekoppelt.³⁴

1971 hoben die USA die Goldkonvertibilität des Dollar auf. Als Antwort darauf formten die Mitglieder der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) 1972 den Europäischen Wechselkursverbund (die sogenannte Währungsschlange). Im Februar 1973 brach schliesslich das gesamte Bretton-Woods-System fixer Wechselkurse zusammen. Nun begannen die wichtigsten Währungen frei zu floaten, während die Währungsschlange innerhalb von Westeuropa weiterhin stabile Währungsverhältnisse aufrechtzuerhalten versuchte. Die Schweiz wurde 1973 eingeladen, wie Norwegen und Schweden die Währung an die Schlange zu binden, lehnte dies aber ab. Ihr war es wichtiger, die neu gewonnene währungspolitische Freiheit für die Bekämpfung der Inflation zu nutzen.³⁵

Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen erlangte die SNB die Kontrolle über die Geldpolitik, die zuvor immer so angepasst werden musste, dass die Frankenparität gehalten wurde. Diese geldpolitische Autonomie setzte die SNB dafür ein, die Preisstabilität über die Kontrolle des Geldmengenwachstums zu gewährleisten. Sie formulierte Ende 1974 ein erstes Wachstumsziel für die Geldmenge M1. Allerdings war die Schweiz in den 1970er Jahren mit einer starken, anhaltenden Aufwertung des Frankens gegenüber allen Währungen konfrontiert. Diese Aufwertung gefährdete die Wettbewerbsfähigkeit der Exportsektoren, was nicht nur zu Protesten von Seiten der Verbände und Gewerkschaften, sondern auch zu politischen Vorstössen in Bern führte. Nach verschiedenen Versuchen, den Aufwertungsdruck auf den Franken mit gezielten Markteingriffen abzuschwächen, führte die SNB 1978 schliesslich eine Wechselkursuntergrenze für den Wechselkurs gegenüber der D-Mark (der Währung ihres wichtigsten Handelspartners Deutschland) ein (vgl. Kasten 2).³⁶ Damit gab sie

³³ Art. 38 Abs. 3 alt-BV (1848), Art. 21 Abs. 1 alt-NBG (1953) sowie Art. 2 Abs. 1 alt-Münzgesetz (1970).

³⁴ KLAUSER, in: Festschrift 1907-2007, S. 501.

³⁵ Straumann T. (2010), *Fixed Ideas of Money: Small States and Exchange Rate Regimes in the Twentieth-Century Europe*, Cambridge, S. 289-291

³⁶ Straumann (2010), p. 299.

Bericht zur Geldpolitik

für rund ein Jahr das explizite Geldmengenziel auf. Im Jahr 1979 galt ein Wechselkurs von deutlich über 80 Franken für 100 D-Mark als bestimmendes Ziel für die Schweizer Geldpolitik.

Nachdem der Aufwertungsdruck auf den Franken-D-Mark-Wechselkurs abgenommen hatte und der Kurs der D-Mark auf einen Wert von über 90 Franken je 100 D-Mark gestiegen war, kehrte die SNB 1980 wieder zum Geldmengenziel zurück, von da an formuliert als Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge. Zu Beginn der 1980er-Jahre entwickelte sich eine Inflation, unter anderem verursacht durch den zweiten Ölschock. Diese erreichte 1981 mit 7 Prozent ihren Höhepunkt. Danach brach eine ruhige Phase an, die rund fünf Jahre andauerte. Das Ende der 1980er-Jahre war durch eine konjunkturelle Überhitzung geprägt. Der Börsencrash im Oktober 1987 und das Gespenst der Rezession, das in der Folge über der Weltwirtschaft schwebte, veranlassten die SNB trotz der guten Entwicklung der inländischen Konjunktur dazu, ihre Geldpolitik zu lockern und die eigentlich notwendige restriktive Korrektur hinauszuzögern.³⁷ Anfang 1988 zerstreuten sich die Rezessionsbefürchtungen und die SNB verschärfte ihre Geldpolitik.

1987 und 1988 führten zwei institutionelle Änderungen zu einem markanten Rückgang der Nachfrage nach Notenbankgeld: die Einführung des Schweizer Interbanken-Zahlungssystems (SIC) und die Reform der gesetzlichen Liquiditätsanforderungen. Für die SNB, die sich auf die Entwicklung der Geldmenge³⁸ konzentrierte, war es schwierig, den Umfang dieses Rückgangs vorauszusehen. Angesichts der tiefen Nachfrage der Banken im Zusammenhang mit den Mindestreserven war die Geldpolitik der SNB zu expansionistisch. Die kurzfristigen Zinssätze fielen zu Beginn des Jahres 1988 auf ein sehr tiefes Niveau (rund 2 %, vgl. Grafik 1), obschon sich die Inland- und Exportkonjunktur dynamisch entwickelten. Die expansiv wirkende Geldpolitik führte ab 1989 zu einem markanten Inflationsschub, der durch eine konjunkturelle Überhitzung und einen starken spekulativen Immobilienboom unterstützt wurde.³⁹ In dieser Phase erhöhte die SNB die Zinssätze, um die Inflation zu begrenzen. So konnte auch eine Abwertung des Frankens verhindert werden, der sich im Vergleich zur Deutschen Mark anfangs 1989 bereits bei einem Wert um 90 Franken pro 100 DM befand.

Nach den Inflationserfahrungen Ende der 1980er-Jahre legte die SNB keine Jahresziele für das Wachstum der Notenbankgeldmenge mehr fest. Seit 1990 orientierte sie sich an mittelfristigen Geldmengenzielen. In der Folge der Rezession und Immobilienkrise ging die Inflation ab 1991 ausgehend von einem Höchstwert von fast 7 Prozent zurück und stabilisierte sich ab 1994 auf Werten unter 2 Prozent. Dies war für die Schweizer Wirtschaft mit starken Korrekturen der Preise auf dem Immobilienmarkt und hohen Belastungen für den Bankensektor verbunden. Aus heutiger Sicht erwies sich die von der SNB zwischen 1992 und 1995 verfolgte Politik als eher restriktiv. Im Lichte der hohen Inflation zögerte sie 1994, die Zinsen zu senken, um die Rezession zu bekämpfen. Im Laufe der Jahre 1995 und 1996 passte sie angesichts des immer deutlicheren Abschwungs der Realwirtschaft ihre Geldpolitik an und senkte die Zinssätze. Insgesamt verzeichnete die Schweizer Wirtschaft ab 1990 ein mageres Jahrzehnt, für das die SNB teilweise verantwortlich gemacht wurde. Auch andere Faktoren trugen massgeblich dazu bei, so etwa die Immobilienkrise oder die

³⁷ Baltensperger (2015), *Le Franc suisse, l'histoire d'un succès*, PPUR, Lausanne, S. 101 ff.

³⁸ Idem.

³⁹ Georg Rich, *Monetary targets as a policy rule: Lessons from the Swiss experience*, *Journal of Monetary Economics* 39, June 1997, S. 113–41.

Bericht zur Geldpolitik

fehlende Öffnung gewisser Wirtschaftssektoren ebenso wie eine prozyklische Finanzpolitik. Gemäss dem Wachstumsbericht des SECO von 2002 lag ein wesentlicher Grund für die Wachstumsschwäche in den in den 1990er-Jahren zudem in der schwachen Arbeitsproduktivität.

1999 kündigte die SNB die Aufgabe ihres Konzepts der Geldmengensteuerung an und führte die heute bekannte geldpolitische Strategie ein (vgl. Ziffer 3.2.1). Der Wechsel wurde damit begründet, dass Änderungen der Geldmenge keine ausreichend stabile Beziehung zu Änderungen des Preisniveaus aufwiesen.

Grafik 1 Inflation und Kurzfristzinsen Schweiz



Quellen: Datastream

3.2 Grundsätze der Geldpolitik

3.2.1 Geldpolitisches Konzept der SNB

In ihrem geldpolitischen Konzept legt die SNB fest, auf welche Weise sie ihren gesetzlichen Auftrag umsetzt. Es besteht aus den folgenden Elementen: einer Definition der Preisstabilität, einer bedingten Inflationsprognose über die nächsten 3 Jahre und einem Zielband für den Referenzzinssatz, den Dreimonats-Libor in Schweizerfranken. Vom 6. September 2011 bis zum 15. Januar 2015 galt zusätzlich der Mindestkurs gegenüber dem Euro (vgl. Kasten 3).

Definition der Preisstabilität

Die SNB setzt Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2 Prozent pro Jahr gleich. Deflation, also ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität ebenfalls. Die SNB strebt also eine positive Teuerung von weniger als 2 Prozent an. Mit dieser Definition der Preisstabilität strebt die SNB mittel- bis langfristig einen leichten Anstieg der Preise von Gütern und Dienstleistungen an, die ein durchschnittlicher Schweizer Haushalt konsumiert. Sie trägt damit dem Umstand Rechnung, dass sie die Inflation nicht exakt steuern kann und der Konsumentenpreisindex die Teuerung tendenziell leicht überzeichnet. Die angestrebte Teuerung ist nicht um null herum definiert, sondern im positiven Bereich. Bei einer Inflation im positiven Bereich besteht für die Wirtschaftsakteure ein Spielraum, Preise oder Löhne mehr oder weniger stark an die

Bericht zur Geldpolitik

Inflation anzupassen und wenn nötig auch auf eine Teuerungsanpassung zu verzichten. Fällt die Inflation in den negativen Bereich, werden solche Anpassungen schwieriger. Beispielsweise dürfte dann eine Senkung der Nominallöhne im Sinn einer Anpassung an die Teuerung auf Widerstände stossen, obschon die Kaufkraft real nicht sinken würde. Bei einer Inflation von null oder darunter wird es auch zunehmend schwieriger, die Zinsen weiter zu senken: Eine tiefe Teuerung geht oft mit tiefen Nominalzinsen einher. Wenn die Teuerung sehr tief wird, können sich Nominalzinsen gegen null bewegen. Wie dies heute deutlich wird, können Zinsen zwar auch unter null gesenkt werden. Der Spielraum nach unten ist allerdings begrenzt (vgl. Kapitel 5).

Mit ihrem Streben nach Preisstabilität trägt die SNB zu Rahmenbedingungen bei, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial auszuschöpfen. Die Geldpolitik zielt dabei auf mittel- und langfristige Preisstabilität ab. Die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft ist vorübergehenden Schwankungen des Preisniveaus besonders stark ausgesetzt. Bei Abweichungen von der Preisstabilität strebt die SNB an, die Teuerung über die mittlere Frist und unter Berücksichtigung der Konjunktur wieder in den Bereich der Preisstabilität zu führen.

Bedingte Inflationsprognose

Die von der SNB vierteljährlich publizierte Inflationsprognose dient als Hauptindikator für den geldpolitischen Entscheid und als zentrales Element für die Kommunikation. Mit der Ausrichtung der Geldpolitik an einer Inflationsprognose über die nächsten 3 Jahre nimmt die SNB eine vorausschauende Haltung ein und teilt der Öffentlichkeit mit, wie ihre längerfristigen geldpolitischen Absichten einzuschätzen sind. Neben der Inflationsprognose berücksichtigt die SNB für ihren Entscheid eine Vielzahl von Indikatoren zur konjunkturellen und monetären Entwicklung im In- und Ausland sowie zur Finanzstabilität.

Die Inflationsprognose der SNB unterstellt, dass der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bekanntgegebene Referenzzinssatz über die nächsten 3 Jahre unverändert bleibt. Sie ist somit eine bedingte Prognose und zeigt, wie die SNB die Entwicklung der Konsumentenpreise und der Konjunktur bei unverändertem Zinssatz einschätzt. Sie lässt sich nicht direkt mit Prognosen von Banken oder Forschungsinstituten vergleichen, die in der Regel die erwartete Zinsentwicklung einbeziehen.

Zielband für den Dreimonats-Libor

Die SNB versucht, Preisstabilität zu gewährleisten, indem sie durch ihre geldpolitischen Operationen auf das Zinsumfeld einwirkt und es der jeweiligen Lage der Wirtschaft anpasst. Im Allgemeinen hat eine Senkung der Realzinsen eine stimulierende und eine Erhöhung der Realzinsen eine dämpfende Wirkung auf die Nachfrage und die Preise von Waren und Dienstleistungen. Zentralbanken steuern kurzfristige Nominalzinssätze. Da sich die Teuerung kurzfristig wenig verändert, beeinflussen sie damit auch die Realzinsen.

Zur Umsetzung ihrer Geldpolitik legt die SNB ein Zielband für den Dreimonats-Libor⁴⁰ in Schweizerfranken, ihren Referenzzinssatz, fest. Sie strebt in der Regel an, dass sich der Dreimonats-Libor in der Mitte des Zielbandes bewegt, dessen Breite zumeist 1 Prozentpunkt beträgt.

⁴⁰ Der wichtigste internationale Markt für Schweizer Franken liegt in London. Londoner Zinsen für Franken und andere Währungen heissen «Libor» (London Interbank Offered Rate). Um die Geldversorgung zu steuern, teilt die Nationalbank den Geschäftsbanken mit, in welcher Höhe sie den Libor-Satz für Dreimonats-Anlagen in Schweizer Franken halten will. Den Li-bor-Satz steuert die Nationalbank mit ihren täglichen Repo-Geschäften.

3.2.2 Berücksichtigung der Konjunktur

Die SNB ist gemäss ihrem Mandat zur Berücksichtigung der Konjunktur verpflichtet. Die konjunkturelle Entwicklung, also die kurzfristige wirtschaftliche Entwicklung, kann zudem die Preisstabilität beeinflussen. Meist entwickeln sich Konjunktur und Inflation so, dass die geldpolitische Reaktion eine Stabilisierung beider Grössen begünstigt. Typischerweise geht z.B. eine Zunahme der Teuerung mit einem Konjunkturaufschwung einher, sodass eine Zinserhöhung zur Dämpfung der Teuerung gleichzeitig auch einer konjunkturellen Überhitzung entgegenwirkt. Preisniveau und Konjunktur können sich aber unter Umständen unterschiedlich entwickeln, was zu einem Zielkonflikt führen kann. Zur Illustration dieser Zusammenhänge werden drei typische Entwicklungen betrachtet, zwei betreffen die Nachfrageseite und eine die Angebotsseite.

Bei Störungen der Gesamtnachfrage wirkt eine Geldpolitik, die auf die Stabilisierung des Preisniveaus abzielt, auch als Stabilisator von Produktions- und Beschäftigungsschwankungen. Eine solche Störung kann z.B. durch einen internationalen Konjunkturreinbruch und einen entsprechenden Rückgang der Nachfrage nach Schweizer Produkten ausgelöst werden. Dieser Nachfragerückgang wirkt tendenziell preisdämpfend, nicht zuletzt auch wegen des Rückgangs des internationalen Preisniveaus und damit der Importpreise und verlangt nach einer Lockerung der Geldpolitik. Wenn die Lockerung erfolgt, hat sie sowohl eine stabilisierende Wirkung auf das Preisniveau, als auch auf die Konjunktur. Sie macht durch die tendenzielle Abschwächung des Frankens Importe teurer, was dem Rückgang des Preisniveaus entgegenwirkt. Ebenfalls positiv auf die Preise wirkt die Stimulierung der inländischen Nachfrage. Ausserdem wird durch die tendenzielle Verbilligung der Exporte die Konjunktur zusätzlich stimuliert.

Die SNB ist nicht immer in der Lage, die Wirkungen von Nachfragestörungen auf die Preise vollständig zu neutralisieren. Der Einsatz der Geldpolitik muss dosiert und unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung erfolgen. Wenn z.B. eine anhaltend günstige Entwicklung der Nachfrage zu einer gewissen konjunkturellen Überhitzung und einem entsprechenden Anstieg der Teuerung geführt hat, muss die Geldpolitik behutsam gestrafft werden. Mit einer starken Zinserhöhung würde der Teuerungsanstieg zwar rasch gebremst, aber der entsprechende Produktions- und Beschäftigungseinbruch wäre massiv. Eine richtig dosierte Straffung der Geldpolitik kann durchaus eine gewisse Zunahme der Teuerung über den Bereich der Preisstabilität hinaus zulassen, wenn sich abzeichnet, dass sich die Preisstabilität mittelfristig wieder einstellt. Ein vorübergehendes Überschieszen der Teuerung steht nicht im Widerspruch zum Ziel der Preisstabilität, wenn dadurch eine sanfte Landung ohne konjunkturellen Einbruch erzielt werden kann.

In einen Zielkonflikt geraten die Zentralbanken bei Störungen auf der Angebotsseite, wie zum Beispiel bei einem Anstieg des Erdölpreises. Diese Veränderungen bewirken eine Zunahme der Produktionskosten. Sie führen deshalb nicht nur kurzfristig zu einem Anstieg des Preisniveaus, sondern veranlassen vor allem die Unternehmen, Produktion und Beschäftigung zu drosseln. Es versteht sich von selbst, dass die SNB in diesem Falle nicht imstande ist, gleichzeitig den Anstieg des Preisniveaus – mit einer Zinserhöhung – und den Rückgang von Produktion und Beschäftigung – mit einer Zinssenkung – auszugleichen.

Ist die Preisstabilität mittel- bis langfristig nicht gefährdet, kann die SNB den vorhandenen Spielraum nutzen, um zur Stabilisierung der Konjunktur beizutragen. Die Möglichkeiten der öffentlichen Hand, die Konjunktur mit den Instrumenten der Fis-

kalpolitik zu stabilisieren, sind beschränkt, weil die Schweiz klein und ihre internationale Verflechtung gross ist. Deshalb kommt der Nationalbank bei der Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung eine erhebliche Rolle zu.

3.2.3 Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik

Weil die Schweizer Wirtschaft stark mit dem Ausland verflochten ist, übt der Wechselkurs einen erheblichen Einfluss auf die Produktion, die Beschäftigung und das Preisniveau aus. Zinsniveau und Wechselkurs bestimmen somit gemeinsam die monetären Rahmenbedingungen der Wirtschaft. Wechselkursbewegungen beeinflussen das Preisniveau sowohl direkt über die Importpreise, als auch indirekt über die Exportnachfrage. Die SNB berücksichtigt diesen Einfluss im Rahmen ihrer Inflationsprognose und richtet ihre Geldpolitik entsprechend aus. Im Normalfall kann sie auf Verwerfungen der Wechselkurse mit Zinsänderungen reagieren, ohne direkt am Devisenmarkt einzugreifen. Solange sich die Zinsen im positiven Bereich bewegen, hat sich dieser Ansatz bewährt und ermöglicht es der SNB, eine auf die Bedürfnisse der Schweiz ausgerichtete Geldpolitik zu betreiben. In gewissen Situationen kann es jedoch notwendig sein, dass die SNB die Wechselkursentwicklung unmittelbar beeinflusst. Das ist der Fall, wenn das Zinsinstrument nicht ausreicht, um einer Gefährdung der Stabilität der Schweizer Volkswirtschaft entgegenzutreten. Beispielsweise, wenn die Zinsen aufgrund niedriger Inflation und niedrigen Wachstums bereits sehr tief sind, beziehungsweise nahe bei null liegen und kaum mehr gesenkt werden können.

Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen in den 1970er-Jahren hat die SNB den Wechselkurs in der Regel nicht direkt beeinflusst, sondern die monetären Rahmenbedingungen zunächst über ihre Geldmengenpolitik und ab dem Jahr 2000 über ihre Zinspolitik gesteuert. Im Jahr 1978 wurde als Massnahme gegen die damalige Frankenstärke ein Wechselkursziel gegenüber der D-Mark eingeführt (vgl. Kasten 2). Im September 2011 wurde ein Mindestkurs gegenüber dem Euro eingeführt, der bis Januar 2015 Bestand hatte (vgl. Kasten 3). In beiden Fällen diente dies dazu, einer starken Überbewertung des Frankens entgegenzutreten.

Kasten 2: Das Ziel des Wechselkurses von 1978 ⁴¹

Ab 1977 wertete sich der Franken gegenüber allen Währungen auf, was die Wettbewerbsfähigkeit der Exportunternehmen bedrohte. Die internationale Stagflation, die expansive Geldpolitik der USA, die den Dollar schwächte, ebenso wie die Ankündigung Deutschlands am G7-Gipfel im Juli 1978 in Bonn, finanzpolitische Massnahmen zur Unterstützung der eigenen Wirtschaft zu ergreifen, führten zu bedeutenden spekulativen Kapitalzuströmen in die Schweiz. Die SNB versuchte im August zu intervenieren und erhöhte die Liquidität stark, um die Zinssätze senken. Die Frankenstärke nahm jedoch weiter zu. Im September wurde innerhalb der SNB über eine erneute Verschärfung der administrativen Massnahmen zur Kapitalverkehrskontrolle diskutiert, aber die Idee konnte sich nicht durchsetzen. Innerhalb der SNB wurden Vorschläge entwickelt, die darauf abzielten, ein Wechselkursziel gegenüber der Deutschen Mark festzulegen. Ende September rief der Bundesrat das Direktorium der SNB zusammen und beauftragte es, das Notwendige zu unternehmen, um die Aufwertung des Frankens zu stoppen.⁴² Die SNB traf ihren Entscheid um 29. September und gab ihn am 1. Oktober öffentlich bekannt: Künftig würde sie dafür sorgen, dass der Kurs der Deutschen Mark deutlich über 80 Franken für 100 DM zu liegen komme.

Die SNB intervenierte massiv an den Devisenmärkten und kaufte Dollar, um den Höhenflug des Frankens zu stoppen. Innerhalb weniger Tage war der Kurs der Deutschen Mark über die angestrebte Schwelle gestiegen. Der Eingriff der SNB hatte funktioniert. Im Laufe der Zeit schwächte sich der Druck auf den Franken ab, dies auch dank der restriktiven Geldpolitik der amerikanischen Notenbank ab Ende der 1970er-Jahre, die zu einer Stärkung des Dollars gegenüber den anderen Währungen beitrug. Die Schweizer Geldpolitik blieb relativ expansiv, was zusammen mit der zweiten Erdölpreiserhöhung Ende der 1970er-Jahre zu einem Wiederanstieg der Inflation führte.

Nach 1978 wurde dieses Wechselkursziel in keinem von der SNB publizierten Bericht oder Dokument mehr erwähnt. Die Märkte waren jedoch überzeugt, dass es die SNB nicht hinnehmen würde, wenn die Deutsche Mark unter die Grenze von 80 Franken für 100 DM fallen würde. Ernst Baltensperger schreibt in seinem Standardwerk über die Geschichte des Schweizer Frankens: «Die Ereignisse zwischen 1978 und 1981 beeinflussten die Rolle des Wechselkurses in der schweizerischen Geldpolitik stark und nachhaltig. Die pragmatische Reaktion der SNB auf die Wechselkurskrise von 1978 schuf eine über lange Jahre anhaltende Markterwartung, dass die Notenbank eine Unterschreitung der Limite von 80 Franken für 100 D-Mark nicht tolerieren würde.»⁴³ Diese Erwartung wurde von der SNB auch wiederholt durch ihre konkrete Politik bestätigt. Das lässt sich durch die Analyse der Direktoriumsprotokolle bis Mitte der 1980er-Jahre belegen. Das Wechselkursziel von 80 Franken pro 100 D-Mark wurde diskutiert, sobald sich die D-Mark stark abwertete (Protokolle des Direktoriums, 7. Januar 1982 und 14. Januar 1982). Die Stabilität wurde dadurch begünstigt, dass die deutsche Bundesbank und die SNB vergleichbare geldpolitische Ziele verfolgten und sich die Wirtschaft in den beiden

⁴¹ Baltensperger E. (2015) S. 221 ff; Lambelet J.-C. (2016), *Le franc fort, la politique de la Banque nationale et sa fortune*, Slatkine, S. 20 ff; Straumann (2010) S. 276 ff.

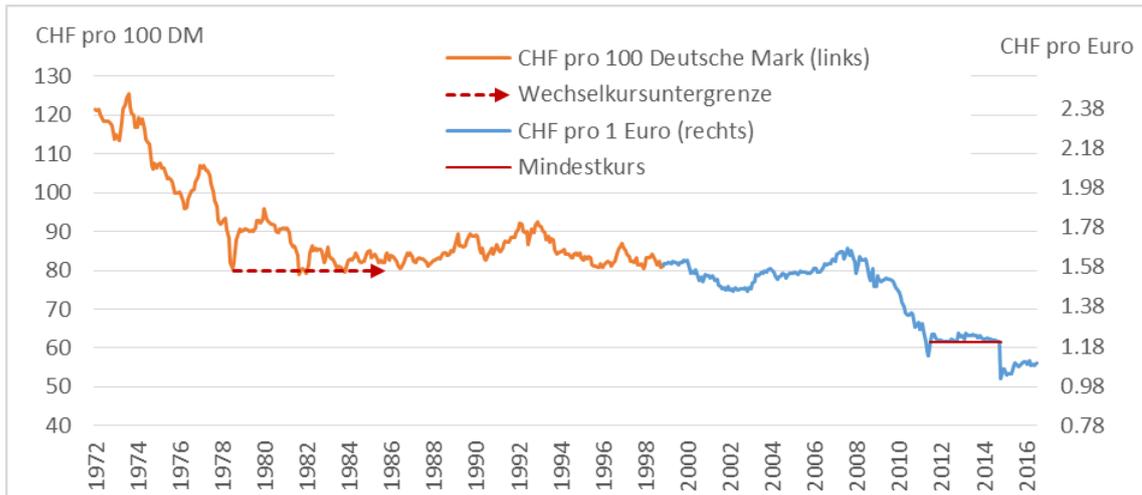
⁴² In den 1970er-Jahren galten andere gesetzliche Grundlagen. Heute kann der Bundesrat der SNB keine Anordnungen oder Anweisungen mehr geben. Dies stünde im Gegensatz zu Artikel 99 BV und Artikel 6 NBG (Unabhängigkeit der SNB).

⁴³ Ernst Baltensperger, *Der Schweizer Franken – eine Erfolgsgeschichte*, Zürich 2012, S. 232.

Bericht zur Geldpolitik

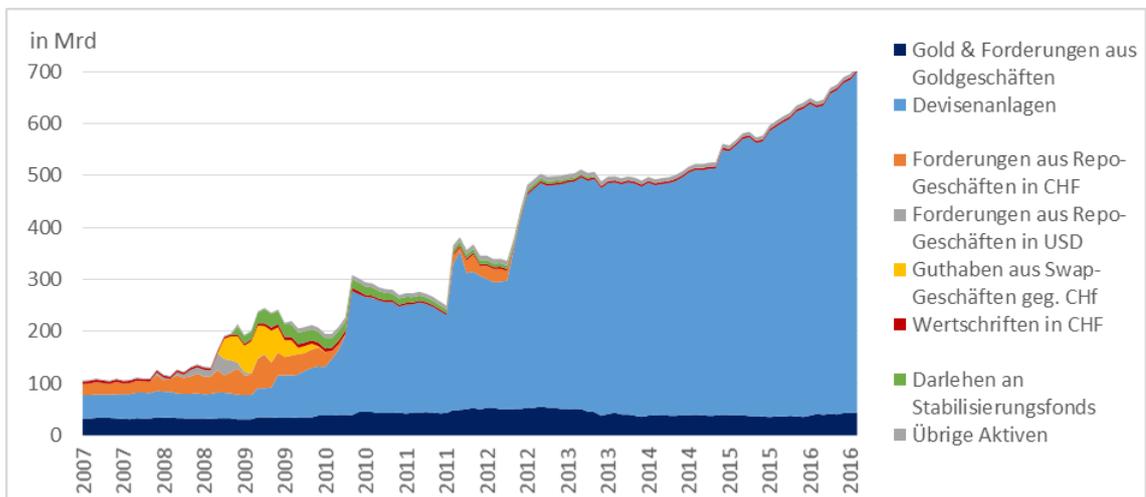
Ländern ähnlich entwickelte. Es lässt sich allerdings für diese kurze Periode nicht beweisen, dass die SNB die Untergrenze verteidigt hätte, wenn sie ernsthafter getestet worden wäre. In den Protokollen sind die Angaben widersprüchlich (Protokoll des Direktoriums, 5. November 1981, 2. Dezember 1982 und 18. August 1983). Grundsätzlich war das Direktorium gegen eine Verteidigung, aber ob es den Grundsatz auch in der Praxis umgesetzt hätte, bleibt unklar.

Grafik 2: Entwicklung des CHF-DM/Eurokurses seit 1972



Quelle: Datastream, Darstellung EFV.

Grafik 3: Bilanz der SNB (Aktivseite)



Quelle : Daten SNB, Darstellung EFV

Kasten 3: Die Kursuntergrenze von 2011–2015

Der Schweizerfranken erlebte seit 2008 fast ununterbrochen eine starke Aufwertung (vgl. Grafik 2), dies einerseits und vor allem aufgrund der Subprime-Krise, welche die amerikanische Wirtschaft schwächte und eine weltweite Finanzkrise auslöste, und andererseits aufgrund der Verschuldungskrise der europäischen Länder, die 2010 einsetzte. Die Unsicherheiten hinsichtlich der Entwicklung der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte waren gross. Um eine Übertragung der Finanzkrise auf die Realwirtschaft zu verhindern, wurden die Geldpolitiken in den USA, der Schweiz und der Eurozone expansiv. Damit waren alle Bedingungen gegeben, dass sich die Akteure auf eine Fluchtwährung stürzen würden. Ab 2009 entschied sich die SNB, direkt an den Devisenmärkten zu intervenieren, da sich die wirtschaftliche Situation stark verschlechtert hatte und eine Deflation drohte. Anfangs 2011 beschleunigte sich die Aufwertung des Schweizerfrankens zusätzlich. Im August erhöhte die SNB ihre Liquidität und setzte dazu auch Devisenswap-Geschäfte ein. Es gelangt ihr jedoch nicht, den Höhenflug des Schweizerfrankens zu stoppen, der ein bis dahin nur selten gesehenes Ausmass erreichte und eine grosse Gefahr für den Wirtschaftsstandort Schweiz darstellte. Es bestand die Gefahr, dass die Aufwertung des Schweizerfrankens und die daraus resultierenden zu straffen monetären Bedingungen zu weitreichenden realwirtschaftlichen Verwerfungen führen würden.

Am 6. September 2011 gab die SNB als ausserordentliche Massnahme die Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Franken pro Euro bekannt. «Die Schweizerische Nationalbank strebt daher eine deutliche und dauerhafte Abschwächung des Frankens an. Sie toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1,20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.»⁴⁴ Der Mindestkurs gegenüber dem Euro diente während dieser Zeit als operatives Ziel zur Umsetzung der Geldpolitik; er sollte dazu beitragen, eine deflationäre Entwicklung zu verhindern. Die Bilanz der SNB reflektiert die geldpolitischen Massnahmen, die, nachdem Zinsen von praktisch null erreicht waren, ab 2009 vor allem in einer starken Zunahme der Devisenanlagen zum Ausdruck kommen (vgl. Grafik 3).

Am 15. Januar 2015 gab die SNB die Aufhebung des Mindestkurses bekannt, senkte den Zins auf -0,75 % und verschob das Zielband für den Libor auf -1,25 % bis -0,25 %. Die SNB erklärte bei dieser Gelegenheit, der Mindestkurs sei als zeitlich begrenzte Massnahme geplant gewesen und die Wirtschaft habe diese Phase nutzen können, um sich anzupassen. Die Geldpolitik basiert seitdem auf zwei Elementen, erstens dem Negativzins und zweitens der Bereitschaft, am Devisenmarkt zu intervenieren. Beides dient dazu, den Druck auf den Franken – und zugleich die Wirtschaft – zu reduzieren und somit die Preisentwicklung zu stabilisieren.

Die Marktteilnehmer hatten sich Ende 2014 auf eine Straffung der Geldpolitik in den USA eingerichtet, während in der Eurozone mit einer weiteren Lockerung gerechnet wurde. Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar an Wert. Der Franken schwächte sich gegenüber dem US-Dollar ebenfalls ab. Gegenüber dem Euro wurde der Franken dagegen stärker und verharnte nahe am Mindestkurs. Im Zuge dieser Entwicklungen musste die SNB im Januar 2015 mit steigenden Beträgen am Devisenmarkt intervenieren. Die SNB kam in der Folge zum Schluss, dass vor diesem Hintergrund der divergierenden Geldpolitik beidseits des Atlantiks anhaltende

⁴⁴ Medienmitteilung der SNB, 6. September 2011.

und rasch anwachsende Devisenkäufe zur Durchsetzung des Mindestkurses notwendig gewesen wären, ohne dass Aussicht auf eine nachhaltige Stabilisierung bestand. Die Aufhebung des Mindestkurses führte zu einer sofortigen Aufwertung des Schweizer Frankens, der sich gegen Ende 2015 auf einem Kurs zwischen 1,08 und 1,10 Franken pro Euro einpendelte. Gegenüber den anderen wichtigen Währungen wertete sich der Franken nach der Aufhebung des Mindestkurses nicht nachhaltig auf.

3.2.4 Geldpolitische Ziele im internationalen Vergleich

Während das gesetzliche Mandat der SNB die Gewährleistung der Preisstabilität stärker gewichtet als die konjunkturelle Entwicklung, ist das nicht für alle Zentralbanken der Industrieländer der Fall. In den USA verfolgt die Federal Reserve (Fed) drei gesetzlich festgelegte Ziele, die von gleicher Bedeutung sind: höchstmögliche Beschäftigungsrate, Preisstabilität und moderate langfristige Zinsen. Das Board of Governors ist derzeit der Auffassung, dass die Preisstabilität mit einer Inflationsrate von 2 Prozent erreicht ist.⁴⁵ Auch die britische und die japanische Zentralbank verfolgen zusätzlich zur Preisstabilität weitere Ziele, nämlich Währungs- und Finanzstabilität; nicht dazu gehören jedoch die Konjunktur und die Beschäftigung. Genauer gesagt besteht das Mandat der Bank of England darin, die Wohlfahrt der Bevölkerung des Vereinigten Königreichs zu fördern, indem sie für Währungs- und Finanzstabilität sorgt.⁴⁶ Erst wenn dieses Ziel erreicht ist, kann sie auch zur Verwirklichung der Wirtschaftsziele der Regierung (Wachstum und Beschäftigung) beitragen. Die Preisstabilität wird von der Regierung auf 2 Prozent Inflation festgelegt. Die Ziele der Bank of Japan sind die Preisstabilität und die Stabilität des Finanzsystems⁴⁷, wobei Erstere im Gesetz qualitativ definiert wird. Das Policy Board der Bank of Japan hat sie als Inflationsrate von 2 Prozent definiert, welche «möglichst rasch» erreicht werden soll.

In Schweden gilt gemäss Gesetz die Wahrung der Preisstabilität als oberstes Ziel.⁴⁸ Nachdem die Geldpolitik das Inflationsziel erreicht hat, soll sie sich aber auch den allgemeinen wirtschaftspolitischen Zielen eines nachhaltigen Wachstums und eines hohen Beschäftigungsniveaus widmen. Die Riksbank, die schwedische Notenbank, legt das Ziel der Preisstabilität als tiefe und stabile Inflationsrate aus; ihr Ziel ist die Wahrung einer Inflationsrate von ca. 2 Prozent.⁴⁹ Wichtigstes Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB) ist die Wahrung der Preisstabilität.⁵⁰ Ohne dieses Ziel zu gefährden, unterstützt die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU, insbesondere eine hohe Beschäftigung und eine nachhaltige und nicht inflationstreibende Wachstumsrate.

Im Vergleich zum Euroraum ist das schweizerische Modell etwas flexibler. Die Europäische Zentralbank (EZB) betont die Preisstabilität als primäres Ziel stärker als die SNB, die in Bezug auf die Beachtung der konjunkturellen Entwicklung, entspre-

⁴⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>.

⁴⁶ Bank of England Act 1998 und Bank of England Act 2012. Für einen kurzen Überblick über die Ziele: <http://www.bankofengland.co.uk/about/Pages/legislation/default.aspx>.

⁴⁷ Bank of Japan Act, 1998. Für einen kurzen Überblick über die Ziele: <http://www.boj.or.jp/en/about/outline/index.htm/>.

⁴⁸ <http://www.riksbank.se/en/The-Riksbank/Legislation/The-Sveriges-Riksbank-Act/>.

⁴⁹ <http://www.riksbank.se/en/The-Riksbank/The-Riksbanks-role-in-the-economy/>.

⁵⁰ Für einen Überblick über die Aufgaben und Ziele: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.en.html>.

chend ihrem Mandat, pragmatischer ist. Die EZB definiert die Preisstabilität auch enger als die SNB und legt ein Inflationsziel fest, das unter aber nahe bei 2 Prozent liegt. Die SNB verfolgt kein Punktziel für die Inflation, sie strebt eine positive Inflation von weniger als 2 Prozent an. Dabei hat sie keine besondere Präferenz für einen spezifischen Wert innerhalb dieses Bereichs, was den Spielraum der SNB vergrößert. Diese flexible Definition von Preisstabilität in der Schweiz widerspiegelt, dass eine punktgenaue Steuerung der Inflation nicht möglich ist.

3.2.5 Geldpolitische Massnahmen

3.2.5.1 Konventionelle geldpolitische Massnahmen

Leitzinsanpassungen durch Zentralbanken sind das typische geldpolitische Instrument und werden als konventionelle Geldpolitik bezeichnet. Üblicherweise kündigen Zentralbanken einen Wert für ihren Leitzins an, den sie mit Operationen am Geldmarkt beim angestrebten Wert halten. Damit beeinflussen sie die kurzfristigen Zinsen direkt und üben gleichzeitig einen gewissen Einfluss auf die langfristigen Zinsen aus. Die Zentralbanken wirken durch Zinsanpassungen über mehrere Kanäle auf die Realwirtschaft. Zinsanpassungen führen einerseits zu Veränderungen der Zinsdifferenz zum Ausland und damit zu Bewegungen der Wechselkurse. Andererseits überträgt sich eine Zinsanpassung meistens auch auf die langfristigen Zinsen. Dies verändert das Sparverhalten und die Kreditnachfrage von Haushalten und Firmen und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dabei wirkt eine Leitzinssenkung stimulierend auf die Realwirtschaft, weil sie die inländische Währung tendenziell schwächt und die Kredite verbilligt. Die stimulierende Wirkung äussert sich üblicherweise in einer Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität, einer zunehmenden Beschäftigung und steigenden Preisen. Im Gegensatz dazu wirkt eine Zinserhöhung dämpfend auf die Konjunktur und die Preise.

3.2.5.2 Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen

Im Zuge der Finanzkrise haben Zentralbanken aller betroffenen Länder ihre Leitzinsen (praktisch) bis auf null gesenkt. Als sich herausstellte, dass diese Lockerung der Geldpolitik nicht ausreicht, um die Realwirtschaft ausreichend zu stimulieren und einen unerwünschten Rückgang der Inflation zu verhindern, wurden sogenannte unkonventionelle geldpolitische Massnahmen eingesetzt. Auch diese unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen zielen letztlich darauf ab, über den Kredit- und den Wechselkurskanal die Realwirtschaft und die Preisentwicklung zu stimulieren.

Erstens werden dazu inländische Wertschriften oder Devisen gekauft und die Notenbankgeldmenge entsprechend ausgedehnt, was zu einer Vergrößerung der Zentralbankbilanz führt. Die zusätzliche Nachfrage nach diesen Wertpapieren erhöht deren Preise und senkt damit die längerfristigen Renditen. Dies macht Anlagen im Inland weniger attraktiv und senkt den Wert der inländischen Währung.

Der Kauf von inländischen Wertpapieren in grossen Mengen, die sogenannte quantitative Lockerung (Quantitative Easing, QE) wurde von der Fed relativ bald nach Ausbruch der Finanzkrise eingesetzt (drei QE-Programme zwischen 2008 und 2014). Auch die EZB führt im Rahmen ihres Anleihenkaufprogramms seit 2015 eine quantitative Lockerung durch.

Bericht zur Geldpolitik

Die SNB hat seit 2009 auf dem Devisenmarkt interveniert und mit dem Kauf von Devisen die Aufwertung des Frankens gedämpft oder verhindert. Zwischen September 2011 und Januar 2015 hat sie die Interventionen am Devisenmarkt mit der Festlegung eines Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro an einem angekündigten Ziel ausgerichtet (vgl. Kasten 3).

Eine zweite Form von unkonventionellen Massnahmen zielt darauf ab, über die Beeinflussung von Erwartungen zu wirken. Bei Massnahmen zur Steuerung der Zinserwartungen (*Forward Guidance*) wird die Geldpolitik an wirtschaftlichen Kriterien gekoppelt, die im Voraus festgelegt werden. Die Fed griff beispielsweise auf eine solche Massnahme zurück, indem sie beschloss, den Leitzins zu erhöhen, falls die Arbeitslosenquote unter eine vorher definierte Schwelle sinkt.

Eine dritte unkonventionelle Massnahme, die in den letzten Jahren von verschiedenen Zentralbanken eingesetzt worden ist, besteht darin, die Leitzinsen in den negativen Bereich zu senken. In der konkreten Umsetzung bedeutet dies, dass Banken auf ihren Sichteinlagen bei der Zentralbank, die einen gewissen Freibetrag übersteigen, mit einem negativen Zins belastet werden. Die Eurozone hat im Juni 2014 einen Negativzins eingeführt, um die Wirtschaftsaktivität anzukurbeln. Am 18. Dezember 2014 kündigte die SNB an, ab dem 22. Januar 2015 einen Zins von $-0,25\%$ auf Guthaben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei ihr als Sichteinlagen halten, einzuführen, um den Mindestkurs zu unterstützen. Der Negativzins als unkonventionelle Massnahme verringert die Attraktivität von Frankenanlagen, was den Aufwertungsdruck auf den Franken tendenziell mindert. Mit der Verzinsung der Sichteinlagen bzw. der Bankreserven nutzt die SNB ein geldpolitisches Instrument, das sie bislang nicht zur Beeinflussung des Zinsniveaus eingesetzt hatte. Die Bankreserven waren bisher unverzinst.

3.2.5.3 Aktuelle geldpolitische Massnahmen der SNB

Die aktuelle Geldpolitik der SNB beruht auf zwei Pfeilern, nämlich dem Negativzins und der Bereitschaft, am Devisenmarkt zu intervenieren. Beides dient dazu, Frankenanlagen weniger attraktiv zu machen und so den Druck auf den Franken zu verringern. Dies ist deshalb wichtig, weil der Franken zurzeit deutlich überbewertet ist. Mit dieser expansiven Geldpolitik verfolgt die SNB das Ziel, die Preisentwicklung zu stabilisieren und die Wirtschaftsaktivität zu unterstützen.

Wegen des internationalen Tiefzinsumfeldes ist das Instrument des Negativzinses zurzeit absolut notwendig. Gegenwärtig würden höhere Zinsen in der Schweiz die monetären Rahmenbedingungen verschlechtern. Würde die Nationalbank höhere Zinsen anstreben, würden Anlagen in Franken noch attraktiver. Eine deutliche Aufwertung des Frankens – mit den entsprechenden Folgen für die Schweizer Wirtschaft – wäre in diesem Fall kaum zu verhindern.

Die SNB muss sich auch beim Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen vom Gesamtinteresse des Landes leiten lassen. Dabei müssen die kurzfristigen Vorteile allfälligen langfristigen Nachteilen gegenübergestellt werden.

3.3 Eigenständige Geldpolitik in der Schweiz

3.3.1 Flexible Wechselkurse als Voraussetzung für eine eigenständige Geldpolitik

Wie jede Volkswirtschaft sieht sich die Schweiz mit dem grundsätzlichen Problem konfrontiert, dass es bei freiem Kapitalverkehr nicht möglich ist, einen festen Wechselkurs zu halten und gleichzeitig eine unabhängige Geldpolitik zu betreiben. Dieser Befund basiert auf dem sogenannten «Trilemma der Geldpolitik»⁵¹, wonach von den drei Zielen, fixe Wechselkurse, freier Kapitalverkehr und autonome Geldpolitik (mit einer eigenständigen Definition der Preisstabilität), jeweils nur zwei gleichzeitig erreicht werden können.

Fixe Wechselkurse gehen bei freiem Kapitalverkehr mit der Aufgabe einer eigenständigen Geldpolitik einher, weil die Zentralbank dann verpflichtet ist, über ihre Zinspolitik oder direkte Interventionen am Devisenmarkt den Aussenwert der heimischen Währung stabil zu halten. Dieser Aussenwert wird nicht nur von der heimischen wirtschaftlichen Situation beeinflusst, sondern auch von der Entwicklung im Ausland. Die Zentralbank kann unter fixen Wechselkursen die Geldpolitik also nicht auf die Stabilisierung des inländischen Preisniveaus oder auf die konjunkturelle Entwicklung im Inland ausrichten. Das kann dazu führen, dass Abweichungen von der Preisstabilität und konjunkturelle Schwankungen stärker ausgeprägt sind als in einem System mit flexiblen Wechselkursen.

Flexible Wechselkurse ermöglichen eine Reaktion der inländischen Geldpolitik auf Störungen aus dem Ausland, indem sich der Wechselkurs an die unterschiedliche Konjunktur anpassen kann. Er kann im Idealfall Störungen vom Ausland absorbieren. Die Geldpolitik muss in einem solchen System nicht auf die Fixierung des Wechselkurses ausgerichtet werden und kann auf inländische Entwicklungen reagieren. Allerdings schwanken Wechselkurse oft stärker als es geldpolitische oder realwirtschaftliche Unterschiede zwischen verschiedenen Volkswirtschaften rechtfertigen würden. Diese Schwankungen spiegeln Veränderungen der Erwartungen bezüglich der konjunkturellen Entwicklung oder der künftigen Geldpolitik in den jeweiligen Ländern, sie spiegeln aber auch spekulative Motive von Anlegern und Veränderungen in der Einschätzung von Risiken wider. Flexible Wechselkurse absorbieren also nicht nur Schocks aus dem Ausland, sondern können ihrerseits zur Quelle von wirtschaftlichen Störungen werden. Die Zentralbank muss reagieren, wenn solche Wechselkursschocks zu einer Gefährdung der gesetzlich verankerten geldpolitischen Ziele führen. Dies bedeutet aber nicht, dass die Zentralbank sämtliche Wechselkursschwankungen ausschalten muss. In einem System flexibler Wechselkurse muss die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft gross genug sein, um mit den entsprechenden Schwankungen umgehen zu können.

3.3.2 Begründung einer eigenständigen Geldpolitik

Die zentrale Begründung für eine eigenständige Geldpolitik der SNB ergibt sich aus dem Verfassungsauftrag, wonach die Nationalbank die Geldpolitik im Gesamtinte-

⁵¹ Vgl. z.B. Obstfeld, Maurice, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor, 2004, «Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period,» IMF Staff Papers, Vol. 51 (Special Issue), 75-108.

Bericht zur Geldpolitik

resse des Landes führen muss. Bei freiem Kapitalverkehr, der durch das in der Verfassung verankerte Prinzip der Wirtschaftsfreiheit gestützt wird, muss sich der Wechselkurs anpassen können, damit mit der Geldpolitik eine nationale Zielsetzung verfolgt werden kann. Konkret bedeutet dies für die Schweiz, dass die Geldpolitik bei freiem Kapitalverkehr nur dann auf die Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung ausgerichtet werden kann, wenn die Wechselkurse flexibel sind. Bei einer festen Bindung des Frankens an eine ausländische Währung und freiem Kapitalverkehr ist die Führung einer eigenständigen Geldpolitik unmöglich. Die dadurch fehlende Möglichkeit, die Geldpolitik auf die eigenen Bedürfnisse auszurichten, hat zwei fundamentale Dimensionen.

Erstens befinden sich einzelne Volkswirtschaften oder Währungsräume kaum je gleichzeitig in exakt der gleichen Phase des Konjunkturzyklus. Der Preisdruck hängt wesentlich vom Wirtschaftsverlauf ab und kann daher unterschiedlich hoch sein. Massnahmen, die zu einem bestimmten Zeitpunkt an einem Ort stabilisierend wirken, können an einem anderen Ort kontraproduktiv sein. Der geldpolitische Auftrag ist nur dann erfüllbar, wenn die Geldversorgung zu jeder Zeit eigenständig so angepasst werden kann, dass sie im Einklang mit der Entwicklung der eigenen Volkswirtschaft steht.

Zweitens ist die Wirkung einer geldpolitischen Massnahme massgeblich von den wirtschaftlichen Strukturen in einem Währungsraum abhängig. Senkt eine Zentralbank beispielsweise den Leitzins, kann es unterschiedlich lange dauern, bis sich diese Lockerung auf die Bankkreditzinsen auswirkt und so die Investitionstätigkeit oder den Konsum anregt. Die Geschwindigkeit und das Ausmass der Anpassung realwirtschaftlicher Grössen auf einen solchen monetären Impuls hängen auch davon ab, wie intensiv der Wettbewerb im Bankensektor ist und wie stark Investitionen und Konsum auf Zinsänderungen reagieren. Da diese wirtschaftlichen Strukturen von Land zu Land stark variieren können, ist die Wirkungsweise geldpolitischer Massnahmen je nach Land unterschiedlich. Es erscheint im Allgemeinen somit nicht erfolversprechend, überall mit denselben geldpolitischen Massnahmen oder mit gleicher Dosierung eine gleichartige und gleich rasche Stabilisierung anzustreben.

In der Schweiz hat sich die Ausrichtung auf eine eigenständige, massgeschneiderte Geldpolitik gepaart mit grundsätzlich flexiblen Wechselkursen in den letzten vier Jahrzehnten bewährt. Die SNB war in der Lage, die Inflation im internationalen Vergleich tief zu halten und, insbesondere in den letzten 20 Jahren, die Preisstabilität zu gewährleisten. Auch die Konjunktorentwicklung war im internationalen vergleichsweise stabil, obwohl die starke internationale Verflechtung der Schweiz die Übertragung internationaler Störungen begünstigt und der Franken als Fluchtwährung gilt. Somit war die Schweiz in der Lage, die Vorteile der flexiblen Wechselkurse zu nutzen. Dazu haben die effizienten institutionellen Rahmenbedingungen, die guten Beziehungen zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen, die eine relativ hohe Preis- und Lohnflexibilität ermöglichen, sowie die hohe Innovationsfähigkeit entscheidend beigetragen.

Gerade auch in der aktuellen Krise war die geldpolitische Autonomie von grosser Bedeutung. Die SNB konnte ihre geldpolitischen Massnahmen auf die spezifischen Bedürfnisse der Schweizer Wirtschaft ausrichten und die Risiken massgeblich reduzieren, z.B. indem sie im Herbst 2008 mehrfach und markanter als die EZB die Zinsen senkte. Dies hat wesentlich dazu beigetragen, dass die Schweiz bislang vergleichsweise glimpflich durch die Krise gekommen ist und als eines der ersten entwickelten Länder das Niveau des Bruttoinlandprodukts von vor der Krise bereits 2010 wieder übertroffen hat. Im Zuge der Finanzkrise hat der Franken allerdings eine Aufwertung in einem seit den 1970er-Jahren nicht mehr gekannten Ausmass erfahren.

Bericht zur Geldpolitik

Die SNB hat auf die dadurch entstandene Verschärfung der monetären Bedingungen mit unterschiedlichen Massnahmen reagiert (cf. Ziffer 3.2.5).

Allerdings ist zu beachten, dass der Geldpolitik in einer kleinen offenen Volkswirtschaft gewisse Grenzen gesetzt sind, sie kann nicht immer alle Störungen ausgleichen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn eine Reihe ungünstiger internationaler Schocks auftreten. Seit der Finanzkrise gab es eine Reihe von Faktoren, welche die Preisentwicklung wiederholt gedämpft haben. Dazu gehören die Aufwertung des Frankens im Zuge der europäischen Schuldenkrise, die global tiefe Inflation sowie der starke Rückgang des Erdölpreises.

3.3.3 Bedeutung des Euro für die Schweizer Geldpolitik

Traditionell spielte die D-Mark als Währung sowohl des wichtigsten Handelspartners als auch Konkurrenten auf den Exportmärkten eine wichtige Rolle für die Schweiz. Mit der Gründung der Europäischen Währungsunion 1999 ist dem Euro die Rolle der wichtigsten ausländischen Währung für die Schweiz zugewachsen. Nachdem die ersten Jahre der Existenz des Euros von einer bemerkenswerten Stabilität geprägt waren, hat sich dieses Bild seit dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise in der Eurozone im Jahr 2010 geändert (vgl. Grafik 2).

Mit der Eurozone ist die Schweiz über vielfältige Handelsbeziehungen eng verknüpft. Die hohe Integration der Schweizer Wirtschaft mit derjenigen der Eurozone kam vor dem Ausbruch der Staatsschuldenkrise in der Eurozone auch in einer ähnlich ausgerichteten Geldpolitik zum Ausdruck.

So entwickelten sich die kurzfristigen Zinssätze in der Eurozone und in der Schweiz bis 2008 weitgehend parallel, wobei sie in der Schweiz bis zum Ausbruch der Finanzkrise durchschnittlich etwa 1,5 Prozentpunkte tiefer lagen. Auch der Euro-Franken-Wechselkurs war von relativ hoher Stabilität geprägt, das etwas tiefere Zinsniveau in der Schweiz hat das leichte nominale Aufwertungspotential des Frankens durch die tiefere Inflation in der Schweiz gedämpft. Da sich insgesamt das Mandat der SNB und dasjenige der EZB ähnlich sind, sollte bezüglich der Inflationserwartungen kein starker trendmässiger Druck auf den Euro-Franken-Wechselkurs bestehen. Schocks wie die Finanzkrise 2008 bzw. deren Auswirkungen können aber durchaus zu starken, auch permanenten, Verschiebungen der Währungsrelationen führen.

In der Folge der starken Aufwertung des Frankens in den Jahren nach Ausbruch der Finanzkrise trug die SNB der engen Verflechtung mit der Eurozone durch die Einführung eines Mindestkurses für den Franken gegenüber dem Euro Rechnung, nachdem sie die konventionellen geldpolitischen Massnahmen ausgeschöpft hatte. Zudem erfolgte die Aufwertung des Frankens nicht nur gegenüber dem Euro, sondern gegenüber sämtlichen Währungen. Mit dem Mindestkurs gegenüber dem Euro konnte der Einfluss der Aufwertung des Frankens auf die Schweizer Preis- und Konjunktrentwicklung bis zu einem gewissen Grad gedämpft werden.

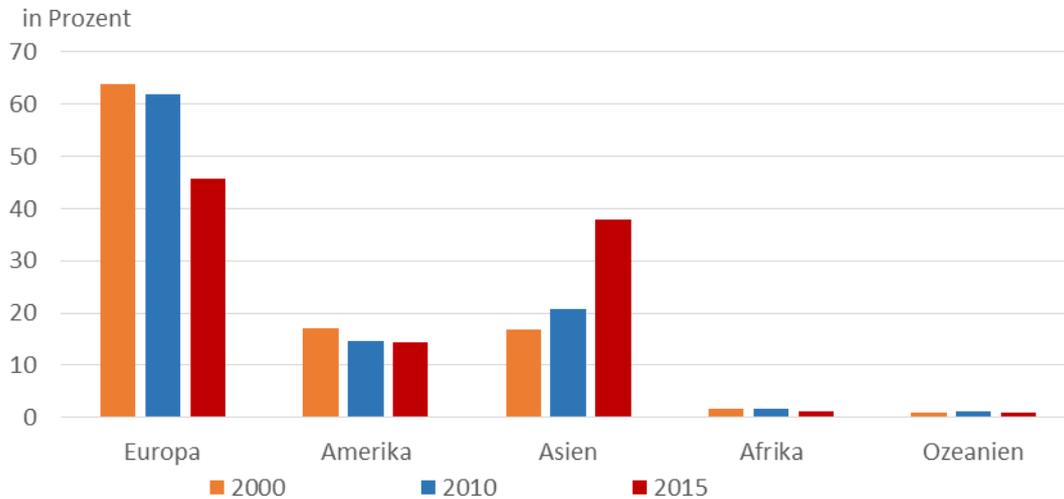
Die Bedeutung der Eurozone als Handelspartner für die Schweiz ist hoch (vgl. Grafik 4), die Bedeutung des Euro ging aber in den letzten Jahren stetig zurück. Während 1999 – dem Gründungsjahr der Europäischen Währungsunion – noch 63 Prozent aller Schweizer Exporte in die Eurozone gingen, so waren es per Ende 2015 etwas weniger als 50 Prozent.⁵² Die Abnahme des Exportanteils war vor allem in den Jahren

⁵² Quelle: Bundesamt für Statistik und Berechnungen SNB.

Bericht zur Geldpolitik

nach Einsetzen der Finanzkrise mit der starken Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro besonders auffällig. Sie reflektiert aber auch die verhältnismässig schwache Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung in der Eurozone sowie die zunehmende Bedeutung des asiatischen Raumes, insbesondere Chinas. Der Importanteil der Eurozone ist für die Schweiz sogar noch höher, er hat aber auch abgenommen.

Grafik 4: Aussenhandel: Exportdestinationen der Schweiz (Anteile in Prozent)



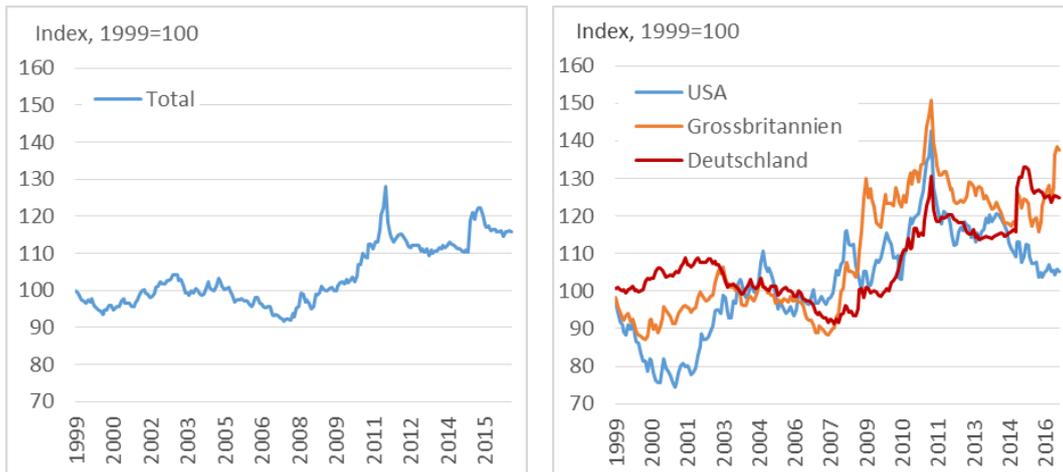
Quelle: Eidgenössische Zollverwaltung

3.3.4 Überbewertung des Frankens

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise begann sich der Franken gegenüber den wichtigsten Währungen tendenziell aufzuwerten. Diese Aufwertungsbewegung erfolgte nicht gegenüber allen Währungen synchron und auch von unterschiedlichen Niveaus aus. Insgesamt hat sich der Franken seit 2008 gegenüber allen wichtigen Währungen aufgewertet, allerdings unterschiedlich stark, sodass die Überbewertung gegenüber jeder einzelnen Währung unterschiedlich beurteilt werden kann.

Um eine generelle Einschätzung über die Bewertung des Frankens zu erhalten, bietet sich der reale effektive Wechselkurs an. In diesem Index werden die Währungen der Handelspartner der Schweiz gemäss dem Exportanteil gewichtet. Dieser Index für den realen Aussenwert des Frankens ist in Grafik 5 dargestellt. Im Vergleich zum letzten Jahrzehnt (2000-2009) ist der Franken teuerungsbereinigt und handelsgewichtet 18 Prozent teurer. Nach Ländern betrachtet sind die Entwicklungen unterschiedlich. Gegenüber dem wichtigsten Handelspartner Deutschland beträgt die Aufwertung 24 Prozent, während sie gegenüber dem US Dollar mit 10 Prozent geringer ausfällt. Insgesamt weist der handelsgewichtete Wechselkurs auf eine deutliche reale Überbewertung des Frankens hin. Der Index illustriert, dass die starke Aufwertungsbewegung nach Ausbruch der Finanzkrise begann und mit der Einführung des Mindestkurses gestoppt werden konnte. Nach der Aufhebung des Mindestkurses erfolgte 2015 eine nochmalige Aufwertung, die sich aber etwa zur Hälfte wieder zurückgebildet hat. Insgesamt liegt der reale Aussenwert des Frankens heute etwa 5 Prozent höher als vor 5 Jahren.

Grafik 5: Exportgewichteter realer Wechselkursindex



Quelle: Datastream, SNB

3.3.5 Alternative Wechselkursregimes

Ein Land hat grundsätzlich zwei Möglichkeiten, seine Währungspolitik zu gestalten: Es kann (i) seinen Wechselkurs an den eines anderen Landes oder einer Währungsunion anbinden oder (ii) eine flexible Wechselkurspolitik anwenden. Allerdings wird die Geldpolitik in einem kleinen Land extreme Wechselkursschwankungen dämpfen müssen, weil solche Verwerfungen die Erreichung des Inflationsziels gefährden und die konjunkturelle Entwicklung ungünstig beeinflussen können.

Anbindung an eine andere Währung

Der SNB könnte als Ziel der Geldpolitik die Festlegung eines festen Wechselkurses zum Euro vorgegeben werden, ohne dabei formell der Eurozone beizutreten, also eine ähnliche Politik zu verfolgen wie Dänemark.⁵³ Dabei müsste die Geldpolitik vollständig auf die Stabilisierung des Wechselkurses ausgerichtet werden, was wiederum den Verzicht auf eine eigenständige Geldpolitik bedeuten würde. De facto würde dies zu einer Übernahme der Geldpolitik der EZB in der Schweiz führen. Der Verlust des geldpolitischen Handlungsspielraums spricht klar gegen eine solche Option. Die SNB könnte dann heimische Entwicklungen, die von denen in der Eurozone abweichen, nicht mehr beeinflussen.

Eine dauerhafte Anbindung des Frankens an eine andere Währung könnte mit der gesetzlich verankerten Unabhängigkeit der SNB in Konflikt geraten. Eine feste und permanente Anbindung des Frankens an den Euro wäre also nur nach einer Änderung des NBG möglich. Möglich wäre hingegen eine temporäre Anbindung, um ein definiertes Ziel zu erreichen, das dem Mandat der SNB zur Wahrung des Gesamtinteresses des Landes entspricht.

Flexibler Wechselkurs

Die zweite Variante besteht darin, eine unabhängige Geldpolitik mit flexiblen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr zu verfolgen. Das ist die aktuelle Politik der

⁵³ Wobei Dänemark allerdings Mitglied der EU und des Europäischen Wechselkursmechanismus II ist. Somit besteht sowohl vonseiten der dänischen Nationalbank, als auch der EZB eine vertragliche Verpflichtung, den vereinbarten Wechselkurs durchzusetzen.

SNB. Sie trägt dem Wechselkurs bei der Festlegung der Geldpolitik aber in verschiedener Hinsicht Rechnung. Einerseits fliesst er als Variable in die Festlegung der bedingten Inflationsprognosen der SNB ein. Andererseits wird der Wechselkurs berücksichtigt, wenn er die Konjunktur oder die Preisentwicklung beeinflusst.

Unter gewissen Voraussetzungen ist die SNB auch bereit, auf dem Devisenmarkt zu intervenieren, um ihr Mandat zu erfüllen. Dies gilt insbesondere, wenn das Zinsinstrument nicht uneingeschränkt zur Verfügung steht. Mit Ausnahme der Episode von 1978 und des Mindestkurses von 2011 bis 2015 hat die SNB nie ein explizites Wechselkursziel verfolgt.

3.4 Fazit zu Grundlagen der Geld- und Währungspolitik in der Schweiz

Die Geldpolitik der Nationalbank dient der Erfüllung ihres Mandats – Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur – im Gesamtinteresse des Landes. Preisstabilität ist eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Mit ihrem Streben nach Preisstabilität schafft die Nationalbank Rahmenbedingungen, die es der Wirtschaft ermöglichen, ihr Produktionspotenzial voll auszus schöpfen. Die SNB definiert Preisstabilität mit einem Anstieg des Landesindex der Konsumentenpreise von weniger als 2 Prozent. Deflation, also ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität ebenfalls. Mit dieser Definition der Preisstabilität strebt die Nationalbank mittel- bis langfristig einen leichten Anstieg der Preise von Gütern und Dienstleistungen an, die ein durchschnittlicher Schweizer Haushalt konsumiert. Sie trägt damit dem Umstand Rechnung, dass sie die Inflation nicht exakt steuern kann und der Konsumentenpreisindex die Teuerung tendenziell leicht überzeichnet.

Bei Abweichungen von der Preisstabilität strebt die SNB an, die Teuerung über die mittlere Frist und unter Berücksichtigung der Konjunktur wieder in den Bereich der Preisstabilität zu führen. Besteht keine Inflationsgefahr, kann sie somit den geldpolitischen Spielraum zur Berücksichtigung der Konjunktur nutzen.

Für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz spielt der Wechselkurs eine herausragende Rolle, weil er sowohl auf die Inflation als auch auf die Konjunktur eine besonders starke und direkte Wirkung hat. Die Schweiz verfügt zwar über eine anpassungsfähige Wirtschaftsstruktur, die es ihr erlaubt, gewisse Wechselkursschwankungen zu verkraften. Übersteigen Wechselkursschwankungen aber ein gewisses Mass, können sie ein ernstzunehmendes Problem darstellen. Angesichts der anhaltenden Aufwertungsschübe des Schweizer Frankens ab dem Jahr 2008 hat der Wechselkurs die unabhängige Geldpolitik stark herausgefordert. Nicht zuletzt aufgrund des weltweiten Umfeldes mit niedrigen Zinsen und niedrigem Wirtschaftswachstum ist der Spielraum für die herkömmliche Zinspolitik in der Schweiz eingeschränkt worden. In diesem Umfeld musste die Nationalbank zu unkonventionellen Massnahmen greifen, um dem anhaltenden Aufwertungsdruck zu begegnen. Die Tatsache, dass insbesondere in der Eurozone die EZB selbst ebenfalls eine unkonventionelle expansive Geldpolitik betreibt, stellt für die Geldpolitik der Schweiz eine zusätzliche Herausforderung dar.

Eine mögliche Alternative zur aktuellen autonomen Währungspolitik wäre die fixe Anbindung des CHF an eine Fremdwährung. Damit würde die SNB jedoch ihre autonome auf die Gesamtinteressen der Schweiz ausgerichtete Geldpolitik zwangsläufig aufgeben und sich der Geldpolitik der Zentralbank der Ankerwährung unterwerfen. Dies wäre mit ihrer Unabhängigkeit nicht vereinbar.

Bericht zur Geldpolitik

Das heutige geldpolitische Konzept mit einer eigenständigen Geldpolitik hat sich bislang bewährt. Bezüglich des geldpolitischen Konzeptes besteht somit kein Anpassungsbedarf. Es gibt der SNB einen ausreichenden Ermessensspielraum, den sie nutzen kann, um destabilisierende Ausschläge des Wechselkurses zu verhindern und die Konjunktur zu berücksichtigen, solange dadurch das mittelfristig anzustrebende Ziel der Preisstabilität nicht gefährdet ist. Die Unabhängigkeit der Nationalbank stellt sicher, dass dieser Spielraum nicht für politische Zwecke missbraucht wird und das Primat der Preisstabilität längerfristig gewahrt bleibt.

4 Institutionelle Regelung der Geldpolitik

4.1 Rechtsform der SNB

4.1.1 Spezialgesetzliche Aktiengesellschaft

Bei der SNB handelt es sich um eine spezialgesetzliche Aktiengesellschaft des Bundesrechts (Art. 1 Abs. 1 NBG). Sie wird unter Mitwirkung und Aufsicht des Bundes nach den Vorschriften des Nationalbankgesetzes verwaltet. Im Vorfeld der Gründung der SNB wurde die Frage, wie die zukünftige Zentralbank organisiert sein soll, intensiv diskutiert. Am Ende entschied sich der Gesetzgeber für die aktienrechtliche Struktur, unter anderem, um die Einflussnahme politischer Behörden auf die Geschäftsführung der SNB zu verhindern und damit die Unabhängigkeit der SNB zu stärken. Die SNB vereinigt damit «den doppelten Charakter einer Privatbank und einer Staatsbank».⁵⁴

Die Bestimmungen des Nationalbankgesetzes (NBG) übernehmen bei der SNB die Funktion der Gesellschaftsstatuten. Subsidiär zu den Bestimmungen des NBG kommen die aktienrechtlichen Vorschriften des Obligationenrechts zur Anwendung (Art. 2 NBG). Das Aktienkapital der SNB beträgt CHF 25 Millionen und ist in Namenaktien zu CHF 250 eingeteilt. Die Aktien sind vollständig liberiert (Art. 25 Abs. 1 NBG) und an der SIX Swiss Exchange kotiert. Das Aktienkapital ist zu rund 55 Prozent im Besitz der öffentlichen Hand (Kantone, Kantonbanken etc.). Die übrigen Aktien befinden sich überwiegend im Besitz von Privatpersonen. Der Bund besitzt keine Aktien.

Die SNB bildet aus ihren Erträgen Rückstellungen, die es erlauben, die Währungsreserven auf der geld- und währungspolitisch erforderlichen Höhe zu halten, um Wertveränderungen in Form von Preisschwankungen auf den Devisenreserven und den Goldbeständen aufzufangen.⁵⁵ Sie orientiert sich dabei an der Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft (Art. 30 Abs. 1 NBG). Die verbleibenden Erträge werden als Gewinn ausgewiesen und nach der Ausrichtung der Dividende zu einem Drittel an den Bund und zu zwei Dritteln an die Kantone ausgeschüttet (Art. 30 Abs. 2 i. V. m. Art. 31 Abs. 1 und 2 NBG). EFD und SNB vereinbarten für einen bestimmten Zeitraum die Höhe der jährlichen Gewinnausschüttungen an Bund und Kantone mit dem Ziel, diese mittelfristig zu verstetigen (Art. 31 Abs. 2 NBG).

4.1.2 Aufsicht und Mitwirkung des Bundes bei der Verwaltung

Trotz der privatrechtlich geprägten äusseren Rechtsform der SNB ist ihre innere Organisation durch die Mitwirkung und Aufsicht des Bundes stark öffentlich-rechtlich

⁵⁴ Botschaft vom 13. Juni 1904 zu dem in Ausführung von Artikel 39 der Bundesverfassung vorgelegten Entwurf eines Bundesgesetzes betreffend die Errichtung einer zentralen Notenbank («Botschaft 1904»), BBl 1904 IV 441443.

⁵⁵ Botschaft (2002), 6234 f.

Bericht zur Geldpolitik

geprägt. Die Mitwirkung und Aufsicht des Bundes wird vorab durch den Bundesrat wahrgenommen. So wählt der Bundesrat die Mitglieder des Direktoriums, die Stellvertreter sowie die Mehrheit der Bankratsmitglieder. Der Bundesrat genehmigt Jahresbericht und Jahresrechnung sowie das Organisationsreglement der SNB.⁵⁶ Schliesslich legt die SNB dem Bundesrat regelmässig Rechenschaft über ihre Geld- und Währungspolitik ab. Bundesrat und Bundesversammlung kommen aber keinerlei Befugnisse bei der Führung der Geld- und Währungspolitik oder deren Umsetzung zu. Dies ist einzig Aufgabe des Direktoriums. Mit dieser Regelung wollte der Gesetzgeber eine möglichst starke und unabhängige Stellung des Direktoriums sicherstellen.⁵⁷

Bei den Organbefugnissen werden die Bestimmungen des Aktienrechts durch die verwaltungsrechtlichen Mitwirkungs- und Aufsichtsbefugnisse des Bundes überlagert. Die Rechtsstellung der Aktionäre unterscheidet sich deshalb grundsätzlich von derjenigen einer börsenkotierten Aktiengesellschaft, und die Befugnisse der Generalversammlung werden durch das NBG stark eingeschränkt.⁵⁸ Dem Bankrat kommen, anders als dem Verwaltungsrat bei der privaten Aktiengesellschaft, grundsätzlich keine Befugnisse in Bezug auf die Geschäftsführung der Notenbank zu. Vielmehr liegt das Schwergewicht der Kompetenzen des Bankrats in der Aufsicht und Kontrolle der Geschäftsführung der Nationalbank, namentlich im Hinblick auf die Einhaltung von Gesetzen, Reglementen und Weisungen. So liegen die Festlegung der Geld- und Währungspolitik sowie die operative Tätigkeit im Rahmen des Notenbankauftrags, wie er sich aus Nationalbankgesetz und Spezialerlassen ergibt, in der alleinigen Zuständigkeit des Direktoriums. Die Aufsichts- und Kontrollfunktionen sind strikt von denjenigen der Leitung getrennt.⁵⁹

4.1.3 Fazit

Die Frage der Rechtsform wurde seit der Gründung der SNB nie grundsätzlich in Frage gestellt. Die mit der Totalrevision des NBG befasste Expertengruppe kam 2001 zum Schluss, dass mit der Organisation als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft «eine weitgehende Unabhängigkeit der Notenbank von Behörden des Bundes verwirklicht» worden sei, weshalb «die aktienrechtliche Struktur [...] mithin vorrangiges Element zur Sicherung der Unabhängigkeit der Nationalbank sein [solle]». Der Bundesrat führte in seiner Botschaft aus, dass die aktienrechtliche Organisationsstruktur gegenüber der öffentlich-rechtlichen Anstalt den Vorteil habe, «dass grundsätzlich eigene Entscheidungswege für Fragen der Verwaltung und der Geschäftsführung vorgezeichnet sind». Jede Mitwirkungsbefugnis einer aussenstehenden Behörde bedürfe einer expliziten Regelung im Gesetz, welche entsprechend begründet werden müsse. Diese Rechtsform sei am besten geeignet, unabhängige Entscheidungen sicherzustellen und das Vermögen der Notenbank vor der Verwendung für notenbankfremde Aufgaben durch den Staat zu schützen. Es könne deshalb kein Zweifel daran bestehen, dass die Rechtsform der Aktiengesellschaft dem Willen des Verfassungsgebers besser entspreche als jede andere denkbare Rechtsform.⁶⁰

⁵⁶ Botschaft (2002), 6109 f.

⁵⁷ Botschaft (2002), 6114.

⁵⁸ Botschaft (2002), 6113.

⁵⁹ Botschaft (2002), 6114.

⁶⁰ Botschaft (2002), 6125.

Insgesamt hat sich an dieser Beurteilung seit der Totalrevision des NBG 2003 nichts geändert. Das Zusammenspiel zwischen privatrechtlicher Organisationsform und öffentlich-rechtlicher Aufsicht und Mitwirkung des Bundes hat sich bis heute bewährt.

4.2 Organisation der SNB

4.2.1 Die vier Organe der SNB

Im Zuge der Totalrevision des Nationalbankgesetzes wurden die Organe der SNB verschlankt und professionalisiert und die Organisation umfassend reformiert. Die Zahl der Gesellschaftsorgane wurde von sieben auf vier reduziert. Bankausschuss, Lokaldirektionen und Lokalkomitees wurden aufgehoben, sodass die SNB seit 2004 nur noch über vier Organe verfügt: Generalversammlung, Bankrat, Direktorium und Revisionsstelle (Art. 33 NBG).

4.2.1.1 Generalversammlung

Wie bereits ausgeführt, werden die Rechtsstellung der Aktionäre und die Befugnisse der Generalversammlung durch die öffentlich-rechtlich geprägte Rechtsnatur der SNB und die Organisation als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft stark eingeschränkt. Die Eintragung eines Aktionärs ist auf höchstens 100 Aktien beschränkt, wobei diese Beschränkung nicht für schweizerische Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts sowie für Kantonalbanken gilt (Art. 26 Abs. 2 NBG). Der Dividendenanspruch beträgt maximal 6 Prozent des Aktienkapitals (Art. 31 Abs. 1 NBG). Die Generalversammlung wählt nur fünf der elf Mitglieder des Bankrats und die Revisionsstelle (Art. 36 Bst. a und b NBG); die sechs anderen Mitglieder werden vom Bundesrat gewählt. Der Jahresbericht und die Jahresrechnung müssen zuerst durch den Bundesrat genehmigt werden, bevor die Generalversammlung darüber befinden kann (Art. 7 Abs. 1 i.V.m. Art. 36 Bst. c NBG). Die Gewinnverteilung ist im NBG detailliert geregelt, weshalb der Beschluss der Generalversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns (Art. 31 i.V.m. Art. 36 Bst. d NBG) rein formeller Natur ist. Da die SNB über keine Statuten verfügt, kann die Generalversammlung diese nicht ändern und somit auch keinen Einfluss auf die Ausrichtung der Geschäftstätigkeit und die Organisation der SNB nehmen. Es steht ihr lediglich das Recht zu, dem Bundesrat zuhanden der Bundesversammlung eine Änderung des NBG zu beantragen (Art. 36 Bst. f NBG).

4.2.1.2 Bankrat und Direktorium

Der Bankrat beaufsichtigt und kontrolliert die Geschäftsführung der SNB, verfügt aber über keinerlei Befugnisse in Zusammenhang mit der Geld- und Währungspolitik der SNB (Art. 42 Abs. 1 NBG, Art. 10 Abs. 1 Organisationsreglement).

Das Direktorium ist das oberste geschäftsleitende und ausführende Organ. Es entscheidet über die Geld- und Währungspolitik der SNB. Es vertritt die SNB in der Öffentlichkeit und erfüllt die Rechenschaftspflicht nach Artikel 7 NBG (Art. 46 Abs. 1 NBG, Art. 18 Abs. 1 Organisationsreglement).

Während die Führung der Geld- und Währungspolitik somit in der alleinigen Verantwortung des Direktoriums liegt, teilen sich Bankrat und Direktorium die Verantwortung in allen betrieblichen Belangen (vgl. dazu die Ziffern 4.3. und 4.4.).

4.2.1.3 Revisionsstelle

Die Wahl der Revisorinnen und Revisoren erfolgt durch die Generalversammlung für die Amtsdauer von einem Jahr, wobei eine Wiederwahl möglich ist (Art. 47 Abs. 1 NBG). Die Funktion der Revisionsstelle kann durch natürliche oder juristische Personen wahrgenommen werden. Diese müssen besonders befähigt und gegenüber Bankrat, Direktorium und den massgeblichen Aktionären unabhängig sein (Art. 47 Abs. 2 NBG). Seit der Totalrevision des NBG wurde die Revisionsstelle jeweils von einer der grossen Revisionsgesellschaften in der Schweiz gestellt.

4.2.2 Innere Organisation der SNB

Das Organisationsreglement regelt neben den Aufgaben des Bankrats und des Direktoriums unter anderem auch die Aufbauorganisation der SNB sowie die Aufgaben des Erweiterten Direktoriums und des Kollegiums der Stellvertreterinnen und Stellvertreter. Das Organisationsreglement in seiner geltenden Fassung wurde vom Bankrat am 14. Mai 2004 erlassen und vom Bundesrat am 23. Juni 2004 genehmigt. Es wurde 2008 einer umfassenden Überprüfung unterzogen. Diese Überprüfung ergab zum einen Klärungsbedarf bei der Abgrenzung der Kompetenzen von Bankrat und Direktorium. Zum anderen hat sich seit der Totalrevision des NBG 2003 und dem Erlass des Organisationsreglements das Kollegium der Stellvertreter (KS) als wichtiges Gremium für die Führung des betrieblichen Tagesgeschäfts etabliert. Im alten Organisationsreglement fand das KS jedoch keine verbindliche Grundlage, was bei der Teilrevision 2008 geändert wurde. Weitere Teilrevisionen des Organisationsreglements erfolgten 2011 und 2016 (vgl. Ziffer 4.3.4).

4.2.2.1 Aufbauorganisation

Die SNB ist in drei Departemente gegliedert, wobei jedes Departement über einen eigenen Geschäftskreis verfügt (Art. 3 Abs. 1 i.V.m. Art. 4 Organisationsreglement). Die Organisationseinheiten der Departemente I und III befinden sich mehrheitlich in Zürich, jene des II. Departements mehrheitlich in Bern. Der Geschäftskreis des I. Departements umfasst: Volkswirtschaft, Internationale Währungs Kooperation, Rechtsdienst, Kommunikation. Der Geschäftskreis des II. Departements umfasst: Finanzen, Risikomanagement, Finanzstabilität, Bargeld, Sicherheit. Der Geschäftskreis des III. Departements umfasst: Finanzmärkte, Asset Management, Operatives Bankgeschäft, Informatik. Das Generalsekretariat ist die Stabsstelle des Direktoriums und des Bankrats. Es untersteht dem Direktorium und gehört administrativ zum I. Departement. Jedem Departement steht ein Mitglied des Direktoriums vor. Das I. Departement wird vom Präsidenten des Direktoriums geleitet. Die Stellvertreter sind in die Departementsleitung einbezogen und für die Betriebsführung in ihrem Departement zuständig (Art. 3 Organisationsreglement).

Die SNB kann Zweigniederlassungen und Vertretungen im In- und Ausland unterhalten (Art. 3 NBG, Art. 7 Organisationsreglement). Seit 2013 betreibt die SNB eine Zweigniederlassung in Singapur, um ihre Aktiven in Asien und Ozeanien effizienter bewirtschaften zu können. Dieser Schritt erfolgte nach der Einführung des Euro-Mindestkurses vor dem Hintergrund der stark gestiegenen Devisenreserven und der wachsenden Bedeutung der asiatischen Finanzmärkte. Unter anderem wurden dadurch Operationen am Devisenmarkt rund um die Uhr erleichtert. Die Wirtschaftsbeobachtung und Informationsvermittlung in den Schweizer Regionen wird durch regionale Vertretungen wahrgenommen.

4.2.2.2 Erweitertes Direktorium

Das sogenannte Erweiterte Direktorium (EDIR) besteht aus den drei Mitgliedern des Direktoriums und ihren drei Stellvertretern. Es ist zuständig für den Erlass der strategischen Vorgaben für die Betriebsführung, einschliesslich der Ressourcenstrategie und der Personalplanung (Art. 22 Abs. 2 Bst. a Organisationsreglement) und genehmigt zuhanden des Bankrats das jährliche Bankbudget und die Planungsreserve sowie die jährliche Budgetabrechnung (Art. 22 Abs. 2 Bst. b Organisationsreglement). Der Bankrat beaufsichtigt die Betriebsführung durch das EDIR. Der Präsident des Bankrats kann an den Sitzungen des EDIR mit beratender Stimme teilnehmen (Art. 23 Abs. 3 Organisationsreglement) und erhält die Protokolle des EDIR (Art. 24 Abs. 3 Organisationsreglement).

4.2.2.3 Kollegium der Stellvertreterinnen und Stellvertreter

Das Kollegium der Stellvertreterinnen und Stellvertreter (KS) ist im Zuge der Umsetzung der Totalrevision des NBG 2003 geschaffen worden. Grundlage des KS bildete Artikel 22 Absatz 3 des alten Organisationsreglements, der die Möglichkeit vorsah, einzelne Geschäfte des EDIR an die Stellvertreterinnen oder Stellvertreter zu delegieren. Nach dem Inkrafttreten des neuen NBG hatte sich das KS als bankweites Führungsorgan für das betriebliche Tagesgeschäft etabliert. Deshalb wurde für die Funktion des KS anlässlich der Überarbeitung des Organisationsreglements 2008 eine formelle Grundlage geschaffen. 2011 wurden die Aufgaben des KS leicht erweitert. Das KS ist unter anderem zuständig für die Planung und Umsetzung der strategischen Vorgaben für die Betriebsführung der SNB und gewährleistet die Koordination in allen betrieblichen Angelegenheiten von departmentsübergreifender Bedeutung (vgl. im Einzelnen Art. 24b Organisationsreglement).

4.2.3 Fazit

Die Aufbauorganisation und die Aufgabenteilung in betrieblichen Angelegenheiten haben sich bewährt. Insbesondere durch die Stärkung des EDIR und des KS konnte das Direktorium vom Tagesgeschäft in betrieblichen Belangen entlastet werden.

4.3 Bankrat

4.3.1 Aufgaben

Anders als bei einer privatrechtlichen Aktiengesellschaft liegt die Aufgabe des Bankrats nicht in der Oberleitung der Gesellschaft, sondern in der betrieblichen Aufsicht. Er ist für die Aufsicht und Kontrolle der Geschäftsführung der SNB, namentlich die Einhaltung von Gesetzen, Reglementen und Weisungen (Compliance), verantwortlich (Art. 42 Abs. 1 NBG, Art. 10 Abs. 1 und Abs. 2 Bst. i Organisationsreglement). Weiter trägt der Bankrat die Finanzverantwortung, indem er das Jahresbudget und eine Planungsreserve für unvorhergesehene Ausgaben verabschiedet und nicht budgetierte Investitionen und Ausgaben genehmigt (Art. 10 Abs. 2 Bst. c Organisationsreglement), nachdem das EDIR das jährliche Bankbudget und die Planungsreserve sowie die jährliche Budgetabrechnung zuhanden des Bankrats genehmigt hat (Art. 22 Abs. 2 Bst. b Organisationsreglement).

Bericht zur Geldpolitik

Der Bankrat legt die innere Organisation der SNB fest und erlässt das Organisationsreglement⁶¹, welches er dem Bundesrat zur Genehmigung unterbreitet (Art. 42 Abs. 2 Bst. a NBG, Art. 10 Abs. 2 Bst. a Organisationsreglement). Weiter schlägt der Bankrat dem Bundesrat die Kandidaten für die Wahl ins Direktorium sowie für deren Stellvertreter vor (Art. 42 Abs. 2 Bst. h NBG, Art. 10 Abs. 2 Bst. g Organisationsreglement).

Er bildet aus seinem Mitgliederkreis vier Ausschüsse (Prüfungsausschuss, Risikoausschuss, Entschädigungsausschuss und Ernennungsausschuss), welche bestimmte Führungsprozesse gemäss den Vorgaben interner Reglemente überwachen und den Bankrat bei der Wahrnehmung seiner Aufgaben unterstützen. Eine wichtige Rolle kommt dabei namentlich dem Prüfungsausschuss zu, welcher den Bankrat in der Beaufsichtigung des Rechnungswesens und der finanziellen Berichterstattung sowie der Einhaltung von Gesetzen und regulatorischen Vorschriften unterstützt. Er beurteilt zudem die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems (IKS) und überwacht die Tätigkeit der externen und internen Revision (Art. 11 Organisationsreglement). Zu diesem Zweck hat der Prüfungsausschuss ein Akteneinsichtsrecht für alle Informationen, die er zur Erfüllung seiner Aufgaben benötigt. Bei Verdacht auf gravierende Unregelmässigkeiten oder Nichtbeherrschung von Risiken kann der Prüfungsausschuss im Einvernehmen mit dem Präsidenten des Bankrats Sonderuntersuchungen durchführen und hierfür auch externe Spezialisten involvieren.⁶² Der Prüfungsausschuss koordiniert seine Tätigkeit mit dem Risikoausschuss, der den Bankrat bei der Überwachung des Risikomanagements und der Beurteilung der Governance des Anlageprozesses unterstützt (Art. 12 Organisationsreglement). Auch der Risikoausschuss verfügt über ein Akteneinsichts- und Informationsrecht.⁶³ Der Entschädigungsausschuss unterstützt den Bankrat in der Festlegung der Grundsätze der Entschädigungs- und Gehaltspolitik der SNB und stellt Antrag zur Festsetzung der Löhne der Mitglieder des Direktoriums und deren Stellvertreter (Art. 13 Organisationsreglement). Der Ernennungsausschuss erarbeitet die Wahlvorschläge für diejenigen Bankratsmitglieder, welche von der Generalversammlung gewählt werden sowie für die Mitglieder des Direktoriums und deren Stellvertreter (Art. 14 Organisationsreglement).

Schliesslich ist der Bankrat für alle Angelegenheiten zuständig, die keinem anderen Organ zugewiesen werden (Art. 42 Abs. 3 NBG). Das Direktorium stellt dem Bankrat alle Unterlagen zur Verfügung, die dieser für die Erfüllung seiner Aufgaben benötigt und orientiert den Bankrat regelmässig über die Wirtschaftslage, die Lage an den Finanzmärkten, die Geld- und Währungspolitik, die Stabilität des Finanzsystems und die Anlagen der Aktiven (Art. 15 Organisationsreglement). Der Präsident des Bankrats ist berechtigt, an den Sitzungen des Direktoriums und des EDIR teilzunehmen und erhält die betreffenden Protokolle (Art. 19 Abs. 3 i.V.m. Art. 20 Abs. 3 und Art. 23 Abs. 3 und Art. 24 Abs. 3 Organisationsreglement;). Eine Ausnahme bilden lediglich die Sitzungen des Direktoriums, an denen die geld- und währungspolitischen Entscheide vorbereitet werden (Art. 19 Abs. 3 Organisationsreglement).

Der Bankrat wirkt weder bei der Festlegung der Geld- und Währungspolitik, noch bei deren operativer Umsetzung mit.⁶⁴ Einzig die Kompetenz des Bankrats, die Höhe der Rückstellungen auf Antrag des Direktoriums zu genehmigen, berührt eine für die

⁶¹ SR 951.153.

⁶² Reglement über den Prüfungsausschuss der Schweizerischen Nationalbank vom 14. Mai 2004.

⁶³ Reglement über den Risikoausschuss der Schweizerischen Nationalbank vom 14. Mai 2004.

⁶⁴ Botschaft (2002), 6249.

Bericht zur Geldpolitik

Geld- und Währungspolitik wichtige Entscheidung (Art. 42 Abs. 2 Bst. d NBG): Die Höhe der Rückstellungen beeinflusst nicht nur den Bestand der Währungsreserven, sondern auch die Gewinnausschüttung der SNB.

4.3.2 Zusammensetzung und Wahl

Im Rahmen der Totalrevision des NBG wurde der Bankrat stark verkleinert und in seiner Verantwortung bei der Administrativaufsicht über die Geschäftstätigkeit der SNB gestärkt. Seit 2004 besteht der Bankrat aus elf Mitgliedern, wobei der Bundesrat sechs Mitglieder wählt und die Generalversammlung fünf (Art. 39 Abs. 1 NBG). Präsident und Vizepräsident des Bankrats werden durch den Bundesrat bezeichnet (Art. 39 Abs. 2 NBG). Die Amtszeit beträgt 4 Jahre (Art. 39 Abs. 3 NBG). Eine Wiederwahl ist möglich, die maximale Amtszeit beträgt 12 Jahre (Art. 39 Abs. 4 NBG). Die Mitglieder des Bankrats müssen die schweizerische Staatsbürgerschaft besitzen und einen einwandfreien Ruf geniessen. Mit der Stärkung der Aufsichts-, Organisations- und Finanzverantwortung des Bankrats wurden auch die fachlichen Anforderungen an die Bankratsmitglieder erhöht. Sie müssen über ausgewiesene Kenntnisse in den Bereichen Bank- und Finanzdienstleistungen, Unternehmensführung, Wirtschaftspolitik oder Wissenschaft verfügen (Art. 40 Abs. 1 NBG). Bei der Zusammensetzung des Bankrats wird auf eine angemessene Vertretung der Landesgegenden und Sprachregionen geachtet (Art. 40 Abs. 2 NBG). Die Prinzipien für die personelle Zusammensetzung des Bankrats sind in einem Memorandum of Understanding aus dem Jahr 2011 zwischen dem EFD und der SNB vereinbart worden. Die vereinbarten Prinzipien gelten für beide Wahlbehörden (Bundesrat und Generalversammlung) und sollen sicherstellen, dass die für die SNB wichtigen Qualitäten und Fachkompetenzen im Bankrat gewährleistet sind. Der Bankrat besteht zu je etwa einem Drittel aus Persönlichkeiten aus der Wirtschaft, der Wissenschaft und der Politik, wobei verschiedene Wirtschaftsbranchen vertreten sein sollen. Soweit nötig und möglich, wird auf eine ausgewogene Vertretung der politischen Parteien Rücksicht genommen.

4.3.3 Neuregelungen im Organisationsreglement 2008, 2011 und 2016

Mit der Totalrevision des NBG 2003 wurde die Rolle des Bankrats der SNB als betriebliches Aufsichtsorgan gestärkt und teilweise neu definiert. Obwohl sich der neue Ordnungsrahmen für die betriebliche Geschäftsführung grundsätzlich bewährte, traten auch Unsicherheiten über die genaue Abgrenzung von Verantwortlichkeiten und Kompetenzen zwischen Bankrat und Direktorium auf. Die Kompetenzregelung des Bankrats im Organisationsreglement wurde deshalb 2008 neu geregelt. Die Neufassung orientierte sich strukturell an Artikel 716a OR, in welchem die unübertragbaren Pflichten des Verwaltungsrats festgelegt werden. Die Kompetenzen wurden im revidierten Organisationsreglement vollständig (unter Einschluss der in Art. 42 NBG genannten Aufgaben) und systematisch aufgeführt, sodass der neue Artikel 10 Organisationsreglement die Aufgaben des Bankrats umfassend regelt. Einzig Artikel 10 Absatz 2 Organisationsreglement umfasst drei Kompetenzen des Bankrats, die eine politische Note aufweisen und bei gewöhnlichen Aktiengesellschaften keine Entsprechung finden (Genehmigung der Gewinnausschüttungsvereinbarung, Entscheidung über die Gestaltung der Banknoten sowie Wahl der Mitglieder der regionalen Wirtschaftsbeiräte).

2011 wurde die Interne Revision dem Prüfungsausschuss des Bankrats (Art. 6, 10 und 12 Organisationsreglement) unterstellt. Zudem wurde dem Ernennungsausschuss

Bericht zur Geldpolitik

die Kompetenz übertragen, Wahlvorschläge für die Mitglieder des Bankrats zu erarbeiten (Art. 12 Organisationsreglement).

Die letzte Teilrevision des Organisationsreglements erfolgte 2016. Mit den vorgenommenen Änderungen wurden Empfehlungen der Geschäftsprüfungskommissionen (GPK) von National- und Ständerat umgesetzt, welche diese in ihrem Bericht «Rücktritt des SNB-Präsidenten am 9. Januar 2012: Der Bundesrat im Spannungsfeld zwischen der politischen und der aufsichtsrechtlichen Dimension» vom 15. März 2013 abgegeben hatten. Zwei der Empfehlungen zielten auf eine formelle Revision des Organisationsreglements ab. Zum einen wurde die Pflicht zum Erlass eines Reglements für die Finanzanlagen und Finanzgeschäfte von Mitgliedern der Bankleitung explizit in den Aufgabenkatalog des Bankrats aufgenommen. Zum anderen hatte die GPK empfohlen, das Organisationsreglement derart zu gestalten, dass es eine klare und angemessene Aufsichtsstruktur innerhalb der SNB festlege. Der bisherige Wortlaut des Organisationsreglements hatte diesbezüglich zu Missverständnissen geführt.

4.3.4 Fazit

Insgesamt verfügt der Bankrat über alle notwendigen Kompetenzen, damit er die Aufsicht und Kontrolle über die Geschäftsführung der SNB ausüben kann. Er wird dabei durch das Generalsekretariat und durch die Interne Revision unterstützt. Die Aufgabenteilung zwischen Direktorium und Bankrat besteht im Wesentlichen seit den Anfängen der SNB, ist gut eingespielt und hat sich bisher bewährt.

4.4 Direktorium

4.4.1 Aufgaben des Direktoriums

Das Direktorium ist das oberste geschäftsleitende und ausführende Organ der SNB. Es vertritt die SNB in der Öffentlichkeit (Art. 46 Abs. 1 NBG). Namentlich trifft das Direktorium die konzeptionellen und operativen geldpolitischen Entscheide, bestimmt die Zusammensetzung der Währungsreserven und entscheidet über die Anlage der Aktiven (Art. 46 Abs. 2 Bst. a–c NBG). Es ist zuständig für den Einsatz der hoheitlichen Instrumente (Statistik, Mindestreserven, Überwachung systemisch bedeutsamer Finanzmarktinfrastrukturen) und besorgt die Aufgaben der SNB im Zusammenhang mit der internationalen Währungskooperation (Art. 46 Abs. 2 Bst. d und e NBG).

Das Organisationsreglement regelt in Artikel 18 Absatz 2 weitere Zuständigkeiten des Direktoriums, die in Zusammenhang mit den gesetzlichen Aufgaben der SNB stehen. So erlässt das Direktorium die Geldpolitischen Richtlinien, mit denen die SNB die Instrumente und Verfahren, welche sie zur Versorgung des Schweizerfranken-Geldmarkts mit Liquidität einsetzt, regelt sowie die «Anlagepolitischen Richtlinien», mit denen die SNB die Grundsätze der Anlagepolitik, die Anlageinstrumente und den Anlage- und Risikokontrollprozess detailliert bestimmt. Es ist zuständig für den Erlass der «Allgemeinen Geschäftsbedingungen». Weiter bestimmt das Direktorium die Strategie für die Anlage der Aktiven. In Zusammenhang mit dem Notenmonopol (Art. 4 NBG) entscheidet das Direktorium über den Nennwert der auszugebenden Banknoten sowie die Ausgabe und den Rückruf von Notentypen und Notense-

Bericht zur Geldpolitik

rien. Schliesslich ist das Direktorium zuständig für den Abschluss von Vereinbarungen über Bankdienstleistungen für Bundesstellen und entscheidet über die Aufnahme von gerichtlichen Prozessen. Da das Direktorium die alleinige Verantwortung für die Führung der Geld- und Währungspolitik trägt, obliegt ihm auch die Pflicht, Rechenschaft darüber abzulegen (Art. 46 Abs. 1 i.V.m. Art. 7 NBG).

Das Direktorium ist eine Kollegialbehörde (Art. 18 Abs. 1 Organisationsreglement), welche gegen aussen geeint auftritt und mit einer Stimme spricht. Sämtliche Beschlüsse werden durch Mehrheitsentscheid gefasst (Art. 19 Abs. 4 Organisationsreglement). Der Präsident hat den Vorsitz und leitet die Sitzungen (Art. 19 Abs. 1 Organisationsreglement), er hat aber kein Vetorecht. Das Direktorium tagt üblicherweise zweimal pro Monat, wobei jedes Mitglied ausserordentliche Sitzungen einberufen kann (Art. 19 Abs. 1 Organisationsreglement). In dringenden Fällen können Beschlüsse in Telefonkonferenzen oder auf dem Zirkularweg gefasst werden (Art. 19 Abs. 5 Organisationsreglement).

Das Direktorium ist beschlussfähig, wenn die drei Mitglieder beziehungsweise zwei Mitglieder und der Stellvertreter bzw. die Stellvertreterin des abwesenden Mitglieds anwesend sind (Art. 19 Abs. 4 Organisationsreglement). Die Stellvertreter nehmen in beratender Funktion an den geldpolitischen Entscheiden des Direktoriums teil. Bei Abwesenheit eines Mitglieds übernehmen sie die Vertretung, und zwar auch bei geldpolitischen Entscheiden. Aus diesem Grund müssen die Stellvertreter denselben hohen Anforderungen in fachlicher und persönlicher Hinsicht entsprechen wie die Mitglieder des Direktoriums (Art. 44 Abs. 3 NBG; vgl. zur Rolle der Stellvertreter bei den geldpolitischen Entscheidungen auch Ziffern 4.4.2 und 4.4.3.2).

Die SNB verfügt über einen klar definierten rechtlichen Auftrag, welcher gleichzeitig den Rahmen der gesamten Tätigkeiten der SNB absteckt. In diesem Rahmen entscheidet das Direktorium autonom über den Einsatz des gesamten Spektrums der zur Verfügung stehenden geld- und währungspolitischen Instrumente. Diese werden in den Geldpolitischen Richtlinien, den Anlagepolitischen Richtlinien und den Allgemeinen Geschäftsbedingungen konkretisiert. Der Ermessensspielraum und die Entscheidungskompetenzen des Direktoriums beziehen sich damit nicht auf das zu erreichende geld- und währungspolitische Ziel – Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur –, welches der SNB vom Verfassungs- bzw. Gesetzgeber vorgegeben wird, sondern vielmehr auf die Auswahl und Dosierung der einzelnen zur Verfügung stehenden Instrumente, mit denen dieses Ziel erreicht werden soll.

In normalen Zeiten setzt die SNB ihre Geldpolitik über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Schweizerfranken-Geldmarkt um. Der geldpolitische Entscheid beinhaltet dann die Festlegung eines Zielbandes für den Dreimonats-Libor. Das Direktorium legt die Höhe dieses Zielbandes sowie den angestrebten Wert für den Dreimonats-Libor fest. Es trifft seinen geldpolitischen Entscheid in der Regel im Rahmen der vierteljährlichen Lagebeurteilungen, wobei die Entscheidungen in einem strukturierten Prozess intern vorbereitet werden und eine grosse Bandbreite von Faktoren und Analysen berücksichtigen. In einer Krisensituation, in der vom normalen Prozess abgewichen wird, und beim Einsatz unkonventioneller Instrumente steigt der Ermessensspielraum des Direktoriums. Der Ermessensspielraum des Direktoriums wird jedoch dadurch eingeschränkt, dass die Geldpolitik der SNB dem Gesamtinteresse des Landes dienen muss.

4.4.2 Geldpolitischer Entscheidungsprozess

Der geldpolitische Entscheidungsprozess verläuft klar strukturiert, mit dem Ziel, die Entscheidungen nachvollziehbar zu machen. Dabei steht dem Direktorium ein grosser Stab von Ökonomen zur Seite, welcher zusammen mit den Stellvertretern der Mitglieder des Direktoriums an den geldpolitischen Lagebeurteilungen teilnimmt. Die ordentlichen geldpolitischen Lagebeurteilungen finden vierteljährlich statt und beginnen zwei Tage vor der Bekanntgabe der geldpolitischen Entscheidung. Der gesamte Vorbereitungsprozess beansprucht fünf bis sechs Wochen und beginnt mit der vertieften Konjunkturaussprache, anlässlich welcher überprüft wird, inwiefern sich die Lage seit der letzten Lagebeurteilung verändert hat. Die drei Organisationseinheiten aus dem Bereich Volkswirtschaft (Geldpolitische Analysen, Inflationsprognosen und Konjunktur) erarbeiten im Vorfeld zur Lagebeurteilung detaillierte Berichte und Prognosen. Am ersten Tag der Lagebeurteilung präsentieren die Ökonomen aus den Bereichen Volkswirtschaft, Finanzstabilität sowie Geldmarkt und Devisenhandel Analysen zur aktuellen Lage und verschiedene Prognosen zur Preis- und Konjunkturentwicklung. Insgesamt nehmen am ersten Tag der Lagebeurteilung rund 30 Personen teil. Am Ende des ersten Tages verfügt das Direktorium über ein Gesamtbild aller für den geldpolitischen Entscheid relevanten Informationen.

Am zweiten Tag nimmt, neben dem Direktorium und deren Stellvertretern, ein reduzierter Kreis von Spezialisten an der Entscheidungsfindung teil. Es werden die geldpolitischen Optionen diskutiert, wobei sich die anwesenden Spezialisten beratend an der Diskussion beteiligen. Die Stellvertretenden Mitglieder des Direktoriums haben ein Mitsprache- aber kein Stimmrecht. Die Diskussion ist auf Konsensfindung ausgerichtet und schliesst mit den Meinungsäusserungen der Mitglieder des Direktoriums und deren Stellvertreter ab. Falls sich aus den Meinungsäusserungen des Direktoriums kein einstimmiger Entscheid ergibt, ist eine formelle Abstimmung vorgesehen.

Im Anschluss an den geldpolitischen Entscheid wird die Medienmitteilung verabschiedet, mit welcher der Entscheid begründet wird. Rund zwei Wochen später erfolgt eine ausführlichere Begründung im Bericht über die Geldpolitik im Quartalsheft der SNB. Im Juni und Dezember findet zudem eine Pressekonferenz statt, an welcher alle drei Mitglieder des Direktoriums ein Referat halten und der Presse für Fragen zur Verfügung stehen.

4.4.3 Grösse und Zusammensetzung des Direktoriums

Das Direktorium der SNB setzt sich aus drei Mitgliedern zusammen, wobei jedem Mitglied des Direktoriums Stellvertreterinnen oder Stellvertreter beigeordnet sind, die beratend an den geldpolitischen Entscheidungen des Direktoriums teilnehmen. In der öffentlichen Diskussion wurde unter anderem die Frage aufgeworfen, ob bei der Grösse und Zusammensetzung des Direktoriums Anpassungsbedarf besteht. Dem Anliegen liegt die Annahme zugrunde, dass breiter abgestützte Entscheidungen, gleich welcher Art, demokratisch besser legitimiert sind und damit gesellschaftlich auch eher akzeptiert werden.

4.4.3.1 Internationaler Überblick über geldpolitische Gremien

International werden die geldpolitischen Entscheide oft von grösseren Gremien getroffen als in der Schweiz (vgl. Tabelle 1, am Ende von Ziffer 4.5.4). Einzig Däne-

Bericht zur Geldpolitik

mark weist mit 3 Mitgliedern ein gleich grosses geldpolitisches Entscheidungsgremium auf wie die Schweiz, und in Neuseeland ist der Governor alleiniger Entscheidungsträger. In Schweden und Israel, also in Ländern, die gemessen an der Bevölkerungsgrösse der Schweiz entsprechen, werden die geldpolitischen Entscheide von doppelt so vielen Personen (6) getroffen. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang jedoch der Umstand, dass in der Schweiz die drei Stellvertreter der Mitglieder des Direktoriums mit beratender Stimme an den geldpolitischen Entscheidungen teilnehmen (vgl. Ziffer 4.4.3.2).

Eine breit angelegte Analyse der existierenden Zentralbanken aus dem Jahr 2006 zeigte folgendes Bild: Berger, Nitsch & Lybek⁶⁵ haben die Grösse der geldpolitischen Entscheidungsgremien von rund 84 Zentralbanken zu Jahresende 2003 gruppiert und ausgewertet. Die meisten Zentralbanken (rund 45) hatten zwischen 7 und 9 Mitglieder, ca. 25 hatten zwischen 4 und 6 Mitglieder, 15 hatten mehr als 10 Mitglieder und nur 5 hatten 2-3 Mitglieder. Die Wahlmodalitäten in den verschiedenen Ländern sind unter Ziffer 4.6.2 beschrieben.

In den USA liegt die Verantwortung für die Geldpolitik beim Federal Open Market Committee (FOMC). Ihm gehören 12 Personen an. Sieben davon sind Mitglieder des Board of Governors. Die fünf weiteren Mitglieder des FOMC vertreten die regionalen Federal Reserve Banks. Dabei hat der Präsident der Federal Reserve Bank von New York, die alle wichtigen geldpolitischen Geschäfte durchführt, mit einem ständigen Sitz im FOMC eine Sonderstellung. Die verbleibenden 4 Sitze teilen sich die restlichen 11 Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banks gemäss einem Rotationssystem. Ihr Stimmrecht währt im FOMC 1 Jahr; ihre Amtsdauer als Direktoren der regionalen Federal Reserve Banks beträgt 3 Jahre. Das FOMC entscheidet mit einfacher Mehrheit, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat.

Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) werden die geldpolitischen Entscheide vom EZB-Rat getroffen. Dieser besteht aus den 6 Mitgliedern des Direktoriums sowie aus den derzeit 19 Präsidenten der nationalen Zentralbanken, die am Euro teilnehmen. Insgesamt zählt der EZB-Rat somit 25 Mitglieder. Stimmberechtigt sind jedoch nur 21 Mitglieder. Ähnlich wie in den USA wird die Grösse des geldpolitischen Gremiums nach oben beschränkt. Die nationalen Zentralbanken erhalten nur eine beschränkte Anzahl von Stimmrechten (15). Diese werden nach einem ausgefeilten Rotationsverfahren unter Berücksichtigung der Grösse der Länder auf die Zentralbanken zugeteilt. Für alle Präsidenten der nationalen Zentralbanken ist jedoch vorgeschrieben, dass ihre Amtsdauer mindestens 5 Jahre betragen muss. Der EZB-Rat entscheidet mit einfacher Mehrheit. Dabei hat jedes anwesende und stimmberechtigte Mitglied eine Stimme. Bei Stimmgleichheit entscheidet die Stimme des Präsidenten.

In Grossbritannien liegen die geldpolitischen Entscheide bei den 9 Mitgliedern des Monetary Policy Committee (MPC). 5 der Mitglieder sind Angestellte der Zentralbank: Der Governor, zwei Deputy Governors; der Chefökonom der Bank und der Executive Director for Markets. Dazu kommen 4 Mitglieder des MPC von ausserhalb der Bank of England. Der Governor ist auf 8 Jahre gewählt, eine einmalige Wiederwahl ist möglich. Die beiden Deputy Governors haben eine Amtszeit von 5 Jahren, können aber zweimal wiedergewählt werden. Die 4 Mitglieder von ausserhalb der Bank haben mit 3 Jahren die kürzeste Amtsdauer. Das MPC trifft seine

⁶⁵ Berger, Helge, Volker Nitsch und Tonny Lybek (2006), Central bank boards around the world: Why does membership size differ? IMF Working Paper 06/281.

Bericht zur Geldpolitik

Beschlüsse mit einfacher Mehrheit, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat. Allerdings hat der Schatzkanzler zur Wahrung des öffentlichen Interesses ein Weisungsrecht gegenüber der Bank of England.

In Kanada bestimmt das Governing Council die Geldpolitik. Ihm gehören zurzeit 6 Mitglieder an: der Governor der Bank of Canada, der Senior Deputy Governor und 4 Deputy Governors. Die Amtszeit des Governors und Senior Deputy Governors liegt sie bei 7 Jahren, eine Wiederwahl ist möglich. Die Amtszeit der übrigen 4 Deputy Governors ist nicht gesetzlich festgelegt. Die Entscheidungen des Governing Councils werden im Konsens getroffen. Im Falle von Meinungsverschiedenheiten bezüglich der Geldpolitik zwischen dem Finanzminister und der Bank of Canada kann der Minister nach Konsultation des Governors der Bank of Canada und Bestätigung durch den Premierminister eine Direktive für die Geldpolitik vorgeben.

In Schweden entscheidet das Executive Board über die Geldpolitik. Es besteht aus 6 Mitgliedern, darunter einem Präsidenten und einem Vizepräsidenten, die auf 5-5 Jahre gewählt werden. Geldpolitische Entscheide werden mit einfacher Mehrheit getroffen. Im Falle von Stimmgleichheit hat der Präsident die ausschlaggebende Stimme.

In Japan liegt die Verantwortung für die Geldpolitik beim Policy Board. Diesem gehören 9 Mitglieder an, darunter der Governor der Bank of Japan und zwei Deputy Governors. Die Amtszeit beträgt 5 Jahre. Eine Wiederwahl ist möglich. Die 9 Mitglieder des Policy Boards treffen die geldpolitischen Entscheidungen mit einfacher Mehrheit, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat.

Die geldpolitischen Entscheide in Israel werden vom Monetary Committee (MC) getroffen. Ihm gehören 6 Mitglieder an: der Präsident, der Vizepräsident, ein «weiterer Angestellter der Zentralbank» sowie 3 Mitglieder «aus dem Volk». Präsident und Vizepräsident sind auf 5 Jahre gewählt. Eine Wiederwahl ist möglich. Der «weitere Angestellte der Zentralbank» wird vom Präsidenten des MC auf 4 Jahre bestimmt. Die Mitglieder «aus dem Volk» werden von der Regierung auf Empfehlung des Candidate Search Committee gewählt. Sie haben wie der Angestellte der Zentralbank eine Amtsdauer von 4 Jahren und sind wiederwählbar. Die Entscheide werden mit Mehrheit der anwesenden Mitglieder getroffen. Bei Stimmgleichheit entscheidet die Stimme des Präsidenten.

Dänemark weist mit drei Mitgliedern ein gleich grosses geldpolitisches Entscheidungsgremium auf wie die Schweiz. Die Amtsdauer der 3 Governors ist unbefristet, allerdings müssen sie vor ihrem siebzigsten Geburtstag zurücktreten. Bei Stimmgleichheit (z.B. ein abwesender Governor) gibt die Stimme des von der Königin ernannten Governors den Ausschlag.

In Neuseeland schliesslich trifft der Governor der Reserve Bank of New Zealand die geldpolitischen Entscheidungen alleine. Die Rolle des Board of Directors besteht primär darin, die Leistung des Governors zu begutachten. Die Amtszeit beträgt 5 Jahre, wobei Wiederwahlen möglich sind.

4.4.3.2 Rolle der Stellvertreterinnen und Stellvertreter im geldpolitischen Entscheidungsprozess der SNB

Den drei Mitgliedern des Direktoriums sind Stellvertreterinnen und Stellvertreter beigeordnet (Art. 43 Abs. 1 NBG). Wie die Mitglieder des Direktoriums selbst, werden

Bericht zur Geldpolitik

auch die Stellvertreterinnen und Stellvertreter auf Vorschlag des Bankrats vom Bundesrat für eine Amtsdauer von 6 Jahren gewählt (Art. 43 Abs. 2 NBG). Sie können während der Amtsdauer nur vom Bundesrat auf Antrag des Bankrats des Amtes enthoben werden (Art. 45 NBG). Mit dieser Regelung wird gewährleistet, dass die Stellvertreterinnen und Stellvertreter über eine gewisse Unabhängigkeit gegenüber «ihrem» jeweiligen Direktoriumsmitglied verfügen und von diesen nicht entlassen werden können.

Die Stellvertreterinnen und Stellvertreter vertreten die Mitglieder des Direktoriums in allen Belangen einschliesslich der geldpolitischen Entscheidungen, sofern das betreffende Direktoriumsmitglied nicht an der Direktoriumssitzung teilnehmen kann. Die Stellvertreterinnen und Stellvertreter nehmen mit beratender Stimme an den geldpolitischen Entscheidungen des Direktoriums teil. Aus den Protokollen⁶⁶ geht klar hervor, dass sich die Stellvertreter an den Diskussionen über den einzuschlagenden geldpolitischen Kurs aktiv beteiligen. Die Stellvertreter und in Ausnahmefällen ebenfalls andere Teilnehmer machen auch Vorschläge für die künftige Geldpolitik.

Auch wenn die geldpolitischen Entscheidungen von den drei Mitgliedern des Direktoriums gefällt werden, so kommt den Stellvertreterinnen und Stellvertretern eine wichtige Rolle im geldpolitischen Entscheidungsprozess zu. Zum einen beraten sie die Direktoriumsmitglieder. Zum anderen werden sie mit der Leitung von Arbeitsgruppen zur Vorbereitung wichtiger geldpolitischer Fragen betraut. Aufgrund der oft langjährigen Erfahrung der Stellvertreter misst das Direktorium ihren Meinungen ein grosses Gewicht bei.

4.4.3.3 Wissenschaftliche Theorie und Empirie zur Gremiengrösse

In der wissenschaftlichen Literatur gibt es eine Anzahl von Studien, die sich mit der optimalen Gestaltung von Gremien im Allgemeinen und geldpolitischen Gremien im Besonderen auseinandersetzen. Im Kern geht es um die Frage, ob Gruppenentscheide besser sind als die Entscheide von einzelnen Individuen und wenn ja, wie viele Mitglieder eine Gruppe haben soll. Aus theoretischer Sicht treffen Gruppen unter bestimmten Voraussetzungen qualitativ bessere Entscheidungen als einzelne Individuen. Die Vorteile von Gruppenentscheidungen liegen in der breiteren Wissensbasis und der Möglichkeit der Interaktion. Allerdings nehmen mit zunehmender Grösse der Gruppe die Entscheidungseffizienz und die individuelle Verantwortung ab. Die optimale Gruppengrösse liegt demnach dort, wo der Nutzen eines weiteren Mitglieds (Qualitätsverbesserung der Entscheidung) gerade den durch das zusätzliche Mitglied entstehenden Kosten (Entscheidungsvorbereitung und -findung, Anreizprobleme bei steigender Gruppengrösse) entspricht. Dabei variieren sowohl der Nutzen als auch die Kosten je nach Gegenstand der Entscheidung, der verfügbaren Informationen und dem Entscheidungsmechanismus (Kang 2004).⁶⁷

In der empirischen Literatur gibt es etliche Studien, die sich mit der Frage beschäftigen, ob die geldpolitischen Entscheide von Gremien tatsächlich besser sind als jene

⁶⁶ Die Aussagen dieser Analyse beruhen auf den Protokollauszügen zur vierteljährlichen Lagebeurteilung seit 2002.

⁶⁷ Kang, Sawoong (2004), The optimal size of committee, Journal of Economic Research 9, 217–238.

von einem einzelnen Individuum. Blinder und Morgan (2000)⁶⁸ haben durch geldpolitische Experimente gezeigt, dass die Entscheidungen von Fünf-Personen Gruppen signifikant besser waren als individuelle Entscheidungen. Lombardelli et al. (2002)⁶⁹ fanden in einem ähnlichen Experiment heraus, dass die Gruppenentscheidung signifikant besser war als der Durchschnitt der Entscheidungen der einzelnen Mitglieder. Die Autoren führten den Qualitätsvorsprung von Gruppenentscheidungen darauf zurück, dass bei Gruppenentscheidungen der «bessere» Entscheidungsträger über Diskussionen etc. ein höheres Gewicht als der «schlechtere» Entscheidungsträger erhält. Ausserdem kann die Gruppe bessere Entscheidungen treffen, weil sie Informationen teilt und voneinander lernt. Die empirische Evidenz spricht somit klar für ein geldpolitisches Entscheidungsgremium und nicht für eine Einzelperson.

Die Antwort auf die Frage nach der «optimalen» Gruppengrösse wird in der empirischen Literatur hingegen nicht eindeutig beantwortet. Berger (2006)⁷⁰ spricht von einer «moderately large number», Lybek & Morris (2004)⁷¹ tendieren eher zu ca. zehn Personen, während Sibert (2006)⁷² von rund fünf Personen spricht. Blinder & Morgan (2008)⁷³ zeigen, dass eine Gruppe mit acht Personen nicht signifikant besser entscheidet als eine Gruppe mit vier Mitgliedern.

Eine Umfrage⁷⁴ bei amtierenden und ehemaligen Mitgliedern des Monetary Policy Boards in Norwegen und Schweden ergab, dass ein Committee gegenüber einem Einzelentscheidungsträger präferiert wird, das Committee jedoch nicht zu gross sein sollte. Die meisten Umfrageteilnehmer sprachen sich für eine Grösse von 5 bis 7 Personen aus. Als wichtige Gründe für ein Committee erachteten die Befragten vor allem die Vermeidung grosser geldpolitischer Fehler und die öffentliche Akzeptanz der Unabhängigkeit der Zentralbank. Bemerkenswert ist, dass die Umfrageteilnehmer in Apel et al. (2015) angaben, von ihren Gremiumskollegen kaum je in ihren eigenen Ansichten umgestimmt zu werden. Vielmehr findet die Meinungsbildung im Vorfeld der eigentlichen geldpolitischen Entscheidung, im Dialog mit den ökonomischen Mitarbeitern, statt. Der Grund für die besseren Entscheidungen von Committees sahen die Umfrageteilnehmer nicht in der Informationsteilung, sondern durch die Abstimmung selbst.

4.4.3.4 Vorteile und Nachteile einer Erweiterung des Direktoriums der SNB

Die Frage nach der optimalen Gruppengrösse lässt sich nicht eindeutig beantworten. Insgesamt könnten aber folgende Argumente für eine Erweiterung des Direktoriums

⁶⁸ Blinder, Alan S. & Morgan, John (2000) «Are Two Heads better Than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision-making», NBER Working Paper, No 7909, Cambridge.

⁶⁹ Lombardelli, Clare, James Proudman and James Talbot (2002) «Committees versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy decision-Making», Bank of England, Working Paper, No. 165.

⁷⁰ Berger, Helge & Nitsch, Volker & Lybek, Tonny (2006) «Central Bank Boards Around the World: Why Does Membership Size Differ?», IMF Working Paper, 281.

⁷¹ Lybek, T. & Morris, J. (2004) «Central bank Governance: A Survey of Boards and Arrangements», IMF Working Paper, 04/226.

⁷² Sibert, Anne (2006) «Central Banking by Committee», De Nederlandsche Bank, Working Paper Nr. 91, February 2006.

⁷³ Blinder, Alan S. & Morgan, John (2008) «Leadership in Groups: A Policy Experiment» International Journal of Central Banking 4 (4), S. 117-150.

⁷⁴ Apel, Claussen, Lennartsdotter & Røisland et al. (2015) «Monetary Policy Committees: Comparing Theory and Inside Information from MPC Members», International Journal of Central Banking, Vol. 11 No. 4, S. 47-89.

Bericht zur Geldpolitik

bzw. eine Vergrößerung des geldpolitischen Entscheidungsgremiums der SNB sprechen:

- *Qualitätsverbesserung der Entscheidungen durch grössere Meinungsvielfalt:* Die empirische wissenschaftliche Literatur zeigt, dass Gruppenentscheidungen unter gewissen Bedingungen qualitativ besser sind als Entscheidungen eines einzelnen Individuums. Die Theorie unterstützt dieses Resultat, sofern zusätzliche Gremiumsmitglieder zusätzliche relevante Informationen mit an den Tisch bringen und nicht zu grossen Fehleinschätzungen neigen.
- *Öffentliche Akzeptanz der Unabhängigkeit:* Die Öffentlichkeit, Private und Wirtschaft könnten die Unabhängigkeit der Nationalbank eventuell besser akzeptieren, wenn geldpolitische Entscheide durch eine grössere Gruppe getroffen würden.
- *Versicherung gegen extreme Entscheide:* Je grösser das geldpolitische Gremium, desto schwieriger wird es, dass sich extreme Ansichten einer einzelnen Person durchsetzen.

Gegen eine Ausweitung des SNB-Direktoriums können folgende Argumente vorgebracht werden:

- *Diffusion der Verantwortung:* Übersteigt das Gremium eine bestimmte Grösse, besteht die Gefahr einer Diffusion der Verantwortung. Grössere Gruppen können zu grösserer Risikofreude neigen, weil mit zunehmender Gruppengrösse die Verantwortung des Einzelnen abnehmen kann, was im Hinblick auf die Geldpolitik nicht wünschenswert ist.
- *Stab an geldpolitischen Entscheiden beteiligt:* Die Stellvertretenden Mitglieder des Direktoriums haben ein Mitspracherecht an den geldpolitischen Entscheiden und dem Direktorium steht ein Stab von Ökonomen zur Seite, welcher beratend an den geldpolitischen Lagebeurteilungen teilnimmt. Damit ist bereits heute sichergestellt, dass das ganze Wissen der SNB für die Entscheidung herangezogen und jedes Element, das für die Entscheidung wichtig ist, differenziert analysiert wird. Es fliessen also bereits heute deutlich mehr als nur drei Meinungen in den Entscheidungsprozess ein. Die Ausgestaltung des Entscheidungsprozesses beeinflusst massgebend die Qualität der geldpolitischen Entscheidungen.
- *Effiziente und sachbezogene Diskussion:* In einem kleinen Gremium könnten effiziente und sachbezogene Diskussionen eher möglich sein als in einem grossen und oftmals schwerfälligen Gremium.
- *Anzahl geeigneter Kandidaten beschränkt:* Die Kandidaten müssen über das notwendige Fachwissen verfügen, dürfen keine Partikularinteressen verfolgen und müssen mit den Eigenheiten der Schweiz als kleiner, offener Volkswirtschaft bestens vertraut sein. Angesichts der Grösse der Schweiz und den hohen Anforderungen, die an die Kandidaten in fachlicher Hinsicht gestellt werden, in Verbindung mit der Notwendigkeit die schweizerische Staatsbürgerschaft zu besitzen, ist die Zahl der in Frage kommenden Anwärter beschränkt und sicher geringer als in grossen Ländern wie zum Beispiel den USA.

Bericht zur Geldpolitik

- *Qualifikation als Garant für gute Entscheidungen:* Für die Qualität der Entscheidungen – und damit auch für die Akzeptanz in der Gesellschaft – dürfte weniger die Grösse des Gremiums, als vielmehr die Qualifikation der einzelnen Mitglieder ausschlaggebend sein. Umso wichtiger erscheint es deshalb, dass potenzielle Anwärter den hohen Anforderungen für die Funktion als Mitglied des Direktoriums oder als Stellvertreter genügen und über einen möglichst breiten Erfahrungshintergrund verfügen.

Schliesslich ist in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass eine allfällige Vergrösserung des Entscheidungsgremiums unter Umständen weitreichende organisatorische Anpassungen innerhalb der SNB nach sich ziehen könnte. Zurzeit steht jedes Mitglied des Direktoriums einem Departement vor. Je nachdem in welcher Weise die Grösse des Entscheidungsgremiums erweitert würde, müsste die bewährte Aufbauorganisation grundlegend geändert werden.

4.4.4 Wahl des Direktoriums

4.4.4.1 Wahl und Wählbarkeitsvoraussetzungen in der Schweiz

Die Wahl des Direktoriums erfolgt auf Vorschlag des Bankrats durch den Bundesrat für eine Amtsdauer von 6 Jahren. Eine Wiederwahl ist zulässig (Art. 43 Abs. 1 und 2 NBG). Eine Abwahl durch den Bundesrat während der Amtsdauer ist auf Antrag des Bankrats möglich, allerdings nur, wenn die betroffene Person die Voraussetzungen für die Amtsausübung nicht mehr erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat (Art. 45 Abs. 1 NBG). Ausgeschlossen ist dagegen eine Abberufung während der Amtsdauer, weil der Bundesrat mit der Führung der Geld- und Währungspolitik durch das Direktorium nicht einverstanden ist. Jedes Mitglied des Direktoriums steht einem der drei Departemente vor. Anders als bei einer privatrechtlichen Aktiengesellschaft werden die Mitglieder des Direktoriums nicht durch den Bankrat bzw. Verwaltungsrat gewählt, sondern durch den Bundesrat als politischem Organ. Der Bankrat schlägt dem Bundesrat aber die Kandidaten für die Wahl ins Direktorium vor. Die Wahl des Direktoriums durch den Bundesrat drückt die verfassungsrechtliche Kompetenz des Bundes zur Mitwirkung an der Verwaltung der SNB aus. Der Bundesrat ist jedoch nicht an die Anträge des Bankrats gebunden. Er kann die vorgeschlagenen Kandidaten ablehnen und den Bankrat auffordern, andere Kandidaten zu benennen. Mit der Wahl durch den Bundesrat ist der politische Einfluss auf die Zusammensetzung des Direktoriums gewährleistet. Eine weitergehende Einflussnahme der Politik im Falle der Wahl, Wiederwahl oder Abwahl der Mitglieder des Direktoriums durch das Parlament würde mit der verfassungsrechtlich verankerten Unabhängigkeit der SNB in Konflikt geraten.

Beim Direktorium handelt es sich um ein «technokratisches» Gremium, dessen primäre Aufgabe die Erfüllung des notenbankrechtlichen Mandats ist, und zwar unabhängig von der Einflussnahme von politischen Parteien oder anderen Interessensgruppen. Entsprechend ist auch das Anforderungsprofil an die Mitglieder des Direktoriums und ihre Stellvertreter ausgestaltet: Gewählt werden können nur Persönlichkeiten mit einwandfreiem Ruf und mit ausgewiesenen Kenntnissen in Währungs-, Bank- und Finanzfragen (Art. 44 Abs. 1 NBG). Zur Auswahl stehen neben internen Anwärtern aus der SNB grundsätzlich auch Personen aus der Wissenschaft, der (Finanz-)Wirtschaft oder aus der Verwaltung, welche die geforderten Voraussetzungen erfüllen. Bei externen Anwärtern muss jeweils ein spezielles Augenmerk auf potenzi-

elle Interessenskonflikte gelegt werden. Zudem müssen die Mitglieder des Direktoriums und ihre Stellvertreter das Schweizer Bürgerrecht besitzen und in der Schweiz wohnhaft sein (Art. 44 Abs. 1 NBG). Damit wird sichergestellt, dass die Kandidaten nicht nur über das notwendige Fachwissen verfügen, sondern auch mit den Eigenheiten der Schweiz als kleiner, offener Volkswirtschaft bestens vertraut sind.⁷⁵ Mit dem Amt als Mitglied des Direktoriums oder als Stellvertreter unvereinbar ist jedes eidgenössische oder kantonale Amt sowie jede wirtschaftliche Tätigkeit. Ausnahmen müssen vom Bankrat bewilligt werden und sind nur möglich, wenn die Übernahme des Mandats im Interesse der Aufgabenerfüllung der SNB liegt (Art. 44 Abs. 2 NBG). Die strenge Unvereinbarkeitsregelung soll die Unabhängigkeit der Mitglieder des Direktoriums und ihrer Stellvertreter gewährleisten und potenzielle Interessenskonflikte verhindern.⁷⁶

4.4.4.2 Internationaler Vergleich des Wahlmodus

Wie die Gremien, welche die Geldpolitik steuern, gewählt werden, hängt von den politischen Besonderheiten der einzelnen Länder ab und kann unterschiedlich sein. Im Allgemeinen erfolgt die Wahl auf eine der folgenden drei Arten: entweder durch die Regierung, durch das Parlament oder durch ein erweitertes internes Organ (beispielsweise ein Pendant zum Bankrat). Häufig ernennt ein Gremium die Kandidatinnen und Kandidaten, die dann durch ein anderes Organ bestätigt werden.

In der USA wird der Board of Governors vom amerikanischen Präsidenten benannt und mit Zustimmung des Senats gewählt. Der Präsident und Vizepräsident werden unter einem der Mitglieder des Board of Governors vom amerikanischen Präsidenten benannt, dabei ist ebenfalls die Zustimmung des Senats notwendig. Die Präsidenten der Federal Reserve Banks werden von den 9 Direktoren der Federal Reserve Banks mit Zustimmung des Board of Governors ernannt. 6 der 9 Direktoren werden von den Mitgliedsbanken der Federal Reserve Banks gewählt, 3 Direktoren werden vom Board of Governors ernannt.

Nur 6 der 21 Mitglieder des EZB-Direktoriums werden vom Europäischen Rat unter Anhörung des Europäischen Parlaments und des EZB-Rates mit qualifizierter Mehrheit ausgewählt und ernannt. Die 21 Nationalbankpräsidenten werden gemäss dem jeweiligen nationalen Verfahren bestimmt. Zum Beispiel wird in Deutschland der Präsident der Bundesbank vom Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung bestellt.

In Grossbritannien wird der Governor auf Vorschlag des Premierministers von der Queen ernannt. Die Deputy Governors werden vom Finanzminister ernannt und von der Queen bestätigt. Der Chefökonom und der Director for Markets werden vom Governor der Bank of England nach Rücksprache mit dem Finanzminister ernannt. Die 4 externen Mitglieder des Monetary Policy Committee werden direkt vom Finanzminister ernannt.

In Kanada werden gibt es ein Board of Directors, es besteht aus dem Governor, dem Deputy Governor und 12 Direktoren, sowie dem Vize-Finanzminister, der jedoch kein Stimmrecht hat. Der Governor und Deputy Governor werden von den übrigen Mitgliedern des Board of Directors gewählt. Die übrigen 4 Deputy Governors im Governing Council werden vom Board of Directors gewählt, sind aber nicht Mitglied

⁷⁵ Botschaft (2002), 6107.

⁷⁶ Botschaft (2002), 6256.

Bericht zur Geldpolitik

des Board of Directors. Das Board of Directors wird vom Finanzminister mit Zustimmung des Governor-in-Council ernannt.

In Schweden werden die Mitglieder des Executive Boards sowie der Präsident und Vizepräsident vom General Council (aufsichtsführendes und beratendes Organ) gewählt. Die 11 Mitglieder des General Councils wiederum werden vom Schwedischen Parlament gewählt. Den Präsidenten und Vizepräsidenten des Council wählen die Mitglieder unter sich.

Die Mitglieder des Policy Boards in Japan werden von der Regierung ernannt, unter Zustimmung des House of Representatives und des House of Councillors.

In Israel wird der Präsident des Monetary Committee vom Staatspräsidenten auf Empfehlung der Regierung benannt. Der Vizepräsident des MCs wird auf Empfehlung des Präsidenten des MC von der Regierung ernannt. Der Angestellte der Zentralbank wird vom Präsidenten des MC bestimmt. Die Mitglieder aus dem Volk werden von der Regierung auf Empfehlung des «Candidate Search Committees» ernannt.

Einer der Governors des Bank von Dänemark wird von König bestimmt, die anderen werden vom Board of Directors auf Empfehlung des Committee of Directors (aufsichtsführendes Organ) ernannt. Das Board of Directors hat 25 Mitglieder, 8 werden vom Parlament gewählt, 2 vom Minister of Business and Growth, die restlichen 15 Mitglieder vom Board of Directors.

In Neuseeland wählt der Finanzminister auf Vorschlag des Board of Directors den Governor. Auch die 5 bis 7 Mitglieder des Board of Directors werden vom Minister gewählt.

In der Regel werden also die Leitungsposten der Notenbanken von den jeweiligen Regierungen ernannt. Einzig bei der Fed und der EZB, die an der Spitze einer föderalistischen Struktur mit mehreren «regionalen» oder nationalen Zentralbanken stehen und deren leitendes Organ mehr als 10 Mitglieder umfasst, erfolgt die Wahl über ihr Parlament. Bei der Bank of Japan muss das Parlament die Ernennungen der Regierung genehmigen.

4.4.5 Fazit

Die Überlegungen und Arbeiten im Zusammenhang mit der letzten Totalrevision des NBG liegen fast 15 Jahre zurück (Genehmigung der Botschaft 2002, Inkrafttreten 2003). Seither haben Finanz-, Wirtschaft- und Schuldenkrisen die Erwartungen an die Zentralbanken fundamental verändert. Ihnen wurden zusätzliche Kompetenzen übertragen, im Falle der Schweiz namentlich im Bereich der Finanzstabilität. Es ist daher legitim, sich erneut Gedanken über die institutionellen Strukturen der SNB zu machen, vor allem hinsichtlich des Direktoriums, und die Frage aufzuwerfen, ob diese Strukturen die gestellten Aufgaben noch angemessen zu bewältigen vermögen.

Die institutionellen Fragen zum Direktorium betreffen zwei Aspekte: den Wahlmodus und die Zusammensetzung.

Bericht zur Geldpolitik

Der aktuelle Wahlmodus des Direktoriums – Wahl durch den Bundesrat auf Vorschlag des Bankrates – ist angemessen. Eine Ernennung durch das Parlament würde den Prozess nur stärker politisieren.

In der Schweiz umfasst das Direktorium drei Mitglieder, was im internationalen Vergleich wenig ist. Die ökonomische Literatur ist sich zwar einig, dass Entscheide, die durch eine Gruppe getroffen werden, besser sind als Entscheide einer einzelnen Person. Allerdings wird die Frage, wie viele Personen eine solche Gruppe im Idealfall umfassen sollte, nicht klar und eindeutig beantwortet. Hinzu kommt, dass die Kosten der Entscheide umso höher ausfallen, je grösser die Gruppe ist.

Es gibt Argumente, die für eine Erweiterung des Direktoriums in der Schweiz sprechen. Wenn das Direktorium mehr Mitglieder zählen würde, könnte die Meinungsvielfalt verbessert werden. Ausserdem würden Entscheide eines grösseren und vielfältigeren Gremiums von der Öffentlichkeit besser akzeptiert. Nicht zuletzt sinkt mit zunehmender Grösse des Gremiums die Wahrscheinlichkeit, dass eine einzelne Person einen extremen oder exzessiven Standpunkt durchsetzen kann.

Andere Argumente sprechen jedoch für eine Beibehaltung des Status quo. Die aktuelle Grösse und Arbeitsweise des Direktoriums kombiniert die Effizienz eines kleinen Gremiums mit einer breit abgestützte Informationssammlung und -aufbereitung durch die Stellvertreter und Fachspezialisten. Damit wird sichergestellt, dass verschiedene Gesichtspunkte in die geldpolitischen Entscheide einfließen. Je grösser das Gremium ist, desto kleiner wird die Verantwortung der einzelnen Mitglieder. Dies könnte zu riskanteren Entscheiden führen. Ausserdem sind die Stellvertreterinnen und Stellvertreter bereits heute stark in die Entscheidungsfindung involviert, auch wenn sie kein Stimmrecht besitzen. Es sind also mehrere Personen am Entscheidungsprozess beteiligt. Hinzu kommt, dass Diskussionen in einer kleinen Gruppe effizienter und sachbezogener sind als in einem grossen Gremium. Nicht zuletzt dürften die geforderten fachlichen Qualifikationen ebenso wie die Notwendigkeit, die schweizerische Staatsbürgerschaft zu besitzen, die Zahl der potenziellen Kandidatinnen und Kandidaten beschränken. Aus all diesen Gründen ist der Bundesrat der Ansicht, dass sich die aktuelle Zusammensetzung bewährt hat und eine Erweiterung des Direktoriums der SNB nicht notwendig ist.

4.5 Transparenz als Teil der Rechenschaftspflicht

4.5.1 Bedeutung der Transparenz für die Geldpolitik

Zentralbanken sind in den letzten drei Jahrzehnten viel transparenter geworden, sowohl in Hinsicht auf die von ihnen verfolgten Ziele als auch in der Erklärung, wie sie diese Ziele erreichen möchten.

Diese Entwicklung hat ihre Ursache unter anderem in der veränderten Funktion der Zentralbanken. Während die Zentralbanken früher hauptsächlich einen fixen Wechselkurs zu verteidigen hatten, sind die meisten Zentralbanken in den letzten drei Jahrzehnten zu einer Geldpolitik übergegangen, welche mittels Zinssteuerung die Preisstabilität zu gewährleisten und die Konjunktur zu stabilisieren versucht. Im Rahmen einer solchen Politik kann eine erhöhte Transparenz die Zinserwartungsbildung an den Finanzmärkten und dadurch die Wirksamkeit der Geldpolitik verbessern. Eine wei-

Bericht zur Geldpolitik

tere Ursache für die erhöhte Transparenz liegt in den allgemein gestiegenen Anforderungen an die Governance der Zentralbanken und deren Verantwortung gegenüber der Öffentlichkeit. Diese erhöhte Transparenz ist gleichzeitig auch das Gegengewicht zur erhöhten Bedeutung der Geld- und Währungspolitik, wie sie sich in den letzten Jahrzehnten etabliert hat. Indem die Zentralbank ihre Geld- und Währungspolitik erklärt und über ihre getroffenen Entscheidungen Rechenschaft ablegt, erhält ihre Tätigkeit die notwendige demokratische Legitimation. Heute gehört die Rechenschaftspflicht deshalb weltweit zu den anerkannten «Best Practices» für Zentralbanken.

Die Transparenz schlägt sich in Form von vier strategischen Zielen nieder⁷⁷: (i) Transparenz ist in den geldpolitischen Entscheiden verankert; (ii) sie ist Teil einer erfolgreichen Kommunikation, welche ihrerseits eine unabdingbare Voraussetzung für eine erfolgreiche Umsetzung der Geldpolitik ist; (iii) Transparenz bewirkt, dass die Zentralbank für ihre Entscheidungen die Verantwortung übernehmen muss und stellt damit ein Gegengewicht zu ihrer Unabhängigkeit dar; (iv) Transparenz konfrontiert die Zentralbanken mit ihrer historischen Verantwortung sowie ihrer Verantwortung gegenüber der Bevölkerung, denn die Wirtschaftsgeschichte lehrt uns ungleich mehr als die Wirtschaftstheorie über die Praktiken der Politik und die konkreten Folgen der politischen Entscheide.

Gemäss dem Verfahrenskodex zur Transparenz der Geld- und Finanzpolitik (IMF Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies) gibt es vier Prinzipien der geldpolitischen Transparenz: (1) die Rolle, Verantwortung und Ziele der Zentralbank in der Geldpolitik sollten klar festgelegt werden; (2) die Entscheidungen der Zentralbank sollten der Öffentlichkeit mitgeteilt werden; (3) Informationen und Daten zur Geldpolitik sollten öffentlich zugänglich sein; (4) Zentralbanken sollten Rechenschaft abgeben und die Integrität ihrer Operationen und ihrer Beamten gewährleisten.

Gemäss Crowe und Meade (2008) geht eine grössere Transparenz insbesondere bei der Publikation von Prognosen mit einer verstärkten Nutzung der von den Zentralbanken gelieferten Informationen durch den privaten Sektor einher (eine vermehrte Nutzung von öffentlichen im Vergleich zu privaten Informationen). Gewisse Arbeiten zeigen jedoch, dass mehr Transparenz nicht immer besser ist. So argumentiert Cukierman (2009), dass es einen Zielkonflikt gibt zwischen voller Transparenz und voller Ausnutzung der Informationen bei der Festlegung der Geldpolitik, und dass eine zu hohe Transparenz es erleichtert, auf die Mitglieder des Entscheidungsgremiums politischen Druck auszuüben. Baeriswyl und Cornand (2014)⁷⁸ kommen zum Schluss, dass begrenzte Transparenz für Zentralbanken auch ein Mittel sein kann, um Überreaktionen an den Finanzmärkten entgegenzutreten. Dies dürfte für ein Land wie die Schweiz, das den Schwankungen an den Finanzmärkten stärker ausgesetzt ist als andere, besonders relevant sein. Gemäss Geraats (2014) und seiner breiten Litteraturrecherche weisen empirische Studien darauf hin, dass eine grössere Transparenz der Geldpolitik dazu geführt hat, die Inflationserwartungen langfristig stärker zu verankern und die Entscheide der Geldpolitik vorhersehbarer zu machen. Zudem seien die makroökonomischen Ergebnisse dadurch verbessert worden. Insgesamt erweist sich die Transparenz in der Geldpolitik gemäss dem Autor als weitgehend positiv.

⁷⁷ Warsh K. (2014), Transparency and the Bank of England's Monetary Policy Committee

⁷⁸ Romain Baeriswyl and Camille Cornand: Reducing overreaction to central banks' disclosures: theory and experiment. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 12 (4), pp. 1087–1126, 2014.

4.5.2 Umsetzung der Rechenschaftspflicht durch die SNB

Indem die SNB verpflichtet wird, ihre Politik regelmässig zu erklären und über ihre getroffenen Entscheide Rechenschaft abzulegen, erhält ihre unabhängige Stellung die in einem Rechtsstaat notwendige demokratische Legitimation, und ihre Tätigkeit wird transparent. Der Grundsatz der Rechenschaftspflicht ist in Artikel 7 NBG verankert und kommt in drei Bereichen zum Ausdruck: Die SNB muss den Bundesrat unterrichten, der Bundesversammlung Rechenschaft ablegen und die Öffentlichkeit orientieren. Die Umsetzung der Rechenschaftspflicht wird ausführlich in Ziffer 2.2.3 beschrieben.

In der Botschaft zur Revision des NBG wird ausgeführt, dass die SNB die Öffentlichkeit informieren muss, damit die Wirtschaftsakteure die zukünftige Entwicklung der Geldversorgung der Schweizer Wirtschaft besser einschätzen können. Das Ziel besteht darin, die Geldpolitik vorhersehbar zu machen, das heisst also dafür zu sorgen, dass die Märkte dem eingeschlagenen geldpolitischen Kurs vertrauen und ihm folgen. Man spricht hier von einer Verankerung der Erwartungen.

Die SNB ist eine transparente Institution, die zahlreiche Dokumente publiziert. Dazu zählen namentlich der Geschäftsbericht, der den Rechenschaftsbericht und den Jahresbericht umfasst, das Quartalsheft (Bericht über die Geldpolitik und die Konjunkturtendenzen) ebenso wie die Medienmitteilungen zur geldpolitischen Lagebeurteilung (vierteljährlich, zweimal pro Jahr mit Medienkonferenz). Ausserdem publiziert die SNB eine grosse Vielfalt von Statistiken, die der Öffentlichkeit zur Verfügung stehen. Insbesondere angesichts der internationalen Entwicklungen in diesem Bereich stellt sich jedoch die berechtigte Frage, ob die SNB nicht noch weiter gehen und zusätzliche Informationen wie etwa die Protokolle zu den geldpolitischen Entscheiden veröffentlichen sollte.

4.5.3 Die Veröffentlichung der Protokolle

Aktuell verzichtet die SNB auf eine Veröffentlichung der Protokolle zu den geldpolitischen Entscheiden. Die vollständigen Protokolle der Sitzungen des Direktoriums können nach Ablauf einer Schutzfrist von 30 Jahren auf Anfrage bei der SNB eingesehen werden.⁷⁹ Die internationale Praxis ist in diesem Punkt unterschiedlich: Einige Zentralbanken publizieren die Protokolle ihrer Entscheide und Diskussionen, andere nicht (vgl. Tabelle 1). Eine Veröffentlichung der Protokolle zu den geldpolitischen Entscheiden der SNB wurde bereits gefordert, beispielsweise mit der parlamentarischen Initiative 15.422. Der Nationalrat entschied jedoch am 27. September 2016, diese Initiative nicht weiter zu verfolgen.

Es gibt zwar eine umfangreiche Literatur zum Thema der Transparenz der Zentralbanken. Die Arbeiten, die sich spezifisch mit den Protokollen beschäftigen, sind jedoch weniger zahlreich und kommen nicht zu einheitlichen und endgültigen Schlussfolgerungen. Gewisse Autorinnen und Autoren argumentieren beispielsweise, dass eine Veröffentlichung der Protokolle die Kommunikation verbessern und die Umsetzung der Geldpolitik vereinfachen würde. Andere hingegen befürchten, dass die Publikation unterschiedlicher Meinungen eher zu einer problematischen Kakophonie führen würde.

⁷⁹ Bundesgesetz über die Archivierung, Art. 9, SR 152.1.

Bericht zur Geldpolitik

Die Anhängerinnen und Anhänger einer Veröffentlichung glauben, dies würde die Rechenschaftspflicht der SNB verstärken, die Transparenz verbessern und es sowohl der Öffentlichkeit als auch den Märkten erlauben, die Entscheide der Nationalbank besser zu verstehen. Ausserdem verunmögliche die aktuelle Schutzfrist von 30 Jahren eine wissenschaftliche und kritische Diskussion der Geldpolitik innerhalb der gleichen Generation. Allerdings wäre eine solche Veröffentlichung auch mit Nachteilen verbunden, vor allem, wenn sie kurz nach einem Entscheid erfolgen würde: Es bestünde die Gefahr, dass wichtige Diskussionen nicht mehr an offiziellen Sitzungen geführt würden, was sich nicht mit der kollegialen Art und Weise vereinbaren liesse, in der das Direktorium der SNB seine Entscheide fällt. Der Mehrwert gegenüber den bereits heute publizierten Unterlagen wäre nur gering. Nicht zuletzt könnte die externe Kommunikation der SNB dadurch weniger einheitlich und folglich schwieriger werden.

4.5.4 Fazit

Die Transparenz gehört zur Rechenschaftspflicht der SNB, die ein Gegengewicht zu ihrer Unabhängigkeit darstellt. Die SNB ist eine sehr transparente Institution, die zahlreiche Dokumente und Statistiken publiziert. Dazu gehören insbesondere die Medienmitteilungen und der Bericht über die Geldpolitik, die jedes Quartal erscheinen, sowie die veröffentlichten Reden der Direktoriumsmitglieder. Alle diese Dokumente dienen dazu, die geldpolitischen Entscheide zu erklären. Eine rasche Veröffentlichung der Protokolle würde zwar einem internationalen Trend folgen, aber diese Frage muss im Kontext der Schweiz und vor allem des Kollegialitätsprinzips beurteilt werden. Die Veröffentlichung der Protokolle würde kaum zur Transparenz beitragen, aber dafür die Kommunikation erschweren. Zudem würde sie die Offenheit der internen Diskussion und damit die Entscheidungsfindung beeinträchtigen. Deshalb erachtet der Bundesrat die aktuelle Praxis als zweckmässig.

Tabelle 1: Direktorium und Protokolle: Internationaler Vergleich

Land / Währungsraum Gremium	Einwohner und Grösse des Finanz- sektors*	Anzahl von Mitglieder des Gremiums	Protokolle: a) Veröffentlichung: Ja/Nein b) Häufigkeit c) Zeitpunkt
USA Federal Open Market Com- mittee	322 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 7,8 % BIP	12 Mitglieder	a) Ja b) 8 Mal pro Jahr c) 3 Wochen nach der Sitzung (vor der nächsten Sitzung)
EU EZB-Rat	340 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 5,0 % BIP	25 Mitglieder	a) Ja b) ca. 12 Mal pro Jahr c) 1 Monat nach der Sitzung (vor der nächsten Sitzung)
GB Monetary Po- licy Committee	65 Mio. Einwohner Finanzsektor 7,9 % BIP	9 Mitglieder	a) Ja b) 12 Mal pro Jahr c) Sofort
Kanada Governing Council (Ex- ecutive Com- mittee)	35 Mio. Einwohner Finanzsektor: 6,5 % BIP	6 Mitglieder	a) Nein
Schweden Executive Board	9,7 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 4,6 % BIP	6 Mitglieder	a) Ja b) 6 Mal pro Jahr c) 2 Wochen nach der Sitzung (vor der nächsten Sitzung)
Japan Policy Board	127 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 4,4 % BIP	9 Mitglieder	a) Ja b) 14 Mal pro Jahr c) 1 Monat nach der Sitzung (nach der nächsten Sitzung)
Israel Monetary Committee	8,4 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 5 % BIP	6 Mitglieder	a) Ja b) 6 Mal pro Jahr c) 2 Wochen nach der Sitzung (vor der nächsten Sitzung)
Dänemark Board of Governors	5,8 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 6,4 % BIP	3 Mitglieder	a) Nein
Schweiz Direktorium	8,3 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 9,8 % BIP	3 Mitglieder	a) Nein
Neuseeland Governor	4,5 Mio. Einwoh- ner Finanzsektor: 5.8 % BIP	1 Mitglied	a) Nein

* Anteil Finanzsektor am nominalen BIP⁸⁰

⁸⁰ Data extracted on 11 Feb 2016 20:20 UTC (GMT) from OECD.Stat.

5 Auswirkungen der Negativzinsen

5.1 Ausgangslage: Weltweites Tiefzinsumfeld

In den letzten 20 Jahren folgten die nominalen Zinsen in den meisten entwickelten Volkswirtschaften einem Abwärtstrend (vgl. Grafik 6). Zudem ist es seit den späten 1980er-Jahren den wichtigsten Notenbanken gelungen, die Inflation zu reduzieren und tief zu halten. Weil die Nominalzinsen stärker zurückgingen als die Inflation, sind auch die realen Zinsen und letztlich auch die realen Erträge auf Investitionen tendenziell gesunken.

Als Ursache hierfür werden verschiedene Faktoren angeführt. Ein Teil des realen Zinsrückgangs wird mit einem geringeren Wirtschaftswachstum, verursacht hauptsächlich durch ein geringeres Produktivitätswachstum, begründet. Das geringere Produktivitätswachstum ist einerseits Folge eines abgeschwächten technischen Fortschrittes. Ausserdem findet in entwickelten Volkswirtschaften eine Verlagerung vom produzierenden Sektor hin zum Dienstleistungssektor statt, wo Produktivitätsfortschritte in der Vergangenheit gering waren. Diese Entwicklung wird sich vermutlich auch künftig fortsetzen. Die zunehmende Alterung der Gesellschaft in den meisten entwickelten Volkswirtschaften wird auch in Zukunft die Nachfrage nach Dienstleistungen im Gesundheitssektor verstärken und folglich den Dienstleistungssektor weiter wachsen lassen.

Als weitere Ursache für die weltweit sinkenden Zinsen wird ein erhöhtes Angebot an Ersparnissen angeführt. In alternden Gesellschaften bestehe ein Sparüberangebot mit geringer Investitionsneigung («Sparüberhang»). Weltweit gebe es eine hohe Nachfrage nach sicheren Anlagen, beispielsweise durch Pensionskassen mit einer beschränkten Risikofähigkeit. Dies, zusammen mit einem beschränkten Angebot an sicheren Anlagen, habe zu einem Rückgang der Renditen von Staatsanleihen beigetragen.

Grafik 6: Zinssätze verschiedener Länder – Rendite 10-jährige Staatsanleihen

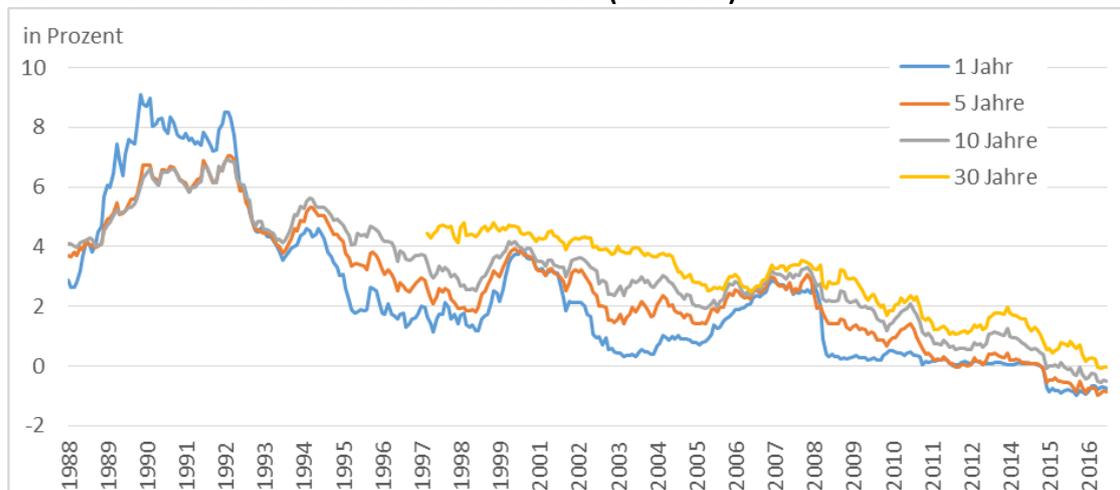


Quelle: Datastream, *) Deutschland vor Sept. 1999: Deutsche Mark, danach: Euro

Bericht zur Geldpolitik

Seit der Finanzkrise von 2008/2009 schlägt sich auch die weltweit anhaltend expansive Geldpolitik in einem niedrigen Zinsniveau nieder. Im Zuge der globalen Finanzkrise senkten die Zentralbanken der betroffenen Länder ihre Leitzinsen deutlich, um so die Kosten für die Liquiditätsaufnahme der Finanzinstitute zu verringern. Darüber hinaus kam es wegen der Finanzkrise und ihrer Folgen zu einem Einbruch der Konjunktur in den entwickelten Ländern, sodass eine weitere Lockerung der Geldpolitik notwendig wurde. Die Leitzinsen waren zu diesem Zeitpunkt aber bereits sehr niedrig. Mit Leitzinsen bei oder nahe null sahen sich die Zentralbanken in vielen Währungsräumen gezwungen, auch unkonventionelle Massnahmen wie den Ankauf von öffentlichen und privaten Schuldtiteln zu ergreifen, um die Risikoprämien dieser Schuldtitel zu senken und die Zinsen speziell für längere Laufzeiten gezielt zu beeinflussen. Ziel dieser unkonventionellen Geldpolitik war und ist es, das allgemeine Zinsniveau niedrig zu halten, um so die Rückkehr zu einer Normalisierung der Konjunktur und der Inflation zu beschleunigen.

Grafik 7: CHF-Zinssätze verschiedener Laufzeiten (Renditen)



Quelle: Datastream

Die Zinsen auf den Kapitalmärkten sind gegenwärtig auch in der Schweiz im historischen Vergleich tief. Die von der SNB publizierten Kassazinssätze⁸¹ sind für Laufzeiten von 1-30 Jahren kontinuierlich gesunken (vgl. Grafik 7). Die Zinsen sind von ihrem Niveau vor der Finanzkrise (2006) auf ein Zwischenhoch im Juli 2007 gestiegen und seither um 3 Prozentpunkte gefallen. Am 6. Juli 2016 erreichte der zehnjährige Kassazinssatz mit -0.60% ein historisches Minimum.

In der Schweiz sind die Zinsen im langfristigen Vergleich tiefer als in anderen Währungen, weil Anleihen in Schweizerfranken relativ zu vielen anderen Währungen mit einer etwas höheren Sicherheit in Verbindung gebracht werden. Diese relative Sicherheit erkaufte sich der Investor mit einer tieferen Rendite. Ausserdem sind die Inflationserwartungen in der Schweiz in der Regel tiefer als in anderen Ländern.

5.2 Ausgestaltung des Negativzinses der SNB

Am 18. Dezember 2014 kündigte die Nationalbank an, einen Negativzins auf Sichtguthaben einzuführen, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei ihr halten.

⁸¹ Renditen von Obligationen der Eidgenossenschaft, Tagesspot.

Bericht zur Geldpolitik

Diese Massnahme sollte dazu dienen, die Zinsdifferenz zum Ausland auszuweiten und den Aufwertungsdruck auf den Franken zu mildern. Der Zins auf den Sichtguthaben, die einen bestimmten Freibetrag überstiegen, wurde auf $-0,25\%$ festgelegt. Mit der Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015 senkte die SNB den Negativzins $-0,75\%$ und das Zielband für den Dreimonats-Libor auf $-1,25\%$ bis $-0,25\%$. Der Negativzins auf den Sichtguthaben bei der Nationalbank trat am 22. Januar 2015 in Kraft. Wie beabsichtigt wirkte sich die Zinssenkung auf Anlagen in Schweizerfranken über alle Laufzeiten aus. Dies machte Anlagen in Schweizerfranken tendenziell weniger attraktiv und trug zu einer Abschwächung des Schweizerfrankens bei (vgl. Ziffer 5.4.1).

Die SNB war nicht die erste Zentralbank, die ihren geldpolitischen Zins in den negativen Bereich senkte. Im Juli 2012 hatte die Dänische Nationalbank als erste Zentralbank Negativzinsen eingeführt, um den Druck auf den Wechselkurs der Dänischen Krone gegenüber dem Euro zu verringern. Die EZB führte im Juni 2014 Negativzinsen für ihre Einlagefazilität ein. Auch Schweden und Japan haben seither Negativzinsen eingeführt.

Die SNB erhebt einen Negativzins auf Girokontoguthaben, die über einen bestimmten Freibetrag hinausgehen und welche Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei ihr halten. Ausgenommen von der Negativverzinsung sind nur die Girokonten der zentralen Bundesverwaltung und des Ausgleichsfonds AHV/IV/EO. Die für den Bund geführten Konten dienen keinem geldpolitischen Zweck, sondern werden von der Nationalbank als Bankier des Bundes (Art. 11 NBG) geführt. Auch stehen der Bund bzw. die entsprechenden Einheiten der zentralen Bundesverwaltung nicht im Wettbewerb mit anderen Kontoinhabern bei der SNB, sodass für die Eidgenossenschaft durch die Nullverzinsung kein Wettbewerbsvorteil entsteht. Es ist wichtig, die Ausnahmen so gering wie möglich zu halten, damit das Negativzinskonzept nicht dadurch unterlaufen werden, indem Giroguthaben von negativzinspflichtigen auf zinsbefreite Konten verschoben werden.

Der Freibetrag gilt pro Girokontoinhaber und beträgt mindestens 10 Millionen Schweizerfranken. Es bestehen zwei Ansätze, um den Freibetrag festzulegen. Der erste Ansatz basiert auf den gesetzlich vorgeschriebenen Mindestreserven.⁸² Der zweite Ansatz besteht darin, dass die SNB fixe Freibeträge für Girokontoinhaber festlegt, die nicht mindestreservepflichtig sind. Dazu gehören ausländische Banken, Bargeldverarbeiter, Pfandbriefanstalten, Versicherungen, internationale Organisationen, Zentralbanken und Einheiten der dezentralen Bundesverwaltung. Die SNB hat den Negativzins so ausgestaltet, dass er die geldpolitisch erwünschte Wirkung erzeugen kann. Die flächendeckende Lösung mit möglichst wenigen Ausnahmen entspricht dem Gebot der Gleichbehandlung. Der Freibetrag sorgt dafür, dass die Belastung des Bankensystems nicht übermässig stark ist. Der Freibetrag wird nach klaren Regeln bemessen, die auf der im Nationalbankgesetz verankerten Mindestreservevorschrift basieren. Die Vorschrift bezieht sich auf die kurzfristigen Verbindlichkeiten einer Bank und damit auf einen wichtigen Teil der Passivseite der Bankbilanz. Sie

⁸² Inländische Banken sind verpflichtet, einen bestimmten Anteil ihrer auf Schweizerfranken lautenden Verbindlichkeiten mit Bargeld oder Giroguthaben bei der SNB zu hinterlegen (Art. 17 f. NBG). Das Mindestreserve-Soll für die Periode vom 20. Oktober 2014 bis 19. November 2014 dient als Referenzpunkt für die Bestimmung des Freibetrags. Dieses Mindestreserve-Soll wird mit dem Faktor 20 multipliziert. Darüber hinaus wird die Veränderung des durchschnittlichen Bargeldbestands zwischen der aktuellen Unterlegungsperiode und der Referenzperiode vom 20. Dezember 2013 bis 19. Dezember 2014 berücksichtigt. Der Freibetrag für jeden Girokontoinhaber bemisst sich also aus dem zwanzigfachen des Mindestreserve-Solls +/- Bargeldzunahme/Bargeldabnahme.

steht auch in direktem Zusammenhang zu den Sichtguthaben bei der SNB, bilden diese doch den in der Praxis weitaus grössten Teil der Mindestreserven. Wie dies auch bei herkömmlichen geldpolitischen Massnahmen zu erwarten ist, können die Auswirkungen für die einzelnen Marktteilnehmer jedoch unterschiedlich sein.

5.3 Wirkung der Negativzinsen auf Finanzsektor und Volkswirtschaft

5.3.1 Beabsichtigte Wirkung

Die international tiefen Inflationsraten und die Senkung der geldpolitischen Zinsen gegen null seit 2008 hatten zur Folge, dass die Zinsniveaus sanken. Weil die Senkung von unterschiedlichen Ausgangsniveaus begann und zunächst bei null endete, gingen auch die internationalen Zinsunterschiede zurück. Dies erhöhte zusätzlich den Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken, der in Krisenzeiten aufgrund seiner Funktion als «sicherer Hafen» ohnehin bei in- und ausländischen Investoren begehrt ist.

Der Negativzins macht Anlagen in Franken tendenziell weniger attraktiv, indem er dazu beiträgt, die Zinsdifferenz der Schweiz zum Ausland wieder zu vergrössern. Die Negativzinsen in der Schweiz zielen nicht in erster Linie auf verbesserte Finanzierungsbedingungen für Unternehmen oder Hypothekarkreditnehmer ab, sondern auf eine Schwächung des Frankens. Ohne Negativzins wäre der Franken noch stärker, was die Wirtschaft zusätzlich belasten und eine Normalisierung der Preis- und Konjunkturentwicklung weiter verzögern würde.

Der Negativzins hat so einen deutlichen Anreiz geschaffen, auf solche Geschäfte, die den Franken tendenziell stärken, zu verzichten. Der Negativzins entfaltet seine Wirkung auf dem Geld- und Kapitalmarkt auch bei hohen Freibeträgen. Dennoch funktioniert die Übertragung des Negativzinses gut und die Geldmarktzinsen orientieren sich unmittelbar am Zins auf Giroguthaben bei der SNB von $-0,75\%$. Mit der inzwischen praktisch vollumfänglichen Ausschöpfung der Freibeträge unterliegt jeder zusätzlich geschaffene Franken dem Negativzins. Damit wirkt der Negativzins auf Banken, welche durch den Kauf von Franken gegen Devisen ihre Sichtguthaben bei der SNB erhöhen.

5.3.2 Nebenwirkungen der Negativzinsen

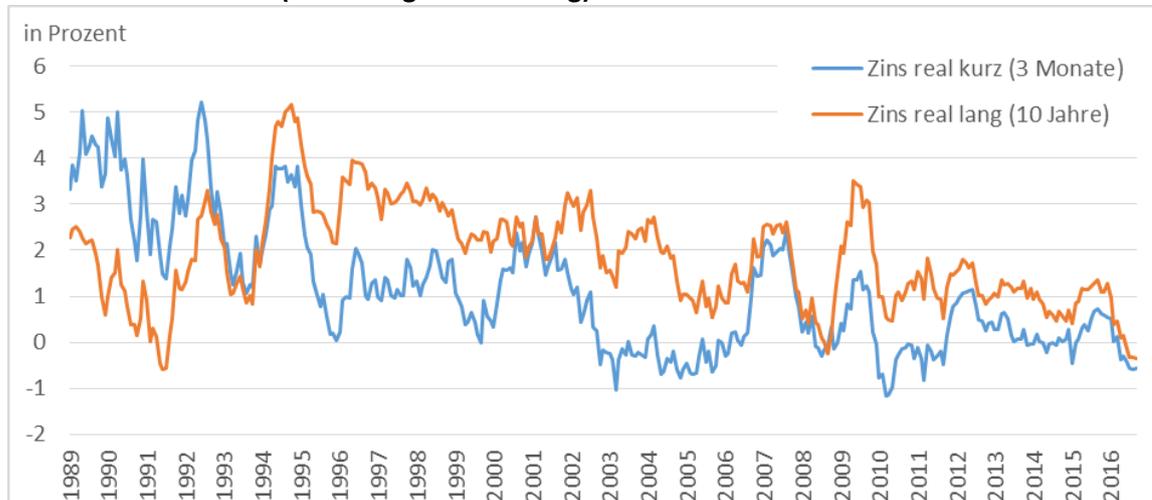
Allfällige Verzerrungen, welche durch den Negativzins entstehen, können sich als nachteilig für die Gesamtwirtschaft erweisen. Diese Kosten sind aber denjenigen Kosten gegenüberzustellen, die sich in einem Szenario ohne Negativzinsen ergeben würden. In einem solchen Szenario wäre mit einem deutlichen Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken zu rechnen, mit entsprechenden Konsequenzen für die Entwicklung der Preise und der Konjunktur in der Schweiz.

Ein langanhaltendes Tiefzinsumfeld stellt Volkswirtschaften vor grundsätzliche Probleme. Wenn die Zinsen tief sind und sich sowohl die Anleger als auch die Investoren an den nominalen Renditen und Zinsen der Vergangenheit orientieren, können diese vermehrt in riskante Anlageformen investieren. Das kann Übertreibungen bei den Preisen von Vermögenswerten zur Folge haben. Hier müssten die makroprudentiellen Instrumente erwähnt werden, welche vorhanden sind, um solche Übertreibungen zu verhindern.

Bericht zur Geldpolitik

Historisch waren die realen Renditen in der Vergangenheit schon niedriger als heute, meist bedingt durch höhere Inflationsraten (vgl. Grafik 8). Im Unterschied zu damals sind heute sowohl die realen als auch die nominalen Zinsen tief. Ein Problem entsteht dort, wo gesetzliche Vorgaben und vertragliche Vereinbarungen bezüglich nominalen Renditen zu erfüllen sind. Dies ist insbesondere der Fall bei der 2. Säule (vgl. Ziffer 5.5.1) und in der Versicherungswirtschaft (vgl. Ziffer 5.5.3.).

Grafik 8: Reale Zinsen (Zins abzüglich Teuerung)



Quelle: Datastream

5.4 Wirkung der Negativzinsen auf verschiedene Akteure

5.4.1 Wirkung der Negativzinsen auf Sozial- und Vorsorgewerke

Auswirkungen auf die Vorsorgeeinrichtungen

Die Vorsorgeeinrichtungen zählen zu den Hauptbetroffenen des Tiefzinsumfelds und der Negativverzinsung. Rund knapp 40 Prozent ihres Vermögens sind in Obligationen oder anderen festverzinslichen Werten angelegt. Sobald eine Obligation zur Rückzahlung kommt, können derzeit kaum mehr renditeträchtige Investitionen getätigt werden, ohne gleichzeitig höhere Risiken einzugehen. Der Anteil, den Vorsorgeeinrichtungen in Anlagen mit höheren Renditen tätigen können, ist indes durch ihre Risikofähigkeit beschränkt. Die Vorsorgeeinrichtungen sind aber von Gesetzes wegen dazu verpflichtet, zumindest auf dem obligatorisch versicherten Alterskapital eine minimale Rendite (BVG-Mindestzinssatz) zu erzielen. Der Bundesrat legt dessen Höhe periodisch fest. Diese Minimalrendite liegt deutlich über den im derzeitigen Tiefzinsumfeld erreichbaren risikolosen Renditen. Mittel- und langfristig erwirtschaftet fast die Hälfte des Vermögens der Vorsorgeeinrichtungen keine Rendite mehr. Die Situation verschärft sich, je länger das Tiefzinsumfeld anhält. Die Einführung von Negativzinsen hat zu einer Verschiebung der Zinskurve nach unten geführt. Die mit den Negativzinsen verbundene zusätzliche Senkung des Zinsniveaus tangiert demnach letztlich mehr als nur die kurzfristigen liquiden Mittel von Pensionskassen, sondern auch deren Anlagen über mehrere Jahre.

Wegen der in negativen Bereich gefallen Renditen im (weitgehend) risikolosen Bereich der festverzinslichen Forderungen müssen Vorsorgeeinrichtungen, welche Gelder risikofrei anlegen wollen, Negativzinsen bezahlen. Positive Renditen können

Bericht zur Geldpolitik

noch mit risikobehafteten Anlagen wie zum Beispiel Aktien, Unternehmensobligationen, Immobilien oder gewissen ausländischen Obligationen erwirtschaftet werden. Die Anlagevolumen bei den Immobilien sind im Inland aber beschränkt.

Da die Bewertungen der Aktien zurzeit eher hoch sind, sind Kursrückschläge und damit negative Aktienrenditen wahrscheinlicher geworden. Die Leistungsfähigkeit des Systems der beruflichen Vorsorge wird somit infolge der Diskrepanz zwischen den vom Bundesrat vorgegebenen Renditezielen und den tiefen Zinsen strapaziert. Gleiches gilt nicht nur für die Verzinsung der Altersguthaben der BVG-pflichtigen Erwerbstätigen, sondern auch für die Renten, denn deren Berechnung impliziert, dass auch das vorhandene Rentendeckungskapital jährlich verzinst wird. Die dazu benutzten sogenannten «technischen Zinssätze» liegen mit 2-4 Prozent weit über den zurzeit zu erzielenden Anlagerenditen. Besonders stark betroffen sind Vorsorgeeinrichtungen mit hohem Rentneranteil, solche, die nur das Obligatorium versichern (d.h. das vorhandene Alterskapital mit dem Mindestumwandlungssatz verzinsen müssen), sowie Vorsorgeeinrichtungen, die aufgrund einer Unterdeckung bereits eine eingeschränkte Risikofähigkeit aufweisen.

Ende 2015 betrug das Vermögen der beruflichen Vorsorge, inkl. dem Vermögen für das BVG-Geschäft bei den Lebensversicherungen, rund 984 Milliarden Franken. Dies ist mehr als das jährliche Bruttoinlandprodukt von 646 Milliarden Franken (im selben Jahr). Werden die Vorsorgeeinrichtungen über längere Zeit gezwungen, zu hohe Risiken einzugehen, können nach Risikoeintritt (Kursverluste z.B. auf Aktien, Obligationen, Immobilien; Ausfälle auf Obligationen, Hypotheken und Krediten, sonstige Verluste auf alternativen Anlagen etc.) die negativen volkswirtschaftlichen Auswirkungen durchaus bedeutend sein (z.B. notwendig werdende Sanierungsbeiträge, die sowohl zulasten der Arbeitnehmer als auch der Unternehmen gehen).

Auswirkungen auf andere Sozialversicherungen und dritte Säule der Vorsorge

Alle Sozialversicherungen, die grössere Vermögen verwalten, sind vom Tiefzinsumfeld betroffen. Darunter fallen auch die Ausgleichsfonds AHV/IV/EO, die allerdings auf den Guthaben ihres eigenen Girokontos bei der SNB von Negativzinsen ausgenommen sind. Alle anderen zinstragenden Anlagen dieser Fonds sind aber von den tiefen Zinsen betroffen. Das Total der Aktiva umfasst 35 Milliarden CHF (SNB-Statistik, Stand Juni 2015). Davon sind 5 Milliarden CHF in inländischen und 9 Milliarden CHF in ausländischen Obligationen angelegt, deren Renditen von den Zinsen abhängen.

Auch die Erträge des Kapitals der Säule 3a sind zinssensitiv. Zwar bestehen im Bereich der Säule 3a keine nominalen Renditeziele und die reale Rendite dürfte in der Regel immer noch positiv sein. Tiefe reale Renditen in der Säule 3a könnten allenfalls dazu führen, dass Anleger auf risikointensivere Anlageprodukte umsteigen. Bisher haben die Banken die Negativzinsen noch nicht an Inhaber von Säule-3a-Konten weitergegeben. Dasselbe gilt für Lebensversicherungsprodukte in der Säule 3a und 3b. Allfällige künftige nominal negative Renditen dürften aber den Anreiz, in solche Konten zu investieren, zumindest etwas reduzieren (vgl. Ziffer 5.5.4).

Die SUVA besitzt ein Anlagevermögen von 46 Milliarden CHF (SUVA-Geschäftsbericht 2015). Die jährlichen Prämieinnahmen belaufen sich auf 4,2 Milliarden CHF, d.h. die SUVA legt die eingenommenen Prämien im Durchschnitt während gut 10 Jahren an. Im Geschäftsjahr 2015 legte die SUVA 46 Prozent des Anlagevermö-

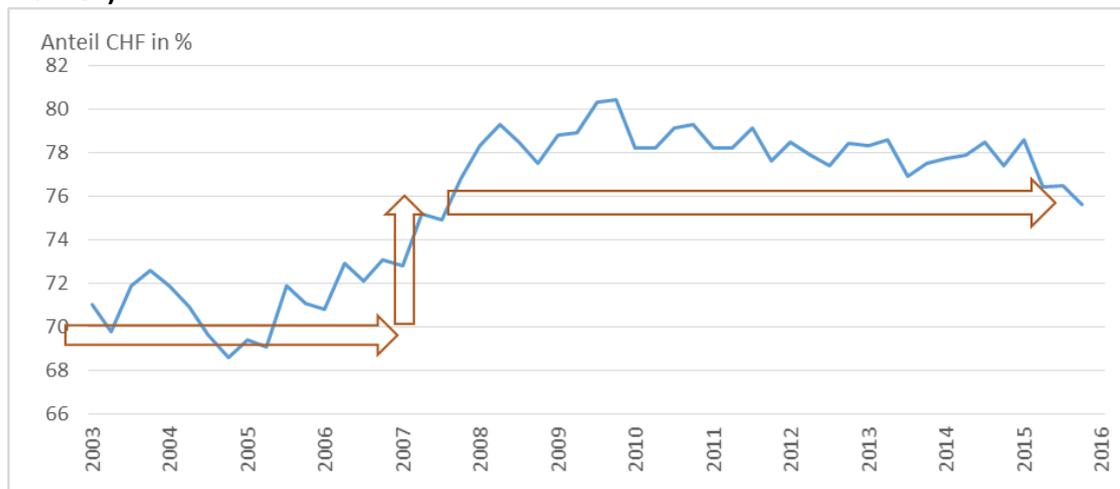
Bericht zur Geldpolitik

gens oder etwa 21 Milliarden CHF in Obligationen an, und der Gewinn (vor dem Abbau einer Gewinnreserve) der SUVA betrug 27 Millionen CHF. Das ist ein Bruchteil der Abnahme der Anlageerträge, die sich aus sinkenden Zinsen bereits ergeben haben oder noch ergeben werden. Wie die anderen Versicherer ist die finanzielle Lage der SUVA stark vom Zinsumfeld abhängig. Der für die Berechnung der Rentendeckungskapitalien verwendete technische Zins beträgt für Neurenten 2 %, für Altrenten 2,75 %. Diese sind zwar tiefer als in der Vergangenheit, sie liegen aber über den aktuell zu erwirtschaftenden Renditen. 2015 lag die Rendite bei der SUVA bei 1,2 %. Die bilanziellen Rückstellungen der SUVA für Langfristleistungen betragen etwa 24 Milliarden CHF. Ihre jährliche Verzinsung kostet die SUVA, gerechnet mit einem technischen Zinssatz von 2 %, also 480 Millionen CHF.

Anlagestrategien der Pensionskassen und Frankenstärke

Im Krisenjahr 2008 haben die Vorsorgeeinrichtungen ihre Fremdwährungspositionen und damit ihre Fremdwährungsrisiken reduziert. Seit Anfang 2009 liegt der Fremdwährungsanteil relativ stabil bei ca. 22 Prozent. Weder die Einführung eines Mindestkurses zum Euro noch dessen Aufhebung haben daran etwas geändert⁸³. Abgesicherte Positionen werden dabei nicht berücksichtigt. Die (ungesicherte) Fremdwährungsquote der Vorsorgeeinrichtungen war in den letzten Jahren damit relativ stabil (vgl. Grafik 9).

Grafik 9: Währungsallokation der Vorsorgeeinrichtungen der 2. Säule (Anteil Schweizer Franken)



Quelle: Credit Suisse Pensionskassenstatistik

Stark verändert hat sich jedoch die Zusammensetzung des Fremdwährungskorbes. Lag der Euro-Anteil an den Anlagen Ende 2007 noch bei 10 Prozent, so beträgt er im 3. Quartal 2016 inzwischen nur noch rund 3,3 Prozent. Der US-Dollar ist um 2 Prozentpunkte auf rund 7 Prozent gesunken. Zugenommen hat der Anteil der übrigen Währungen. Dies ist Ausdruck einer verstärkten globalen Diversifikation und der anhaltenden Unsicherheiten in Europa.

Die Vorsorgeeinrichtungen dürften nicht massgeblich dafür verantwortlich sein, dass die Überschüsse der Leistungsbilanz der Schweiz weniger als früher durch private

⁸³ Die letzten Daten zeigen, dass der ungesicherte Fremdwährungsanteil wieder etwas gestiegen ist. Die Anteile nahmen jedoch nicht im Euro oder anderen klassischen Währungen (USD, JPY, GBP) zu, sondern in den übrigen Währungsräumen.

Bericht zur Geldpolitik

Kapitalabflüsse und Auslandsinvestitionen kompensiert wurden. Da die Bilanzsumme beziehungsweise die Aktiven der Vorsorgeeinrichtungen aufgrund der demographischen Entwicklung weiter wachsen, ist absolut gesehen die Summe ihrer Investitionen in Fremdwährungen eher gewachsen.

Vorsorgeeinrichtungen haben kein Girokonto bei der SNB. Entsprechend erhebt die SNB auch keine Negativzinsen auf Konten von Vorsorgeeinrichtungen, und es stellt sich auch die Frage nicht, ob die SNB solche Konten von den Negativzinsen ausnehmen sollte. Allenfalls stellt sich die Frage, ob Vorsorgeeinrichtungen neu Zugang zu SNB Girokonten mit einem bestimmten zinslosen Freibetrag erhalten sollten. Gemäss Artikel 10 des Bundesgesetzes über die Währung und die Zahlungsmittel (WZG) unterhält die SNB Girokonten nur für Träger des Zahlungsverkehrs. Eine Ausnahme stellt der Bund dar, für den die Nationalbank ebenfalls Girokonten unterhält, weil sie gemäss Nationalbankgesetz beauftragt ist, dem Bund Bankdienstleistungen zu erbringen. In jedem Fall dienen diese Girokonten aber nur dem Zahlungsverkehr und nicht als Finanzanlage. Selbst wenn man Vorsorgeeinrichtungen also den Zugang zu Girokonten geben würde - entweder direkt bei der SNB (was gesetzlich nicht vorgesehen ist) oder über ein Sammelkonto des Bundes -, dann könnten diese ein solches Konto höchstens zur Verwaltung der für ihren Zahlungsverkehr benötigten Liquidität beanspruchen, und nicht als alternative zinslose Anlagemöglichkeit. Im besten Fall wäre also nur ein sehr kleiner Teil der Aktiven der Vorsorgeeinrichtungen von einer solchen «Ausnahme» betroffen. Es ist auch nicht bekannt, ob alle Vorsorgeeinrichtungen bei den Banken, bei welchen sie zurzeit ihre Zahlungsverkehrskonten halten, überhaupt mit Negativzinsen belastet werden und somit der Zugang zu einem alternativen Zahlungsverkehrskonto bei der SNB überhaupt eine Entlastung darstellen würde.

Angesichts der trotz Währungsturbulenzen stabilen Entwicklung des Fremdwährungsexposures in den letzten Jahren wäre die Annahme berechtigt, dass allfällige Ausnahmen von der Negativverzinsung für Vorsorgeeinrichtungen einen beschränkten Einfluss auf den Wechselkurs haben könnten. Eine Ausnahme für die Pensionskassen, und sei es nur für ihre betriebsnotwendige Liquidität, könnte jedoch als Signal verstanden werden, dass die Geldpolitik selektiv angewendet wird. Eine Ausnahme könnte politischen Begehrlichkeiten den Weg bereiten.

Fazit

Alle Sozialversicherungen, die grössere Vermögen verwalten, sind vom Tiefzinsumfeld tangiert. Die Auswirkungen auf die 1. Säule sind eher gering, während die 2. Säule stark betroffen ist. Sozialversicherungen, welche Vorgaben bezüglich ihrer nominalen Rendite erfüllen müssen, sind von den niedrigen Renditen stark betroffen, so etwa auch die Suva. Bei der Suva wurde der technische Zins für Neurenten allerdings auf den 1.1.2014 bereits gesenkt.

Stark betroffen ist vor allem das System der kapitalgedeckten beruflichen Vorsorge, dessen mittel- und langfristige Leistungsfähigkeit aufgrund der gesunkenen Zinsen (und Risikoprämien) stark strapaziert wird. Die privaten Versicherer und Vorsorgeeinrichtungen unterliegen zudem im obligatorischen Bereich dem regelmässig angepassten BVG-Mindestzinssatz und dem Rentenmindestumwandlungssatz. Es ist wichtig, dass diese Parameter die ökonomische und demographische Umwelt widerspiegeln, also nicht zu Leistungsversprechungen an die Vorsorgenehmer führen, welche mit der gegebenen Realität längerfristig nicht zu finanzieren sind. Der Mindestzinssatz wurde mit Entscheid des Bundesrates vom 28. Oktober 2015 bereits von

Bericht zur Geldpolitik

1,75 % auf 1,25 % gesenkt, auf den 1.1.2017 auf 1 %. Die Senkung des Mindestumwandlungssatzes für obligatorische Guthaben im Rahmen der Reform Altersvorsorge 2020 ist folglich notwendig.

Negativzinsen stellen für Vorsorgewerke zwar eine zusätzliche Belastung dar, es wäre aber falsch, die Negativzinsen auf Girokonten bei der SNB als die Hauptursache für zu tiefe Renditen der Pensionskassen in den Vordergrund zu stellen. Die Zinssätze sind weltweit in vielen Währungen sehr tief. Dieses Tiefzinsumfeld ist seit geraumer Zeit auf niedrige bis negative Inflationsraten und auf ein niedriges Wirtschaftswachstum zurückzuführen, zum Teil aber auch auf die Obligationenkaufprogramme einzelner Zentralbanken. Wegen der Funktion des Schweizerfrankens als sicherer Hafen sind in der Schweiz alle Zinsen – wie grundsätzlich auch in der Vergangenheit – tiefer als in anderen Währungen. Das Problem der niedrigen Renditen wird durch die Negativzinsen zwar verschärft, würde aber auch ohne Negativzinsen bestehen. .

Ein gesetzgeberischer Eingriff zur Schaffung von Ausnahmen bei den Negativzinsen (z.B. für Pensionskassen) könnte aber die Wirksamkeit der Geldpolitik in Bezug auf die Abschwächung des Schweizerfrankens behindern. Ein entsprechender gesetzlicher Eingriff würde ausserdem einen Präzedenzfall schaffen und könnte so die Handlungsfähigkeit und die Unabhängigkeit der Nationalbank bei der Führung ihrer Geldpolitik gefährden.

Die Wirksamkeit der Negativzinspolitik darf nicht gefährdet werden. Sie stellt zusammen mit gezielten Interventionen auf den Devisenmärkten die zwei Pfeiler der Strategie der SNB zur Eindämmung der Frankenstärke dar. Davon profitiert nicht nur die Exportwirtschaft, sondern die gesamte Volkswirtschaft, indem eine möglichst rasche Normalisierung von Preisentwicklung, Zinsen und Wirtschaftswachstum begünstigt wird.

5.4.2 Wirkung der Negativzinsen auf Banken

Die Banken sind einerseits direkt vom Negativzins auf ihren Einlagen bei der SNB betroffen, andererseits drücken die allgemein tiefen Zinsen je nach Finanzierung auf ihre Zinsmarge.

Direkte Kosten der Negativzinsen

Die SNB erhebt Negativzinsen auf Giroguthaben der Banken, welche einen bestimmten Freibetrag überschreiten. Dieser Freibetrag beträgt für inländische Banken das Zwanzigfache der von ihnen geforderten gesetzlichen Mindestreserven. Das Mindestreserveerfordernis aller inländischen Banken beträgt zurzeit 15,1 Milliarden Franken. Die Obergrenze für den Freibetrag beträgt infolgedessen 302 Milliarden. Die Giroguthaben inländischer Banken belaufen sich zurzeit auf 437 Milliarden Franken⁸⁴, woraus sich eine Differenz von mindestens 135 Milliarden ergibt, die mit einem Zins von -0,75 % belastet wird. Dies kostet die inländischen Banken bei gleichbleibendem Zinsniveau jährlich über 1 Milliarde Franken.⁸⁵ Es gilt allerdings zu beachten, dass die Giroguthaben sehr unterschiedlich verteilt sind. Insbesondere

⁸⁴ *Geldpolitisch wichtige Daten*, SNB, 19.9.2016

⁸⁵ Nach den ersten drei Quartalen 2016 betrug der Ertrag aus Negativzinsen auf den Girokonten für die SNB 1.1 Mia. Franken. *Zwischenbericht der Schweizerischen Nationalbank per 30.9.2016*.

Bericht zur Geldpolitik

bei Privatbanken liegen die Giro Guthaben deutlich über den Freibeträgen. Zudem nutzen nicht alle Banken ihre noch offenen Freibeträge aus.

Indirekte Kosten der Negativzinsen

Eine Kernaufgabe der Banken ist die Kreditvergabe. Dabei stehen den (langfristigen) Krediten kurzfristig abziehbare Kundeneinlagen gegenüber. Üblicherweise sichert sich eine Bank dabei gegen Schwankungen des Zinsniveaus ab. Diese Absicherung kostet die Bank einen Teil der Zinsdifferenz zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den kurzfristigen Depositenzinsen. Die restliche Differenz zwischen den langfristigen Kreditzinsen und den kurzfristigen Depositenzinsen wird als Zinsmarge bezeichnet und macht rund einen Drittel der Schweizer Bankerträge aus. Für Kantonal-, Regional- und Raiffeisenbanken entsprechen die Nettozinsenerträge 60-80 Prozent der Gesamterträge.⁸⁶ Die Negativzinsen auf Girokonten bei der SNB haben sich auch auf den Interbankenzinssatz und auf die Kosten der Absicherung gegen Schwankungen des Zinsniveaus ausgewirkt. Diese Folgen des Negativzinsumfeldes würden ohne Gegenmassnahmen der Banken die Zinsmargen vermindern und so die Profitabilität schmälern.⁸⁷

Kurz- und mittelfristige Auswirkungen

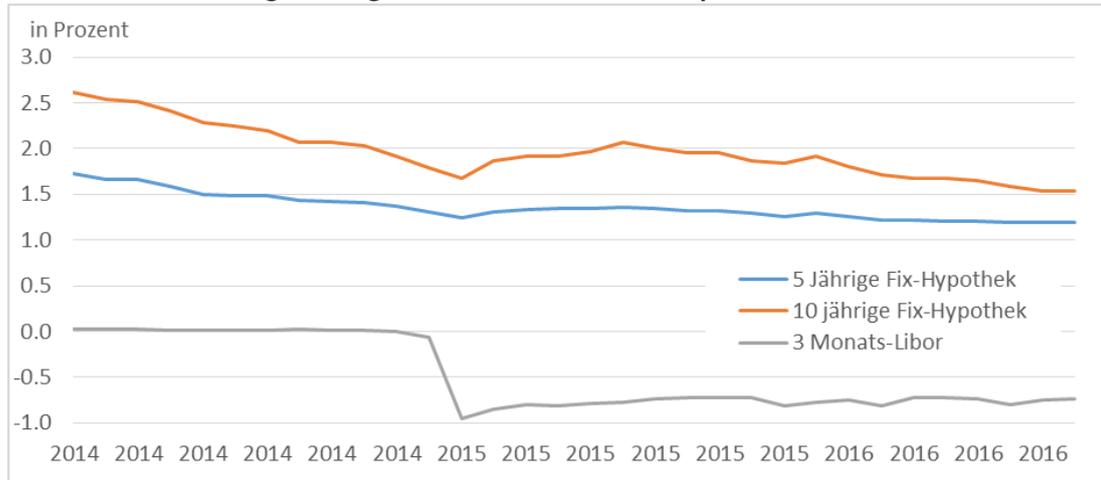
Banken können die Negativzinsen nur begrenzt an die Depositenten weitergeben, da dies bei Privatkunden zu vermehrter Bargeldhaltung und dadurch zu einem Ansturm auf Banken führen könnte. Für kleinere Sichteinlagen haben Banken folglich die Negativzinsen – mit einer Ausnahme – auch nicht an ihre Kundschaft direkt weitergegeben, weil ansonsten zu erwarten wäre, dass diese Kunden ihre Sichtguthaben bar beziehen würden.⁸⁸ Demgegenüber haben einige Banken für grössere Kunden negative Zinsen eingeführt. Um der Erosion der Zinsmarge entgegenzuwirken, haben einige Banken stattdessen die längerfristigen Hypothekarkreditzinsen ab 2015 erhöht (vgl. Grafik 10). Seit Mitte 2015 fielen die langfristigen Hypothekarzinsen wieder leicht. Dies dürfte die Folge von den allgemein sinkenden langfristigen Zinsen sein.

⁸⁶ *Die Zinswelt steht Kopf – Auswirkungen des Negativzinsumfeldes auf die Schweiz*, UBS, März 2015

⁸⁷ Es ist jedoch zu beachten, dass die fallenden Zinsmargen nicht nur auf die Negativzinsen zurückzuführen sind. So ist z.B. die Median-Zinsmarge bei Schweizer Retailbanken im Jahr 2014 im Vergleich zum Vorjahr von 124 Basispunkten auf 119 Basispunkte gefallen (*Zinsmargenanalyse 2015*, EY, Oktober 2015)

⁸⁸ In der Schweiz hat bis anhin nur die Alternative Bank negative Zinsen für alle Sichtguthaben von Privatkunden eingeführt.

Grafik 10: Auswirkung der Negativzinsen auf andere Zinsprodukte



Quelle: Datastream

Üblicherweise sichern Banken das aus der Vergabe von längerfristigen Hypotheken resultierende Zinsrisiko durch Finanzderivate ab. Die Kosten für diese Absicherung betragen heute 50-70 Basispunkte, was im historischen Vergleich nicht aussergewöhnlich hoch ist.⁸⁹ Diese Kosten werden auf die Kreditnehmer übertragen und führen letztlich zu den höheren Kreditzinsen. Um Kosten zu sparen, könnten die Banken dazu verleitet werden, die Fristeninkongruenz – also die Tatsache, dass Banken Kredite mit langer Laufzeit durch Einlagen mit kürzeren Laufzeiten finanzieren – nicht mehr abzusichern, was sich wiederum negativ auf die Stabilität des Finanzsystems auswirken könnte. Sollte das Tiefzinsumfeld, insbesondere die Negativzinsen, über einen längeren Zeitraum anhalten, könnten aufgrund fallender Zinsmargen die Erträge der Banken weiter sinken. Zusammen mit einer stärkeren Währung und einem allgemein schwierigen wirtschaftlichen Umfeld würde dadurch der Konsolidierungsdruck auf Schweizer Banken verstärkt werden, insbesondere bei den kleineren Instituten. Ausserdem könnten Banken auf der Suche nach höheren Renditen risikoreichere Investitionen tätigen, was längerfristig mit Systemrisiken verbunden sein könnte.

Während bei einigen Banken den Ausleihungen an Kreditnehmern fast ausschliesslich Kundeneinlagen gegenüberstehen, treten andere vermehrt auf den Kapitalmarkt. Sie nehmen dort Fremdkapital auf, beispielsweise auf dem Kapitalmarkt und Interbankenmarkt. Im Gegensatz zu den Kundeneinlagen, bei welchen der Zinssatz in aller Regel nicht negativ ist, gelten auf dem Kapitalmarkt die Kapitalmarktzinsen. Diese können durchaus negativ sein. Eine Hypothekenbank, welche sich auf diese Weise finanziert, profitiert somit davon, dass sie auf der Aktivseite der Bilanz überhöhte Zinsen für ihre Hypotheken erhält und auf der Passivseite für die Kapitalaufnahme einen negativen Zins bezahlt, d.h. ebenfalls einen Zins gutgeschrieben erhält. Die Zinsmarge dieser Banken ist unter diesen Umständen sogar höher als zuvor. Anders ergeht es Banken, welche keine Hypotheken oder Kredite vergeben und ihre Anlagen somit vor allem in Finanzinvestitionen tätigen und welche sich im Wesentlichen durch Kundeneinlagen finanzieren. Diesen Banken fehlt die Möglichkeit der Querfinanzierung von Kundendepositen durch Hypothekarkreditnehmer: Auf den Anlagen erhalten die Banken einen Kapitalmarktzins, der bei risikofreien Anlagen negativ ist, und auf den Depositen müssen sie einen zu hohen (nicht negativen) Zins

⁸⁹ *Swiss Strategy and Relative Value*, Credit Suisse, März 2015.

Bericht zur Geldpolitik

entrichten. Die Zinsmarge dieser Banken ist unter diesen Umständen kleiner als zuvor oder sogar negativ.

Als Folge des Negativzinsumfelds und der geringen Renditen von Anleihen könnten zudem Versicherungen vermehrt auf den Hypothekarmarkt drängen. Im Gegensatz zu Banken stammen deren Anlagegelder nicht von jederzeit abzugsfähigen Kundendepositen, sondern aus Versicherungsprämien. Dies führt im Vergleich zu den Banken zu einem geringeren Finanzierungsrisiko und entsprechend tieferen Hypothekarzinsen, allerdings tragen die Versicherer ebenfalls ein Zinsrisiko und das Ausfallrisiko der Hypotheken. Diese Entwicklung könnte allenfalls die Ungleichgewichte auf den Hypothekarmärkten verstärken und neue Herausforderungen in Bezug auf die Finanzstabilität hervorrufen.

Fazit

Tiefe Zinsen und ein deflationäres wirtschaftliches Umfeld stellen heute eine Realität dar, welcher sich auch die Banken stellen müssen. Die SNB hat für die Bestimmung der Freibeträge transparente Kriterien angewandt, welche für alle Girokontoinhaber in gleicher Weise gelten. Solange die Regeln nicht zu deutlichen Wettbewerbsverzerrungen führen und keine Systemrisiken auftreten, drängt sich kein bankenspezifischer Regulierungsbedarf auf. Sollten sich mittelfristig substantielle Systemrisiken manifestieren, muss die Lage neu evaluiert werden.

5.4.3 Wirkung der Negativzinsen auf die Versicherungen

Lebensversicherungen

Mit den Lebensversicherungsprodukten nehmen die Lebensversicherer von ihren Kunden Zahlungen (Prämien) entgegen und verpflichten sich im Gegenzug, an die Kunden Zahlungen in der Zukunft bei Eintritt des versicherten Risikos zu leisten. In der Zwischenzeit legen die Versicherer das eingenommene Kapital an.

Mit den sinkenden Zinsen, wie sie in den letzten Jahren zu beobachten waren, hat der Barwert von Zahlungsströmen, die in der Zukunft liegen, zugenommen. Gleichzeitig nahmen auf der Aktivseite der Bilanzen auch die Marktwerte der Kapitalanlagen zu, denn der Börsenwert einer festverzinslichen Anlage, wie beispielsweise einer Obligation, steigt mit sinkenden Zinsen. Allerdings ist diese Wertzunahme geringer als die Wertzunahme der Verpflichtungen, da erstens die Fristigkeiten auf der Aktivseite typischerweise etwas kürzer sind als die Auszahlungszeitpunkte der Versicherungsleistung und da zweitens die Volumen der festverzinslichen Aktiva kleiner als die Passivseite sind. Daraus ergibt sich, dass die Lebensversicherer netto an ökonomischem Wert verlieren, wenn die Zinsen sinken. Zinssenkungen führen zu unmittelbaren Verlusten für Lebensversicherer. Gemäss Angaben der FINMA zum Swiss Solvency Test (SST)⁹⁰ lassen sich diese auf grob 5-10 Milliarden CHF pro Zinsreduktion um einen Prozentpunkt beziffern. Seit Juni 2007 sind die Zinsen um gut drei Prozentpunkte gefallen, woraus man einen bereits eingetretenen Verlust in der Grös-

⁹⁰ Gegenwärtig liegen die SST-Werte per 1. Januar 2014 vor. FINMA: *SST 2014 Survey / FINMA Report on the Swiss Insurance Market*, www.finma.ch/e/beaufsichtigte/versicherungen/schweizer-solvenztest/Documents/sst-ergebnisse-2014-e.pdf

Bericht zur Geldpolitik

senordnung von rund 20 Milliarden ableiten kann. Dazu lässt sich das aktuelle ökonomische Eigenkapital der Lebensversicherer in Relation setzen. Per 1.1.2014 betrug es 48 Milliarden CHF.⁹¹ Der mittlere gewichtete SST-Solvenzdeckungsgrad der Lebensversicherer belief sich auf etwa 150 Prozent, was bedeutet, dass die Solvenzanforderung im Durchschnitt mehr als erfüllt ist.

Verluste durch fallende Zinsen entstehen auf bisherigen Geschäften, nicht auf dem Neugeschäft. Für Neugeschäfte sollten Versicherer die Prämien und die versprochenen Leistungen (z.B. Zinsgarantien) dergestalt festgelegt haben, dass sie im Einklang mit dem aktuell tiefen Zinsniveau sind, also die im Versicherungsvertrag vereinbarten Leistungen trotz der tiefen Zinsen finanzieren können. Unter diesen Voraussetzungen generiert das Neugeschäft keine Verluste. Das Tiefzinsumfeld dürfte bei den Versicherern Umsatzeinbussen verursachen, da die Nachfrage nach Sparversicherungen unter den aktuellen Konditionen gesunken ist. Viele Lebensversicherer änderten in der letzten Zeit die Produktpalette, indem sie versuchen, vermehrt fondsgebundene Lebensversicherungen ohne Zinsgarantie zu vertreiben, bei denen der Kunde am Auf und Ab der Finanzmärkte partizipiert, also die Finanzrisiken selbst trägt. Schweizerische Lebensversicherer waren auf diese Situation besser vorbereitet als solche anderer Länder, weil die Schweiz vergleichsweise früh ein risikobasiertes Solvenzsystem (den Schweizer Solvenzttest) einführte. Das brachte die Lebensversicherer bereits vor der Finanzkrise und dem Sinken der Zinsen dazu, ein besseres Asset-Liability-Management einzuführen, das heisst die Zahlungsströme der Aktiva und der Passiva besser aufeinander abzustimmen und damit die Nettozinsrisiken zu reduzieren. Angesichts der fallenden Zinsen haben die Versicherer diese Anstrengungen noch verstärkt, was das Verlustrisiko senkte. Eine weitere Möglichkeit, mit dem momentanen Zinsproblem im Lebensversicherungsgeschäft umzugehen, ist die Diversifikation in andere geographische Märkte und in andere Versicherungszweige in einem Versicherungskonzern.

Nichtlebensversicherung

In dieser Versicherungssparte können viele Schäden zwar relativ rasch, d.h. innerhalb von Monaten oder wenigen Jahren, erledigt werden, sodass Zins- und Zinseszinsseffekte zweitrangig sind. Somit sind die Nichtlebensversicherungen vom tiefen Zinsniveau weniger betroffen. Allerdings existieren aber auch Nichtlebensversicherungsbranchen, welche analog zu Lebensversicherungen lange Laufzeiten aufweisen. Dazu gehören zum Beispiel die Haftpflicht- und die Unfalldeckungen sowie generell alle Versicherungsfälle, welche längere juristische Abklärungen erfordern. Zwischen der Einzahlung einer Prämie und der Erledigung von Schadenfällen können 10-20 Jahre liegen. In der Zwischenzeit ergeben sich Kapitalanlageerträge. Zum Teil tragen diese Erträge zum Finanzerfolg der Versicherer bei, sie können bei einer Konkurrenzsituation auf dem Versicherungsmarkt aber auch für eine Senkung der Versicherungsprämie für den Kunden genutzt werden. Umgekehrt werden die Versicherer in den langlaufenden Nichtlebensversicherungssparten die Prämien erhöhen, wenn die Zinsen tief sind und tief bleiben.

Fazit

Lebensversicherer erleiden Verluste, wenn das Zinsniveau sinkt. Je länger diese Situation andauert, desto grösser fallen die Reduktionen von Unternehmensgewinnen der

⁹¹ FINMA: SST 2015 Survey, Seite 5

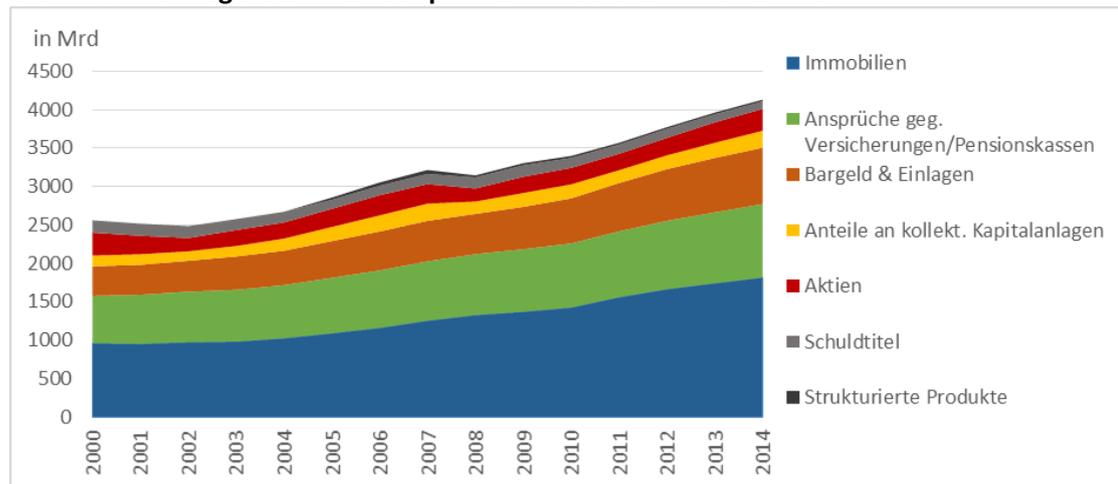
Bericht zur Geldpolitik

Lebensversicherer aus. Dass die Zinsen sogar negativ sind, ist für ein Versicherungsportefeuille qualitativ kein zusätzliches Problem, aber insofern relevant, als dass die Zinsen damit nochmals gefallen sind. Die tiefen Zinsen stellen für die Bilanzen der Lebensversicherer eine grosse Belastung dar, die nun schon über mehrere Jahre anhält. Ein Anstieg der Zinsen auf das Nullniveau brächte für die Versicherer zwar eine Linderung, ihr Problem der tiefen Zinsen wäre damit aber nicht gelöst. Das Zinsrisiko ist Teil des unternehmerischen Risikos der Lebensversicherer. Diese müssen auch auf ein Szenario anhaltend tiefer Zinsen vorbereitet sein. An die Versicherer ist der Anspruch zu stellen, die vertriebenen Produkte technisch zu beherrschen, d.h. in der Lage zu sein, mit den damit einhergehenden Risiken umzugehen. Vor diesem Hintergrund und wegen der oben erwähnten Produktanpassungen besteht keine Notwendigkeit, die Regulierung der Versicherer wegen der tiefen Zinsen zu ändern.

5.4.4 Wirkung der Negativzinsen auf Kleinsparer

Gemäss der jährlichen Statistik *Vermögen der privaten Haushalte* der SNB betragen die Einlagen der Sparer bei Schweizer Banken im 2014 rund 734 Milliarden (inkl. der 3a-Bankkonten) bei einem Reinvermögen von 3 335 Milliarden. Die Einlagen setzen sich dabei vor allem aus Guthaben bei Banken in Form von Spar- und Transaktionskonten sowie Termineinlagen zusammen. Grafik 11 zeigt die Vermögensaufteilung der Schweizer Haushalte.

Grafik 11: Vermögensstruktur der privaten Haushalte in der Schweiz



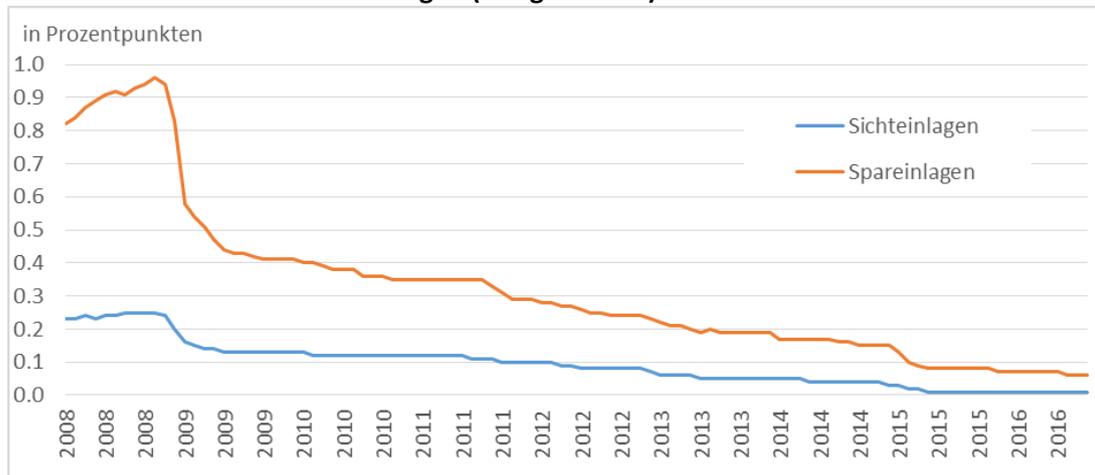
Quelle: SNB

Nominal gesehen sind die Zinsen auf den meisten Bankkonten noch in minimalem Ausmass positiv. Mit Einführung des Negativzinses sind die Zinssätze auf Sicht- und Spareinlagen auf 0,01 %, respektive 0,08 % gefallen (vgl. Grafik 12). Ausschlaggebend für die Ersparnisse und deren zukünftigem Wert ist jedoch der Realzins, also der Nominalzins bereinigt um die Inflation. Die Inflation war in den letzten Jahren negativ und auch für 2016 wird ein negativer Wert (-0.4 %) erwartet. Der Realzins liegt folglich noch im positiven Bereich. Das Negativzinsumfeld hat aber trotzdem Auswirkungen auf die Kleinsparer, da die Zinserträge auf Privatkonten sehr tief liegen und die Kontogebühren dadurch stärker ins Gewicht fallen.

Eine allfällige Weitergabe von Negativzinsen an die Privatkunden könnte zu vermehrter Bargeldhaltung führen (vgl. Ziffer 5.5.2). Ein Abzug der Bankeinlagen und Bargeldhaltung dürfte zwar eine erste Reaktion vieler Sparer sein. Allerdings ist auch

das Halten von Bargeld, als alternative Form von Liquidität, nicht kostenlos. Übersteigt das Bargeld die für den Gebrauch benötigte Menge deutlich, fallen Kosten für die sichere Lagerung, beispielsweise in einem Tresor oder Bankschliessfach, an. Ausserdem gibt es bei Bargeldtransaktionen höhere Transaktionskosten im Vergleich zum elektronischen Zahlungsverkehr. Da sich für die Grosskunden im Vergleich zu den Privatkunden die Bargeldhaltung schwieriger gestaltet, haben hingegen verschiedene Banken für dieses Kundensegment bereits negative Zinsen eingeführt.

Grafik 12: Zinssätze auf Bankeinlagen (Neugeschäfte)



Quelle: SNB

Auch bezüglich Säule 3a führen die Negativzinsen und das dadurch verstärkte Negativzinsumfeld zu tieferen Zinserträgen für Sparer. Die tiefen Zinsen dürften aber keinen substantiellen Einfluss auf die Höhe der künftigen Säule 3a Einlagen haben, da hier die Steueroptimierung als primäre Motivation im Vordergrund steht.

Fazit Kleinsparer

Die Folgen der Negativzinsen werden heute überwiegend von Grosskunden und Kreditkunden, insbesondere Hypothekarkunden getragen. Die auf Einlagen erwirtschaftete negative Passivzinsmarge (Differenz zwischen Kundenzinssatz und Marktzinssatz) wird zum grössten Teil an die Hypothekarkreditnehmer weitergegeben. Bezüglich der Säule 3a Anlagen dürften die Negativzinsen keinen substantiellen Einfluss haben, da für sie die Steueroptimierung die primäre Sparmotivation darstellt. Die Schweiz zeichnet sich durch eine im internationalen Vergleich hohe Sparquote aus. Die gesunkenen Sparanreize stellen aus volkswirtschaftlicher Sicht deshalb kein Problem dar. Würden die Negativzinsen an die Privaten weitergegeben, ist ab einer gewissen Grenze damit zu rechnen, dass die Privatanleger auf Bargeld ausweichen.

5.4.5 Wirkung der Negativzinsen auf Wohneigentümer

Üblicherweise führen die tiefen Zinsen zu einer Senkung der Hypothekarzinsen. Folglich steigt die Nachfrage nach Immobilien, was wiederum eine Erhöhung der Immobilienpreise und der Verschuldung der Haushalte zur Folge hat. Diese Nachfrage wird zudem durch das Bevölkerungswachstum angeregt. Tiefe Zinsen bewirken zudem, dass es weniger Möglichkeiten für andere Anlagen mit guter Rendite gibt. Investoren werden damit dazu angeregt, sich den an Attraktivität gewinnenden Immobilien zuzuwenden. Diese Phänomene können potenziell zur Gefahr einer

Überhitzung des Immobilienmarktes beitragen. Die Erhöhung der Hypothekarverschuldung und der Preise für Wohnbauten können die Rückzahlungsfähigkeiten der Eigentümerinnen und Eigentümer vermindern, sollten die Zinsen steigen oder das Einkommen sinken. Dies kann die Stabilität des Bankensektors und damit der Wirtschaft gefährden. Deshalb haben die Behörden Massnahmen ergriffen. 2012 erliess die FINMA neue Anforderungen für die Vergabe von Hypothekarkrediten: Der Mindestanteil an Eigenmitteln, die nicht aus der zweiten Säule stammen, wurde auf 10 Prozent erhöht und die Amortisationsdauer von Hypothekarkrediten gekürzt. Ausserdem beschloss der Bundesrat 2013 auf Antrag der SNB, makroprudenzielle Massnahmen zu ergreifen und den antizyklischen Kapitalpuffer zu aktivieren. Damit sind die Banken verpflichtet, zusätzliche Eigenmittel in der Höhe von einem Prozent der Hypothekarkredite zu halten. 2014 wurde dieser Puffer auf 2 Prozent erhöht. Schliesslich revidierten die Banken 2014 ihre Selbstregulierungsmassnahmen für die Finanzierung von Hypotheken: Verkürzung der Amortisationsdauer von 20 auf 15 Jahre, Einführung des Niederstwertprinzips bei der Bewertung des Objekts und Berücksichtigung des Einkommens des Ehegatten respektive der Ehegattin nur bei Solidarschuldnern.

Im derzeitigen generellen Tiefzinsumfeld haben Negativzinsen allerdings die paradoxe Wirkung, dass sie die Hypothekarzinsen erhöhen können. Da die Banken die Negativzinsen nicht direkt an die Mehrheit ihrer Kundschaft weitergeben, schrumpft ihre Marge. Wie in Grafik 10 zu sehen ist, sind die Hypothekarzinsen nach der Einführung des Negativzinses zunächst gestiegen, dann aber wieder gefallen.

Fazit Wohneigentümer

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Immobiliensektor eher von den tiefen Zinsen als von Negativzinsen betroffen ist. Während Wohneigentümerinnen und Wohneigentümer von tiefen Hypothekarzinsen profitieren, wird kaufwilligen Personen der Zugang zu einem Hypothekarkredit aufgrund der verschiedenen Massnahmen zur Vermeidung einer Überhitzung des Immobilienmarktes erschwert.

5.4.6 Wirkung der Negativzinsen auf die Kantone

Die direkten Auswirkungen der Negativzinsen auf die Kantone sind bis anhin bescheiden. Die Kantone verfügen über keine Girokonten bei der SNB und sind deshalb in diesem Bereich keinen Negativzinsen ausgesetzt. Folglich können sie auch nicht von Negativzinsen ausgenommen werden. Die Kantone sind nur von Negativzinsen betroffen, wenn sie zu den Grosskunden zählen, an die gewisse Banken die negativen Zinse weitergeben. Im aktuellen Tiefzinsumfeld verringert sich der Schuldzinsaufwand der Kantone, was ihnen einen zusätzlichen finanziellen Spielraum verschafft. Ebenfalls zu erwähnen sind die Auswirkungen der verminderten Schuldzinsabzüge und Finanzerträge auf die Steuereinnahmen, wobei sich diese nur schwer beziffern lassen. Die Kantone können die aktuelle Attraktivität der Fremdfinanzierung allerdings nicht uneingeschränkt nutzen, um ihre Investitionen zu erhöhen. Die meisten von ihnen sind strengen Budgetvorgaben unterworfen (ausgeglichene laufende Rechnung, Ausgaben- oder Schuldenbremse). Sie wären nicht unbedingt in der Lage, die zusätzlichen Betriebskosten, die aus Neuinvestitionen entstünden, zu finanzieren. Hinzu kommt, dass Investitionsentscheide der Kantone weniger von tiefen Zinsen als von Bedürfnissen und politischen Prozessen beeinflusst sind.

Bericht zur Geldpolitik

Längerfristig könnten die Kantone indirekt, das heisst über ihre Pensionskasse, unter den tiefen Zinsen leiden. Aufgrund des tiefen Zinsniveaus und der schwachen Renditen könnten die kantonalen Pensionskassen in finanzielle Schwierigkeiten geraten, denen die Kantone beispielsweise durch eine Rekapitalisierung begegnen müssten.

Fazit Kantone

Eine Umfrage der Konferenz der kantonalen Finanzdirektorinnen und Finanzdirektoren, die im Herbst 2015 bei ihren Mitgliedern durchgeführt wurde, bestätigt den geringen direkten Einfluss der Negativzinsen auf die Kantone. Die Abschwächung der Konjunktur aufgrund der Frankenstärke beeinträchtigt zwar die Steuereinnahmen der öffentlichen Hand. Durch ihre stimulierende Wirkung auf die Konjunktur können Negativzinsen die Auswirkungen der Wirtschaftslage auf die Finanzen der öffentlichen Hand und damit der Kantone jedoch teilweise begrenzen.

5.5 Fazit

Die Zinsen sind weltweit sehr niedrig und die Schweiz weist mit dem Franken eine Währung auf, die gegenüber dem Euro deutlich überbewertet ist. Der Negativzins ist die Folge dieser zwei Entwicklungen: Er dient dazu, den Aufwertungsdruck auf den Franken zu reduzieren, um damit einen weiteren Rückgang der Teuerung in der Schweiz zu bekämpfen. Er trägt auch zu einer Stabilisierung der konjunkturellen Lage in der Schweiz bei. In Anbetracht des internationalen Umfelds (expansive Geldpolitik von wichtigen Zentralbanken und Tiefzinsumfeld) hat die SNB im Moment keine andere Wahl, als den Negativzins beizubehalten, um die Zinsdifferenz mit dem Ausland aufrechtzuerhalten und so eine weitere Aufwertung des Frankens zu verhindern. Das Tiefzinsumfeld macht vor allem jenen Anlegern Schwierigkeiten, die nominale Renditeverpflichtungen erfüllen müssen, wie z.B. die Vorsorgeeinrichtungen. Diese Situation besteht unabhängig vom Negativzins, welcher die Lage aber zusätzlich verschärft. Alle Ausnahmen vom Negativzins über das derzeitige Mass hinaus (Bund, Ausgleichsfonds der AHV/IV/EO und Freibeträge) hätten Forderungen nach weiteren Ausnahmen zur Folge.

6 Frankenstärke und Einkaufstourismus

6.1 Gründe für den Einkaufstourismus

Als Einkaufstourismus bezeichnet man Einkäufe, die von in der Schweiz wohnhaften Privatpersonen im Ausland getätigt werden. Die Konsumentinnen und Konsumenten fahren dabei gezielt zum Einkaufen ins Ausland. Vom Einkaufstourismus profitieren insbesondere Schweizer Konsumentinnen und Konsumenten, welche sich aufgrund der höheren Kaufkraft mit ihrem Einkommen im Ausland mehr leisten können. Auf der anderen Seite erhöht der Einkaufstourismus den Wettbewerbsdruck im Schweizer Detailhandel, was sich teilweise in Umsatzeinbussen im Inland niederschlägt, insbesondere in den Grenzregionen.

Gemäss einer im Auftrag der Interessengemeinschaft Detailhandel Schweiz (IG DHS) durch GfK Switzerland AG erarbeiteten Studie gaben Schweizerinnen und Schweizer im Jahr 2015 4,8 Milliarden Franken für gezielte Einkäufe im Ausland aus. Rechnet man die Online-Einkäufe von 1,4 Milliarden Franken hinzu, ergeben sich 2015 insgesamt Ausgaben von 6,2 Milliarden Franken. Dies entspricht gut 6 Prozent des Gesamtumsatzes im Schweizer Detailhandel. Berücksichtigt man auch die Ausgaben von Schweizerinnen und Schweizern in den Ferien und auf Geschäftsreisen, welche jedoch nicht direkt dem Einkaufstourismus zugeschrieben werden können, so liegt die Zahl wesentlich höher.⁹²

Gemäss den Auslandseinkauf-Studien von GfK ist der Preis das wichtigste Argument, um im Ausland einzukaufen. Allerdings werden insbesondere in Kantonen, welche restriktive Ladenöffnungszeiten haben, auch die Ladenöffnungszeiten als bedeutende Ursache für Auslandeinkäufe genannt. Im Ausland eingekauft werden vor allem Lebensmittel und Bekleidung, aber auch Wohnungseinrichtung, Körperpflege- und Hygieneprodukte, Schuhe, Sportartikel und Haushaltswaren.⁹³

Die Preisunterschiede sind hauptsächlich auf das allgemein höhere Preisniveau in der Schweiz (Preisinsel Schweiz) und neu seit 2011 auf die Frankenstärke zurückzuführen. Allerdings kam der Bundesrat in seinem Bericht in Erfüllung des Postulats Ger-
mann (05.3862) «Volkswirtschaftliche Auswirkungen des wachsenden Einkaufstou-
rismus», welcher 2008 vor der Frankenaufwertung erstellt wurde, zum Schluss, dass die Preisdifferenzen in Europa aufgrund einer fortschreitenden Integration der Märkte generell abnehmen. Mit dieser Preisannäherung an die umliegenden Länder würden die Anreize zum Einkaufstourismus mittel-/langfristig sinken. Vor diesem Hintergrund kam auch eine Studie von Coop aus dem Jahr 2009 zum Schluss, dass der Einkaufstourismus gegenüber 2005 abgenommen habe.⁹⁴ Der seit Ausbruch der

⁹² Vgl. GfK, Auslandseinkäufe 2015. GfK rechnet zu den «Auslandseinkäufen» die Ausgaben während Ferien- und Geschäftsreisen, Besuchen und Ausflügen hinzu (4,5 Mrd. CHF), was ein Total von 10,7 Mrd. Franken ergibt. Anzuführen ist, dass GfK die Werte für 2015 mit einem Eurokurs von 1.245 in Schweizer Franken umrech-
nete. Der tatsächliche durchschnittliche Eurokurs im Jahr 2015 betrug gemäss SNB lediglich 1.068.

⁹³ Vgl. GfK, Auslandseinkäufe 2015.

⁹⁴ Vgl. Coop, Einkaufstourismusstudie 2009.

Bericht zur Geldpolitik

Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 stärker werdende Franken hat diesen Trend gestoppt, es ist also absehbar, dass die Preisunterschiede zwischen dem In- und Ausland noch längere Zeit anhalten werden.

Als Indikator für die Entwicklung des Einkaufstourismus kann die Anzahl der deutschen Ausfuhrbescheinigungen für die Rückerstattung der Mehrwertsteuer im Reiseverkehr herangezogen werden. Tatsächlich weist deren Entwicklung auf eine deutliche Zunahme des Einkaufstourismus nach 2008 hin: Während die Anzahl der abgestempelten Ausfuhrbescheinigungen bis 2008 einige Jahre lang um 6 Millionen pendelte, stieg deren Menge in den folgenden Jahren deutlich an, besonders markant im Jahr 2011 (auf ungefähr 11 Mio.). 2015 wurden beinahe 18 Millionen Ausfuhrbescheinigungen abgestempelt.⁹⁵

Ein weiterer Grund, der den Preisunterschied beeinflusst, ist die Tatsache, dass in der Schweiz wohnhafte Personen im Ausland teilweise steuerbefreit einkaufen können (in der EU wird mindestens 17 % MWST erhoben). Insbesondere bei Einkäufen in Deutschland wird der Preis einer Ware für in der Schweiz wohnhafte Personen noch attraktiver, da Deutschland die Steuerbefreiung nicht von einer Mindestgrenze abhängig macht.

6.2 Massnahmen

Die Frankenstärke könnte primär mit geldpolitischen Massnahmen abgeschwächt werden. Neben den erwähnten geldpolitischen Instrumenten gegen die Frankenstärke (Interventionen auf dem Devisenmarkt, Negativzins, allenfalls weitere) stehen auch verschiedene wirtschaftspolitische Instrumente zur Verfügung, um dem Einkaufstourismus gezielt entgegen wirken zu können. Dabei ist zu bemerken, dass die genannten Massnahmen bereits Gegenstand von diversen parlamentarischen Vorstössen waren bzw. sind.

6.2.1 Bekämpfung der Hochpreisinsel Schweiz

Die Ursachen der Hochpreisinsel Schweiz sind vielfältig und deren Bekämpfung ist seit vielen Jahren eine wirtschaftspolitische Herausforderung. Der Bundesrat hat die Ursachen der Hochpreisinsel im Bericht in Erfüllung des Postulats David (05.3816) im Jahr 2008 eingehend analysiert und verschiedene Massnahmen vorgeschlagen.⁹⁶ Zu den Handlungsmöglichkeiten gehörten u.a. der Abbau technischer Handelshemmnisse, der Abbau des Grenzschutzes im Agrarbereich, die Stärkung des Wettbewerbs im Binnenmarkt sowie ein griffiges Wettbewerbsrecht. Die zu Grunde liegende Analyse trifft grundsätzlich auch heute noch zu.⁹⁷ Am 10. März 2016 nahm der Ständerat zudem das Postulat Fournier (15.4159) «Weshalb ist die Schweiz eine Hochpreisinsel? Und was kann dagegen unternommen werden?» an. Der Bundesrat wird damit erneut beauftragt, die Gründe für das hohe Kosten- und Preisniveau in der Schweiz

⁹⁵ Vgl. Credit Suisse, Retail Outlook 2012-2016. Die Zahlen beziehen sich auf die Zollämter Singen und Lörrach.

⁹⁶ Vgl. SECO/WBF, Berichte in Erfüllung des Po. David (05.3816), Grundlagen der Wirtschaftspolitik, Nr. 16, 2008.

⁹⁷ Vgl. Simon Jäggi/Markus Langenegger, Mit freiem Handel gegen hohe Preise, in: Die Volkswirtschaft, Nr. 4/2016, S. 18-21.

zu analysieren und darzulegen. Er wird ebenfalls beauftragt, Massnahmen vorzuschlagen, mit denen dieses bekämpft werden kann.

6.2.2 Parallelimporte

Vor dem Hintergrund der Hochpreisinsel kommt Parallelimporten eine grosse Bedeutung zu.⁹⁸ Einerseits können gewisse Produkte durch Parallelimporte günstiger bezogen werden, was die Produktions- bzw. Beschaffungskosten für Unternehmen senkt. Auf der anderen Seite können Parallelimporte den Wettbewerb im Inland intensivieren und damit Druck auf die Preise anderer Anbieter ausüben. Schliesslich dürfte das Angebot günstigerer Produkte auch das Preisbewusstsein der Konsumenten erhöhen. Insofern tragen Parallelimporte dazu bei, die teilweise hohen Preise in der Schweiz unter Druck zu setzen.

Das Eidgenössische Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF) wurde mit dem Postulat 14.3014 der Kommission für Wirtschaft und Abgaben des Nationalrats beauftragt, einen Bericht über die Erleichterung von Parallelimporten zu verfassen. Darin werden die bestehenden rechtlichen und administrativen Gegebenheiten in Bezug auf die Behinderung von Parallelimporten überprüft und Massnahmen zu deren Senkung vorgeschlagen.

Ein erster Bereich, in dem Handelsschranken abgebaut werden könnten, sind Zölle und Zollformalitäten. Im Bereich der Industrieprodukte wäre die autonome Aufhebung aller Einfuhrzölle eine substantielle Handelserleichterung. Das SECO prüfte im Rahmen der Neuen Wachstumspolitik 2016-2019 diese Massnahme vertieft. Eine Aufhebung aller Industrie-Einfuhrzölle würde über die eigentliche Zollsenkung hinaus zu einer administrativen Entlastung sowie einer Vereinfachung der Einfuhrverfahren für Produkte führen, welche zum Endverbrauch in die Schweiz importiert werden (Konsum- und Investitionsgüter). In solchen Fällen wäre kein Ursprungsnachweis mehr notwendig. Dies gilt auch für Waren, welche als Vorleistungen für Güter verwendet werden, welche anschliessend nicht im Rahmen eines FHAs im Ausland verzollt werden.

Der Grenzschutz ist heute besonders im Agrar- und Lebensmittelbereich noch relativ hoch. In der politischen Debatte rund um die Hochpreisinsel ist dieser Bereich besonders relevant. Der Zielkonflikt zwischen Agrarschutz und tieferen Lebensmittelpreisen ist offensichtlich. Hier könnte der Handel durch die autonome Senkung bzw. Aufhebung gewisser Zölle (von Produkten mit geringer agrarpolitischer Relevanz) oder die Beseitigung des sog. Industrieschutzes erleichtert werden.

Bei den Zollverfahren bestehen weitere Möglichkeiten, Handelshemmnisse abzubauen. Dazu gehören ein Internetportal für die vereinfachte Zollanmeldung (vgl. Motion 14.3011), Flexibilität bei der Wahl der Grenzübergangsstelle (vgl. Motion 14.3012) oder eine vereinfachte Erhebung der Mehrwertsteuer beim Import von Waren (vgl. Motion 14.3015).

Auch technische Handelshemmnisse können Parallelimporte behindern. Trotz Revision des Bundesgesetzes über technische Handelshemmnisse (THG) und Einführung des Cassis de Dijon Prinzips verbleiben solche Hindernisse, namentlich durch die Bewilligungspflicht für Lebensmittel im Rahmen des Cassis de Dijon Prinzips, durch

⁹⁸ Parallelimporte bedeuten vorliegend Wareneinführen unter Umgehung der vom Hersteller vorgesehenen/organisierten Vertriebsstruktur.

gewisse abweichende Vorschriften (v.a. Deklarationsvorschriften im Lebensmittelbereich) sowie spezielle Einfuhrverfahren wie Zulassungen (z.B. für Arzneimittel, Futtermittel, Pflanzenschutzmittel etc.). Diese im Zuge der THG-Revision bewusst akzeptierten Abweichungen im technischen Recht sowie die Bewilligungspflicht bei Lebensmitteln stehen dabei klar im Konflikt mit der Forderung nach tieferen Preisen in der Schweiz. Um den Handel zu erleichtern, könnte die heute bestehende Bewilligungspflicht bei den Lebensmitteln durch eine Meldepflicht ersetzt werden. Zudem sollten die Ausnahmen zum Cassis de Dijon Prinzip eingeschränkt werden.

6.2.3 Einschränkung der Steuerbefreiung von Exportwaren im Ausland

Die Mehrwertsteuer ist auch in den Nachbarstaaten der Schweiz eine Konsumsteuer. Sie belastet den Konsum der entsprechenden Waren im jeweiligen Land. Nicht belastet werden exportierte Waren. Sie unterliegen hingegen der Mehrwertsteuer im Bestimmungsstaat, da sie erst dort «konsumiert» werden. Die meisten Nachbarstaaten gewähren aus verwaltungsökonomischen Gründen die Steuerbefreiung wegen Exports erst ab einem bestimmten Mindesteinkaufspreis. So kann die Erstattung der ausländischen Mehrwertsteuer in Frankreich erst ab einem Einkaufspreis von mehr als 175 Euro, in Österreich ab 75 Euro und in Italien ab 155 Euro beim Verkäufer geltend gemacht werden (in der Schweiz liegt dieser Wert bei 300 Franken). Nur in Deutschland besteht für Einkaufstouristinnen und -touristen keine Betragsgrenze für Exportwaren.

Die Schweiz kann seinen Nachbarstaaten indessen nicht vorschreiben, ob oder ab welchem Betrag diese bei Exportwaren eine Steuerbefreiung ermöglichen. Die Nachbarstaaten – wie auch die Schweiz – entscheiden diesbezüglich souverän; vgl. Anfrage Reimann (11.1103) «Rückerstattung der Mehrwertsteuer im kleinen Grenzverkehr».

Auch andere Einschränkungen wie zum Beispiel der Vorschlag, die Wertfreigrenze nur für Einkäufe zu gewähren, für welche nicht aktiv die ausländische Mehrwertsteuer zurückgefordert wird, sind kaum durchführbar; vgl. Stellungnahme des Bundesrates vom 20. Mai 2015 zur Motion Borer (15.3305) «Einkaufstourismus im Ausland. Stopp der fiskalpolitischen Förderung durch das EFD».

6.2.4 Senkung der Wertfreigrenze

In der Motion Hausammann (15.4172) «Einkaufstourismus nicht mit Steuergeschenken fördern» wird die Senkung der Wertfreigrenze gefordert. Die Wertfreigrenze von 300 Franken pro Person und Tag [für Waren des Reiseverkehrs⁹⁹] sei zu hoch angesetzt und lade in der Schweiz wohnhafte Personen geradezu ein, ihren ganzen alltäglichen Konsumbedarf auf einfachste Art und Weise mehrwertsteuerfrei im Ausland zu decken.

Der Bundesrat hält in seiner Stellungnahme zur Motion fest, dass diese Erleichterung besteht, um den administrativen Aufwand für die Zollverwaltung im Reiseverkehr klein zu halten. Eine Senkung der Wertfreigrenze hätte zur Folge, dass eine Person gegenüber heute – wenn überhaupt – maximal 24 Franken mehr Mehrwertsteuer bezahlen müsste. Es ist fraglich, ob diese Mehrkosten angesichts der grossen Preisunterschiede eine Auswirkung auf die Einkäufe im benachbarten Ausland hätten. Zudem

⁹⁹ Waren des Reiseverkehrs sind Waren, die jemand auf einer Reise über die Zollgrenze mitführt, ohne dass sie für den Handel bestimmt sind.

Bericht zur Geldpolitik

wäre mit einem erheblichen und kaum zu vertretenden Mehraufwand für den Zoll und die Bürgerinnen und Bürger beim grenzüberschreitenden Reiseverkehr zu rechnen.

Der Bundesrat geht zudem davon aus, dass bei einer tieferen Wertfreigrenze mit einer Zunahme der Verzollungen bzw. einer Erhöhung des Schmuggels zu rechnen wäre. Wegen der irregulären Migration und Kriminalitätsbekämpfung können die knappen Ressourcen des Grenzwachtkorps als Teil der Eidgenössischen Zollverwaltung (EZV) nicht vermehrt für Kontrollen des Einkaufsverkehrs und Inkasso der Einfuhrabgaben eingesetzt werden. Eine tiefere Wertfreigrenze hätte indessen zur Folge, dass einfach öfters ins Ausland gefahren würde, um im gleichen Masse von der abgabenfreien Einfuhr zu profitieren. Dies würde wiederum zu mehr Verkehr führen, und es wäre mit einer noch verschärfteren Stauproblematik an den Grenzzollstellen zu rechnen.

Eine Senkung der Wertfreigrenze stiesse schliesslich auch bei den Einkaufstouristinnen und -touristen auf wenig Verständnis. Aus politischer Sicht würde sich der Bundesrat zudem dem Vorwurf aussetzen, die «Hochpreisinsel Schweiz» zusätzlich gegenüber dem Ausland abzuschotten und dadurch weiter zu zementieren. Konsumentinnen und Konsumenten im Inland würden noch mehr benachteiligt.

Da eine Senkung der Wertfreigrenze aus den genannten Gründen nicht zielführend ist, beantragt der Bundesrat die Ablehnung der Motion Hausammann (15.4172). Die Motion wurde vom Parlament noch nicht behandelt.

6.2.5 Verstärkte Kontrollen an der Grenze

Sofern die zollrechtlichen Vorschriften eingehalten werden, ist es erlaubt, Einkäufe im Ausland zu erledigen. Diesbezüglich stellt die EZV fest, dass die Mehrheit der Einkaufstouristinnen und -touristen die zollrechtlichen Vorschriften einhalten und dass der private Warenschmuggel zwar nicht ganz unerheblich ist, jedoch eine Randscheinung bleibt.

Das Grenzwachtkorps kontrolliert die Einhaltung der Wertfreigrenze und der erlaubten Maximalmengen im Reiseverkehr. Eine lückenlose Kontrolle ist allerdings aus Ressourcengründen nicht möglich. Die Kontrolltätigkeiten werden im Rahmen der personellen Möglichkeiten des Grenzwachtkorps vollzogen und basieren deshalb auf laufenden Risikobewertungen.

Vermehrte Kontrollen würden ebenfalls zu zusätzlichen Wartezeiten und Staus an der Grenze führen. Eine Aufstockung des Grenzwachtpersonals zwecks verstärkter Warenkontrollen ist aufgrund der angespannten Migrations- und Kriminalitätslage sowie aufgrund der Sparmassnahmen des Bundes im Moment kaum realistisch und hätte zudem auf den legalen Einkaufstourismus kaum Einfluss.

6.3 Fazit

Da die verschiedenen Massnahmen, um wirksam gegen den Einkaufstourismus vorgehen zu können, bereits in verschiedenen parlamentarischen Vorstössen beleuchtet wurden bzw. werden, ist ein Massnahmenplan aus Sicht des Bundesrats nicht zweckmässig. Mögliche Massnahmen wurden bereits eingeleitet. Andere Massnahmen werden erarbeitet, befinden sich in der parlamentarischen Beratung bzw. sind – wie vorstehend dargelegt – nicht mehrheitsfähig oder realisierbar.

7 Beilagen: Texte der Postulate

15.3091 Postulat Bischof

Negativzinsen. Folgen für Pensionskassen, Kleinsparer und Kantone

Der Bundesrat wird beauftragt, in einem Bericht die volkswirtschaftlichen Folgen der Nationalbank am 18. Dezember 2014 eingeführten Negativzinsen im Umfeld andauernder Tiefzinsen dazulegen.

Insbesondere sind folgende Fragen zu klären:

1. Welche Folgen haben Negativzinsen für die Schweiz, namentlich wenn sie längerfristig in Kraft bleiben oder noch erhöht werden? Höhere Risiken für Pensionskassen? Enteignung der Sparer? Run auf Bargeld? Alternativen?
2. Wie kann erreicht werden, dass Gelder der beruflichen Vorsorge (2. und allenfalls 3. Säule) und der Schweizer Sozialwerke (inkl. Kranken- und Unfallversicherung) vom Negativzins ausgenommen werden? Kann die SNB ihnen Girokonti eröffnen oder sind (wie 1978) gesetzliche Vorkehrungen nötig?
3. Wie kann sichergestellt werden, dass Kleinsparerinnen und Kleinsparer mit Spareinlagen unter 100 000 Franken vom Negativzins ausgenommen bleiben?
4. Trifft es zu, dass der Bund selber, die Pensionskasse Publica und 1 Kanton von den Negativzinsen ausgenommen sind? Wie reagiert der Bund auf diese «Geschäftsmodelle»? Wie ist die Lage der anderen Kantone?
5. Wäre es technisch möglich, nur ausländische Geldzuflüsse mit dem Negativzins zu belasten? Wäre dies überhaupt wirksam? Welches wäre die Folgen?
6. Sind die hohen Freibeträge der mindestreservepflichtigen Banken gegenüber anderen Banken und Versicherern wettbewerbsneutral?
7. Wie behandelt der Bundesrat die obigen Fragen unter Wahrung der Unabhängigkeit der SNB? Wo sieht er gesetzgeberischen Handlungsbedarf?

15.3367 Postulat Rechsteiner Paul

Bericht zum Schweizer Franken

Der Bundesrat wird eingeladen, einen Bericht zum Schweizer Franken und seiner volkswirtschaftlichen Funktion unter den gegenwärtigen Bedingungen und den absehbaren künftigen Entwicklungen zu erstellen oder erstellen zu lassen.

Begründung :

Die Geschichte des Schweizer Frankens gilt als «Erfolgsgeschichte» (Ernst Baltensberger). Die Rahmenbedingungen mussten allerdings regelmässig, zuletzt mit dem neuen Nationalbankgesetz von 2003, an die veränderten Verhältnisse angepasst werden. Seither hat sich die Situation abermals verändert, beispielsweise durch die Digitalisierung und die Internationalisierung der Finanzmärkte, durch die Entwicklungen rund um den Euro, aber auch durch die zunehmende Bedeutung Chinas und anderer Schwellenländer für die Weltwirtschaft. Heute steht unsere Währung vor grossen neuen Herausforderungen. Es drängt sich deshalb auf, die Ausgangslage erneut zu überprüfen.

15.4053 Postulat Bischof

Schweizerische Nationalbank. Überprüfung der Governance

Der Bundesrat wird beauftragt, in einem Bericht darzulegen, ob und inwieweit die Governance der Schweizerischen Nationalbank (SNB) unter Wahrung von deren Unabhängigkeit den heutigen Gegebenheiten anzupassen ist.

Insbesondere hat er folgende Fragen zu beantworten:

1. Entspricht die heutige faktische Kompetenzordnung der SNB (Professor Paul Richli spricht von einer «Kompetenzdehnung») noch der geltenden verfassungsmässigen und gesetzlichen Grundlage? Besteht Anpassungsbedarf beim Auftrag der SNB und/oder bei den Grundlagen?

Bericht zur Geldpolitik

2. Besteht bei der Rechtsform (spezialgesetzliche AG mit staatlichem und privatem Aktionariat) oder bei Wahl, Grösse und Zusammensetzung des Direktoriums und des Bankrates Anpassungsbedarf?
3. Besteht Anpassungsbedarf bei Rechenschaftsablage und Kommunikation? Sind zusätzlich zu den heutigen informellen Orientierungen der WAK beider Räte öffentliche Hearings einzuführen?
4. Wie ist die Rechtslage zu obigen Fragen bei vergleichbaren ausländischen Notenbanken, und ergibt sich daraus Handlungsbedarf im Bereich einer Good Governance?

15.3208 Postulat Cramer

Starker Franken und Einkaufstourismus

Der Bundesrat wird gebeten, die Zweckmässigkeit eines Massnahmenplans zu prüfen mit dem Ziel, wirksam gegen den Einkaufstourismus vorzugehen. Die Problematik ist in den Grenzgebieten, in denen die negative Wirkung des starken Frankens besonders stark zu spüren ist, speziell virulent. Davon betroffen sind namentlich der Detailhandel sowie das Hotel- und das Gastgewerbe. Mögliche Massnahmen wären eine Intensivierung der Zusammenarbeit mit den Lebensmittelkontrollbehörden, eine bessere Information der Konsumentinnen und Konsumenten und die Aufstockung des Grenzschutzpersonals in den Grenzgebieten.

Begründung:

Im Gegensatz zur Personenfreizügigkeit ist der Warenverkehr reglementiert. Die Konsumentinnen und Konsumenten sollen für die geltenden Regeln sensibilisiert und die Einhaltung der Regeln soll kontrolliert werden.

Allgemeiner formuliert schadet der Schmuggel dem Wirtschaftsstandort Schweiz in dreierlei Hinsicht:

1. den Konsumentinnen und Konsumenten in Form von Täuschungen über Waren;
2. den Unternehmen durch eine bedeutende Wettbewerbsverzerrung;
3. dem Staat durch beträchtliche Steuerausfälle.

Es herrscht landesweit ein Mangel an Grenzwächterinnen und Grenzwächtern. In ihrer Rolle sind sie gleich zweifach gefordert: Einerseits müssen sie dafür sorgen, dass die Gesetze über den grenzüberschreitenden Warenverkehr eingehalten werden, andererseits müssen sie die sichtbaren Massnahmen im Rahmen der Sicherheit und im Kampf gegen kriminelle und terroristische Handlungen verstärken.

Der Mangel beim Grenzschutzpersonal hat direkte Auswirkungen. So hat das Grenzschutzkorps im Jahr 2014 z. B. im Reiseverkehr eine beachtliche Zunahme - beinahe 75 Prozent - der Zuwiderhandlungen gegen das Zollrecht sowie eine Verdoppelung der Strafuntersuchungen im Zusammenhang mit dem Schmuggel in unserem Land festgestellt.

Diese Zahlen zeigen, weshalb eine verstärkte Grenzkontrolle in diesem Bereich so wichtig ist; sie zeigen auf, dass eine rasche Umsetzung von angemessenen Massnahmen gegeben ist. Die Situation hat sich im Übrigen in letzter Zeit nochmals verschlechtert; so ist z. B. im Kanton Genf seit dem 15. Januar 2015 der Umsatz im Detailhandel je nach Ware schätzungsweise um 5-30 Prozent zurückgegangen.

Eine bessere Regulierung wäre eine mögliche Antwort auf diese negativen Entwicklungen; sie hätte zudem bessere Steuereinnahmen auf Bundesebene zur Folge.

So führt eine Aufstockung des Grenzschutzpersonals nicht zu Mehrausgaben, sondern vielmehr zu höheren Steuereinnahmen auf Bundesebene.

15.401 Parlamentarische Initiative Minder. Direktorium der Schweizerischen Nationalbank. Vergrößerung des Organs und Wahl durch die Bundesversammlung

Gestützt auf Artikel 160 Absatz 1 der Bundesverfassung und Artikel 107 des Parlamentsgesetzes reiche ich folgende parlamentarische Initiative ein:

Das Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank (NBG) (und gegebenenfalls das Parlamentsgesetz) sei dergestalt zu ändern, dass:

1. das Direktorium personell vergrössert wird, und
2. die Mitglieder des Direktoriums durch die Vereinigte Bundesversammlung gewählt werden (oder ihre Wahl durch die Vereinigte Bundesversammlung bestätigt wird).

Bericht zur Geldpolitik

Das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) besteht aus lediglich drei Personen (Art. 43 Abs. 1 NBG). Zwar sind ihnen ebenso viele Stellvertreter beigeordnet, die zusammen das Erweiterte Direktorium bilden. Doch alle wichtigen, insbesondere alle «konzeptionellen und operativen geldpolitischen Entscheide» (Art. 46 Abs. 2 Bst. a NBG), werden durch das kleine Dreier-Direktorium gefällt.

Wie der Entscheid vom 15. Januar 2015, den Franken-Euro-Mindestkurs aufzuheben, gezeigt hat, kommt diesem kleinen Gremium eine unvergleichbar hohe Stellung und Machtkonzentration auf wenigen Schultern zu; die finanz- und währungspolitischen und mithin volkswirtschaftlichen Auswirkungen seiner Entscheide sind äusserst weitreichend. «Die SNB verfügt - auch im Vergleich zu ausländischen Notenbanken - über einen beträchtlichen Handlungsspielraum.» (Georg Müller/Stefan Vogel, Oberaufsicht der Bundesversammlung über die Schweizerische Nationalbank, SZW/RSDA 4/2010, 277).

Derart wichtige und einschneidende Massnahmen sollten durch ein breiter abgestütztes Gremium analysiert und schlussendlich getroffen werden. Am Bundesgericht wird über Fälle von grundsätzlicher Bedeutung immerhin in Fünferbesetzung entschieden (Art. 20 Abs. 2 BGG). Der Bundesrat besteht und entscheidet als Siebnergremium (Art. 175 Abs. 1 in Verbindung mit Art. 177 Abs. 1 der Bundesverfassung). In Verwaltungsräten grösserer Unternehmungen wirken oftmals über neun Mitglieder mit. Breiter abgestützte Entscheidungen, gleich welcher Art, sind demokratiepolitisch besser legitimiert und werden dadurch von der Gesellschaft eher akzeptiert. Das SNB-Direktorium sei daher leicht zu vergrössern. Eventualiter könnten die drei stellvertretenden Direktoren aufgewertet werden.

Das Direktorium erscheint jedoch auch hinsichtlich seines Wahlorgans zu wenig stark abgestützt. Derzeit wird es auf Antrag des Bankrates durch den Bundesrat bestimmt. In Zukunft sei das SNB-Direktorium deshalb durch die Vereinigte Bundesversammlung zu wählen. Das Bundesparlament wählt bereits die Mitglieder anderer wichtiger Gremien, so den Bundesrat, die Bundesrichter, den Bundesanwalt und sogar den General (Art. 168 der Bundesverfassung). Ebenso bestätigt die Bundesversammlung die Wahl weiterer Personen wie den Eidgenössischen Datenschutz- und Öffentlichkeitsbeauftragten (EDÖB) oder den Direktor der Eidgenössischen Finanzkontrolle (EFK) nach Artikel 140 ParlG. Eine Verfassungsänderung ist hierfür nicht nötig, da Artikel 168 Absatz 2 der Bundesverfassung der Bundesversammlung bereits ermöglicht, «weitere Wahlen vorzunehmen oder zu bestätigen».

Die Unabhängigkeit der Schweizer Notenbank würde hierdurch keineswegs angetastet; sie bliebe auch fortan sowohl in organisatorischer, personeller und finanzieller Hinsicht bestehen. Ohnehin darf letztendlich «die Unabhängigkeit nicht dazu führen, dass die SNB zu einem «Staat im Staate» wird und für ihre Handlungen und Unterlassungen keine Verantwortung übernehmen muss» (Müller/Vogel, a.a.O., 280) sowie deswegen auf demokratische Checks and Balances verzichtet wird.

Zu prüfen ist aber einerseits, ob die bereits geltenden «ausgewiesenen Kenntnisse in Währungs-, Bank- und Finanzfragen» für die Wählbarkeit der Mitglieder des Direktoriums (Art. 44 Abs. 1 NBG) um volkswirtschaftliche Kenntnisse oder entsprechende Praxiserfahrung zu ergänzen seien.

Ob fortan der Bankrat, welcher jeweils die Direktionsmitglieder nominiert und vorschlägt, in der heutigen Form beizubehalten sei oder ob das Nominationsverfahren nicht durch eine Parlamentskommission (analog zur Gerichtskommission) durchzuführen sei, ist in diesem Kontext ebenfalls zu hinterfragen. Dem Bankrat gehören letztlich gewichtige Interessenvertreter und somit Lobbyisten an wie Heinz Karrer (Präsident von Economiesuisse) und Daniel Lampart (Gewerkschaftsbund). Diese zwei Vertreter haben den Entscheid «ihres» Direktoriums öffentlich massiv kritisiert. Ob hierdurch die Entscheidungen der SNB besser abgestützt werden, ist fraglich.