

---

**Preisstabilität dank vorausschauender Geldpolitik**  
116. ordentliche Generalversammlung der Aktionärinnen und  
Aktionäre der Schweizerischen Nationalbank

**Thomas J. Jordan\***

Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank  
Bern, 26. April 2024  
© Schweizerische Nationalbank

---

\* Der Referent dankt Claudia Aebersold und Tanja Zehnder für die Unterstützung bei der Erstellung dieses Textes. Sein Dank geht auch an Alain Gabler, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Petra Tschudin und den Sprachendienst der SNB.

Frau Bankratspräsidentin

Sehr geehrte Aktionärinnen und Aktionäre

Liebe Gäste

Ich freue mich ausserordentlich, Sie heute zur Generalversammlung der Nationalbank begrüsen zu dürfen. Ein herzliches Willkommen an Sie alle. Dies ist bereits meine dreizehnte, aber zugleich auch meine letzte Generalversammlung als Präsident des Direktoriums. Es ist mir deshalb eine besondere Ehre und Freude, heute noch einmal zu Ihnen sprechen zu dürfen.

«Das Inflationsgespenst ist zurück» – so oder ähnlich lauteten die Schlagzeilen ab Mitte 2021 in vielen in- und ausländischen Medien. Nach Jahren mit äusserst tiefer Teuerung meldete sich die Inflation mit dem Abklingen der Corona-Pandemie plötzlich weltweit mit aller Wucht zurück. Auf einmal wurde klar, dass Inflation nicht einfach ein Relikt aus früheren Zeiten ist. Es ist vielmehr ein Phänomen, das schlagartig wieder auftreten kann und dann die Bürgerinnen und Bürger beschäftigt und vor allem belastet.

Die jüngste Inflationsepisode hat einmal mehr gezeigt, wie wichtig Preisstabilität ist. Inflation hemmt das Wachstum der Wirtschaft und schmälert den Wohlstand aller. Am meisten aber belastet die Teuerung die wirtschaftlich schwächsten Gruppen in unserer Gesellschaft, da sie von einem Kaufkraftverlust am stärksten betroffen sind. Deshalb ist es nicht erstaunlich, dass die nach der Pandemie aufgetretene Inflation in der Öffentlichkeit derart viel Aufmerksamkeit erhalten hat. Dies war besonders im Ausland der Fall. Dort lag die Inflation teilweise im zweistelligen Bereich. Die Teuerung war in der Schweiz stets deutlich tiefer und befindet sich bereits seit Mitte 2023 wieder im Bereich der Preisstabilität. Trotzdem beschäftigte die Inflation auch hierzulande die Menschen.

Ich möchte Ihnen heute darlegen, was die Nationalbank in den letzten Jahren unternommen hat, damit sie ihr Mandat erfüllen konnte, das heisst, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei die Konjunktur zu berücksichtigen. Ich werde mich dabei auf die Jahre seit Ausbruch der Pandemie konzentrieren. In dieser Zeitspanne war die Preisstabilität auf unterschiedliche Art und Weise gefährdet. Unser geldpolitisches Konzept leistete in allen Konstellationen gute Dienste. Zwei Punkte sind in diesem Kontext wichtig. Zum einen peilen wir keine bestimmte Inflationsrate an, sondern betrachten Preisstabilität als erreicht, wenn die Teuerung zwischen 0% und 2% liegt. Zum anderen haben wir bei der Gewährleistung der Preisstabilität immer die mittlere Frist im Blick. Mit diesem flexiblen Ansatz konnten wir die Preisstabilität in ganz unterschiedlichen Phasen mit angemessenen Mitteln gut verteidigen. Gerne erkläre ich Ihnen, wie.

## **Abwärtsdruck auf die Preise**

Die Jahre vor der Pandemie waren durch eine tiefe Inflation gekennzeichnet. Die Zinsen vieler Zentralbanken waren entweder bei null oder im negativen Bereich. Um in dieser Konstellation Preisstabilität in der Schweiz zu gewährleisten, war eine expansive Geldpolitik

notwendig. Wir setzten auf den Negativzins und waren bereit, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Mit dem Ausbruch der Pandemie brach die Weltkonjunktur massiv ein und der Franken stand als sicherer Hafen einmal mehr unter starkem Aufwertungsdruck. In der Schweiz erfuhr die Konjunktur ebenfalls den stärksten Einbruch seit Jahrzehnten. Die Inflation fiel deutlich in den negativen Bereich, und die Deflationsgefahr war akut. Um in dieser ausserordentlichen Situation unser Mandat zu erfüllen, waren Negativzins und Devisenmarktinterventionen nötiger denn je. Wir kauften Devisen in grossem Umfang, um die Aufwertung des Frankens zu drosseln und so der Deflationsgefahr entgegenzuwirken. Mit dem Negativzins konnten wir auch die Finanzierungsbedingungen günstig halten. Dies unterstützte die Wirtschaft und half gleichzeitig, die Preise zu stabilisieren. In der Schweiz war der wirtschaftliche Einbruch schlussendlich auch dank der Geldpolitik weniger ausgeprägt als in vielen anderen Ländern.

## **Abrupte Schubumkehr**

Gegen Ende der Pandemie setzte weltweit eine beeindruckende konjunkturelle Aufholjagd ein. Mit der wirtschaftlichen Erholung stieg auch die Inflation global stark an. Unternehmen und Haushalte hatten einen Nachholbedarf und fragten nun deutlich mehr Güter nach. Gleichzeitig wurde das Güterangebot während der Pandemie aufgrund der verschiedenen Eindämmungsmassnahmen verringert. Es dauerte eine Weile, bis die gestörten Lieferketten wieder etabliert waren und die Produktion wieder in Schwung kam. Somit traf im Jahr 2021 eine starke Nachfrage auf ein reduziertes Güterangebot und führte zu einem Hochschnellen der Inflation. Der Krieg in der Ukraine veränderte Anfang 2022 das geldpolitische Umfeld ein weiteres Mal schlagartig. Die bereits erhöhten Energiepreise gingen nun durch die Decke und die Inflation erhielt einen zusätzlichen Schub.

Ausmass und Tempo der geldpolitischen Reaktionen auf den heftigen Inflationsanstieg fielen in den verschiedenen Währungsräumen unterschiedlich aus. Die Nationalbank straffte ihre Geldpolitik im internationalen Vergleich früh. Wir taten dies nicht nur über den SNB-Leitzins, sondern auch über den Wechselkurs.

In der frühen Phase der Inflationsbekämpfung, als die Inflation im Ausland bereits deutlich angestiegen, aber in der Schweiz noch moderat war, strafften wir die Geldpolitik über den Wechselkurs. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 2021 liessen wir bewusst eine Aufwertung des Frankens zu, indem wir nur noch zurückhaltend Devisen kauften. Nach dem ersten Quartal 2022 haben wir die Devisenkäufe schliesslich ganz eingestellt.

Mitte 2022 haben wir dann den SNB-Leitzins erhöht. Zu diesem Zeitpunkt betrug die Teuerung hierzulande rund 3%. Im Ausland wurden die ersten Zinserhöhungen vielerorts erst vorgenommen als die Inflation bereits über 8% lag. Wir erhöhten danach den SNB-Leitzins in mehreren Schritten bis auf 1,75% im Juni 2023. Dies entspricht einer Straffung um insgesamt 2,5 Prozentpunkte innerhalb eines einzigen Jahres. Die Zinserhöhungen haben dem Inflationsdruck über ihre Wirkung auf die Gesamtnachfrage entgegengewirkt.

In der zweiten Jahreshälfte 2022 gingen wir dazu über, Devisen zu verkaufen. Dies hat zu einer weiteren Aufwertung des Frankens geführt. Bis zum Frühjahr 2023 entsprach die Aufwertung des Frankens in etwa der Inflationsdifferenz zum Ausland. Somit blieb der reale Wechselkurs, der für die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft entscheidend ist, trotz turbulenten Zeiten bemerkenswert stabil. Danach wertete sich der Franken auch real auf. Dies trug zu einer zusätzlichen Straffung der monetären Bedingungen bei. Insgesamt konnten wir die Schweiz mit der seit 2021 erfolgten Aufwertung des Frankens zu einem wesentlichen Teil von der global rasant steigenden Inflation abschirmen.

## **Handeln statt Aufschieben**

Mit der vorausschauenden Straffung der Geldpolitik, sowohl über den Wechselkurs als auch über den SNB-Leitzins, konnten wir auch Zweitrundeneffekte begrenzen, das heisst Preissteigerungen, die als Reaktion auf höhere Kosten erfolgen. Erhöhte Zweitrundeneffekte können eine selbstverstärkende Inflationsentwicklung in Gang setzen, deren Bekämpfung langwierig sein kann. Oder um es ganz plakativ zu sagen: Ohne frühzeitige geldpolitische Straffung hätte der SNB-Leitzins später viel stärker erhöht werden müssen, mit potenziell negativen Konsequenzen für die Konjunktur und den Arbeitsmarkt. Auch wäre in dieser Konstellation die Mietteuerung als Folge eines höheren Referenzzinses vorübergehend stärker ausgefallen, was den Rückgang der Inflation deutlich verzögert hätte.

Wo stehen wir heute? Bereits seit Mitte 2023 haben wir den SNB-Leitzins nicht mehr weiter erhöht und im letzten Dezember hatten wir entschieden, die Devisenverkäufe nicht mehr in den Vordergrund zu stellen. Im März dieses Jahres konnten wir schliesslich den SNB-Leitzins um einen Viertelprozentpunkt auf 1,5% senken. Der Entscheid berücksichtigt den deutlich reduzierten Inflationsdruck und die im letzten Jahr erfolgte reale Aufwertung des Frankens. Zugleich begünstigt die Zinssenkung die wirtschaftliche Entwicklung.

Die Lockerung unserer Geldpolitik im März dieses Jahres wurde möglich, weil die Bekämpfung der Inflation über die letzten zweieinhalb Jahre erfolgreich war: Die Inflation liegt nun seit etlichen Monaten wieder unter 2% und dürfte gemäss unserer jüngsten Prognose auch über die nächsten Jahre im Bereich der Preisstabilität bleiben. Selbstverständlich gibt es keine Garantie dafür. Im gegenwärtigen Umfeld bleibt die Unsicherheit erhöht und neue Störungen können jederzeit auftreten. Wir werden die weitere Inflationsentwicklung daher genau beobachten und wenn nötig, die Geldpolitik erneut anpassen.

## **Schlussbemerkungen**

Die vergangenen Jahre waren geprägt durch eine ausserordentlich hohe Unsicherheit. Wie sind wir damit umgegangen? Als Zentralbank sind wir Unsicherheit gewohnt. Wir müssen stets in Szenarien denken und unterschiedliche Handlungsoptionen abwägen. Bei unseren Entscheidungen verfolgen wir einen sogenannten Risikomanagementansatz. Dabei gilt es, lieber geldpolitische Entscheidungen zu treffen, die für ein breites Band an Szenarien befriedigende

Ergebnisse liefern, anstatt solche, die zwar optimal für ein bestimmtes Szenario sind, aber sehr schlechte Ergebnisse für viele andere Szenarien erzielen.

Meine Damen und Herren, der Nationalbank ist es in den letzten Jahren gelungen, ihren Auftrag trotz äusserst widriger Umstände zu erfüllen.

Neben einem entschlossenen Verfolgen unseres Auftrags erfordert eine erfolgreiche Geldpolitik auch Voraussicht und Flexibilität bei der Umsetzung. Unser geldpolitisches Konzept hat es uns erlaubt, flexibel auf die verschiedenen Konstellationen in den vergangenen Jahren zu reagieren. Unsere Definition der Preisstabilität und die mittelfristige Orientierung ermöglichen es uns, die Geldpolitik mit ruhiger Hand zu führen und nicht auf jede Abweichung der Inflation von einem Zielwert reagieren zu müssen. Dies verringerte beispielsweise den Bedarf an extremen geldpolitischen Massnahmen während der Pandemie, da wir auch mit Inflationsprognosen nahe der Untergrenze des Preisstabilitätsbands leben können. Andererseits erlaubt unser Konzept auch ein frühes und rasches Handeln, wenn wir das Risiko erkennen, dass sich die Inflation dauerhaft vom Bereich der Preisstabilität entfernen könnte. Dies war in der zweiten Jahreshälfte 2021 der Fall und deshalb reagierten wir rasch und entschlossen auf den steigenden Inflationsdruck.

Die Fokussierung auf unser Mandat und unser geldpolitisches Konzept haben sich in den unterschiedlichsten Situationen bewährt. Doch sie alleine sind keine Garantie für eine erfolgreiche Geldpolitik. Wir müssen unsere eigenen Einschätzungen stets kritisch hinterfragen, veränderte Rahmenbedingungen möglichst früh erkennen und deren Auswirkungen analysieren. Ich sehe die Nationalbank gut gerüstet, um auch in Zukunft die Preisstabilität in der Schweiz zu sichern und so – in Anlehnung an die erwähnten Schlagzeilen zu Beginn meiner Ansprache – die Bürgerinnen und Bürger vor künftigen Inflationsgespenstern zu schützen. Die Nationalbank wird sich weiterhin im Gesamtinteresse des Landes voll und ganz dafür einsetzen, die Preisstabilität in der Schweiz zu sichern.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.