

Geldpolitik in Krisenzeiten

Ernst Baltensperger

Notenstein Lecture

Universität Luzern, 6. Mai 2015

Die Zentralbanken in der Wirtschaftskrise

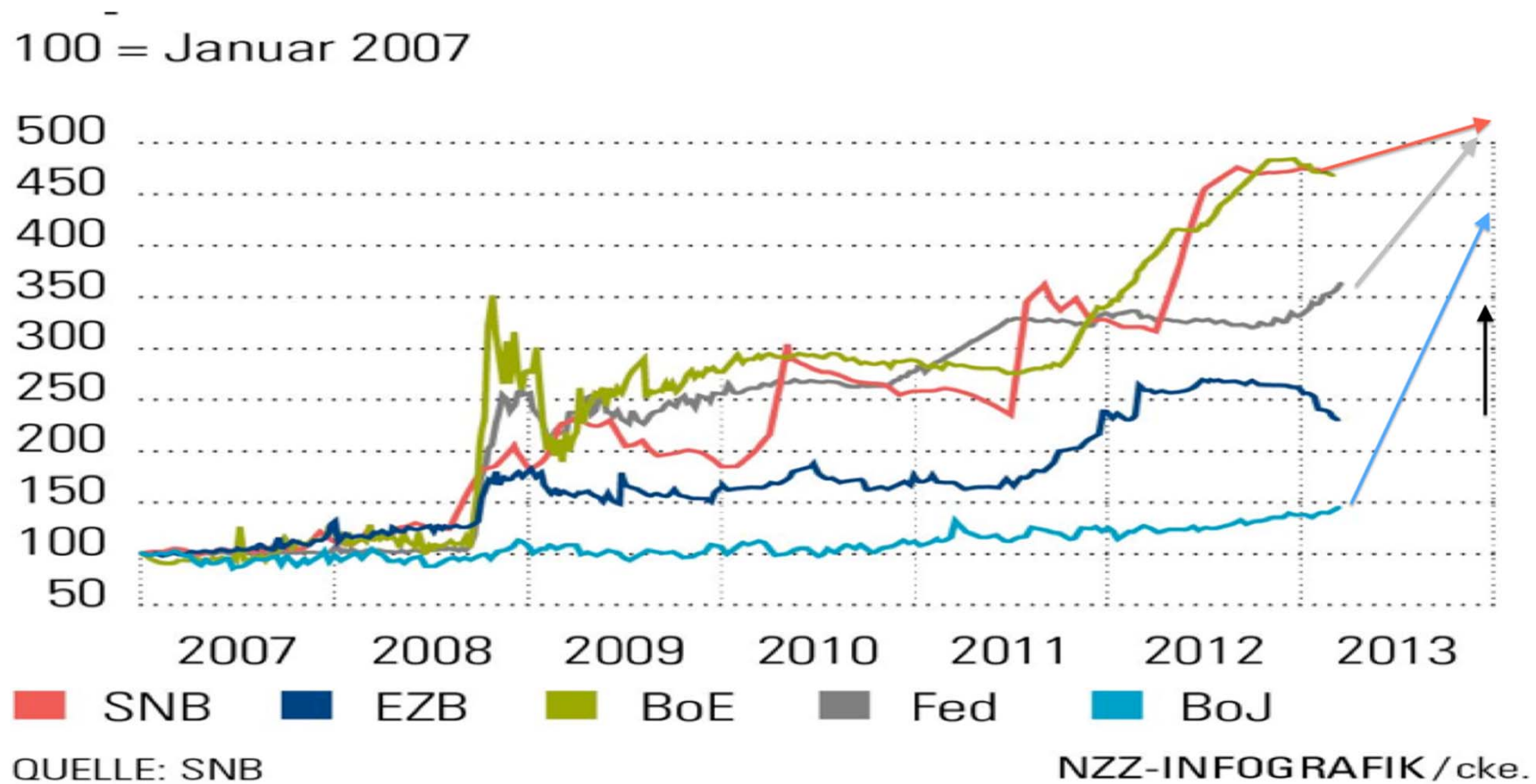
Experimente ohne Grenzen?

- Mit der Finanz- und Wirtschaftskrise der letzten Jahre sind die Zentralbanken weltweit enorm gefordert worden.
- Dies nicht zuletzt, weil andere staatliche Institutionen (Finanzpolitik, Bankregulierung) ihre Verantwortung in vielen Ländern nicht genug wahrgenommen haben.
- Zentralbanken sind quasi zum „Mädchen für Alles“ geworden.
- Sie haben auf diese Herausforderung mit einem historisch einzigartigen Mitteleinsatz reagiert, mit konventionellen und mit unkonventionellen („innovativen“) Instrumenten. Ihre Geldpolitik ist zum Tummelfeld der Experimente geworden. Gefahr starker Überforderung.
- Wohin hat uns das gebracht? Was wird die Zukunft bringen? Können wir aus den Ereignissen dieser Zeit lernen?

Die Geldpolitik der Krisenjahre

- Tiefzinspolitik weltweit seit gut sechs Jahren, angeführt von den USA
- Traditionelle Zinssteuerung geriet damit offensichtlich an ihre Grenzen → Einsatz unkonventioneller („innovativer“) Mittel:
- Quantitative Lockerung („Quantitative Easing“, QE): USA, GB, J, EZB
- Qualitative Lockerung („Credit Easing“): USA
- EZB: Kaufprogramme für Staatsanleihen von Krisenländern, Negativzinsen
- CH: Devisenmarktinterventionen, Kursuntergrenze, Negativzinsen
- Ergebnis: Historisch fast beispiellose monetäre Expansion. Zentralbankbilanzen, Geldmengen, Liquiditätsversorgung weltweit explosiv gewachsen

Explodierende Zentralbankbilanzen I



Quelle neuer Ungleichgewichte

- Ich sehe dies Entwicklungen mit grosser Skepsis. Die riesige Liquiditätszufuhr kann als temporäres Beruhigungsmittel zwar wirksam sein (wenn auch vermutlich mit zunehmend geringerem Zusatznutzen).
- In der eigentlichen Krise zweifellos angebracht.
- Aber heute mehr und mehr selber Quelle neuer Übertreibungen und Ungleichgewichte:
 - an den Märkten für Immobilien, Aktien, Rohstoffen, Gold
 - in Form unerwünschter, instabiler internationaler Kapitalströme und ihrer Auswirkungen auf die Wechselkurse (besonders betroffen: CH)
 - In Form erneuter Anreize zu übermässiger Verschuldung und nicht nachhaltigen Investitionen (bei Privaten und Staaten)
 - In Form einer Verschleppung notwendiger Restrukturierungen und Reformen (bei Privaten und Staaten)
- Bisher allerdings keine Inflation, entgegen den Erwartungen mancher.

„Easy Money“: Geldpolitik als Wundermittel

- „Easy Money“ – die Idee, dass man mit billigem Geld, das von der Zentralbank möglichst reichlich und zu tiefen Zinsen angeboten wird, realwirtschaftlichen Erfolg und Wachstum schaffen könne – hat gegenwärtig Hochkonjunktur.
- Neu als Idee ist dies nicht. Neu für unser Zeitalter ist höchstens das quantitative Ausmass der monetären Expansion. Die Idee als solche hat schon immer Faszination ausgeübt, und in gewissen Perioden die Zentralbankpolitik bestimmt. z.B.
 - Geldpolitik der 1960/70er Jahre (USA und viele andere Länder)
 - Extrembeispiel: John Law im frühen 18. Jh.(Frankreich)
- Gemeinsam war solchen Experimenten, dass sie jeweils anfänglich Erfolg erzeugten. Gut ausgegangen sind sie praktisch nie.

Überforderung der Geldpolitik

- Zugleich heute Rückkehr eines geldpolitischen Machbarkeitsglaubens, den wir für überwunden hielten:
 - Glaube an die Möglichkeit der Feinsteuerung von Konjunktur und Inflation
 - oder an Geldpolitik als Ersatz für realwirtschaftliche Strukturreformen
- Wir müssen wieder unterscheiden lernen zwischen dem, was die Zentralbanken können und dem, was sie nicht können:
- Die Geldpolitik kann den mittel- und längerfristigen Teuerungstrend der Volkswirtschaft und damit die Stabilität ihrer Währung bestimmen. Sie kann zudem – in Grenzen – die Konjunktur entlasten und einen Beitrag zur Finanzmarktstabilität leisten.
- Sie kann aber weder Inflation noch Konjunktur punktgenau steuern. Noch viel weniger vermag sie realwirtschaftliche Strukturprobleme einer Volkswirtschaft zu lösen und dauerhaftes Wachstum zu schaffen.

Ungewissheit als Belastungsfaktor

- Die Geldpolitik kann auf Dauer nicht nach dem Muster der letzten Jahre weitergeführt werden, Normalisierung ist früher oder später zwingend. Das weiss im Grunde jeder, vor allem auch die Zentralbanken selber.
- Daraus, dass Zeitpunkt und genaue Form einer solchen Normalisierung bis heute in hohem Masse unklar sind, ergibt sich eine grosse Unsicherheit für die Finanzmärkte und die Volkswirtschaft.
- Dies stellt einen schweren Belastungsfaktor für das Wirtschaftssystem und seine Akteure dar.
- Dies wiegt umso schwerer, als auch die Finanz- und Verschuldungspolitik vieler Staaten durch ebensolche Ungewissheit geprägt ist
- Und auch die künftige Regulierung des Banken- und Finanzsektors nach wie vor sehr unklar ist.

Inflation heute ...

- Dass es unter solchen Umständen Konsum und Investitionen auf niedrigem Niveau verharren, ist nicht überraschend.
- Ebenso ist es kein Wunder, dass unter solchen Bedingungen die von den Zentralbanken geschaffenen riesigen Geldbestände ihren Weg nicht in die Realwirtschaft finden und eine Inflation der Güterpreise deshalb nicht eingetreten ist.
- Daraus folgern viele, Inflation sei ein Phänomen der Vergangenheit, das wir vergessen könnten. Die Zukunft bringe eine neue Welt, in der alles „ganz anders“ sei.
- Doch wie viele „neue Welten“ haben wir allein in den vergangenen 15 Jahren schon gesehen? Die Welt des Internet und Dotcom Booms zur Jahrtausendwende – die Welt von „Great Moderation“ danach – die Welt der extremen Instabilität nach Ausbruch der Finanzkrise – und jetzt die Welt, in der wir uns um das Inflationsproblem nicht mehr zu kümmern brauchen.

... und morgen?

- Früher oder später wird die Zeit der Normalisierung der Geldpolitik kommen – besser früher als später.
- Damit wird früher oder später auch die (gegenwärtig extrem hohe) Nachfrage nach Zentralbankgeld sich wieder normalisieren.
- Spätestens dann: Notwendigkeit der Abschöpfung der heutigen Überschussliquidität.
- Technisch ohne Zweifel möglich.
- Jedoch polit-ökonomisch extrem schwierig – politischer Widerstand wird angesichts der hohen Staatsverschuldung und der starken Abhängigkeit der nach wie vor labilen Bankensysteme vieler Länder vom billigen Zentralbankgeld riesig sein. Ausstieg vermutlich zu spät und zögerlich.
- Hier wird sich die Inflationsfrage entscheiden.

Deflation als die wahre Gefahr?

- Doch ist nicht die Deflation das wirkliche Problem unserer Zeit?
- Gegenwärtig ist eine extrem asymmetrische Risikoeinschätzung populär. Deflationsrisiken werden fast ins Groteske aufgebauscht, Inflationsrisiken umgekehrt bagatellisiert.
- In den meisten Industriestaaten herrscht heute praktisch Preisstabilität. Doch anstelle von Genugtuung darüber herrscht fast panische Angst, die aktuelle Niedriginflation könnte in eine unkontrollierbare Spirale stets weiter fallender Preise und fallender, ins negative drehender Inflationserwartungen führen, mit Konsumschwäche, Investitionsverweigerung und Stagnation als Folge.
- Dies hat keine Basis in den Fakten. Inflationserwartungen sind historisch träge, nach unten vermutlich noch mehr als nach oben.
- Grosse Depression der 1930er Jahre ist einziges Beispiel für eine solche Deflationsspirale. Wurde entscheidend mitverursacht durch eine damals viel zu restriktive Geldpolitik – Gegensatz zu heute könnte nicht grösser sein.

„Japanische Verhältnisse“ ?

- Es besteht aber die Gefahr, dass die Weltwirtschaft, und besonders Europa, weiter vor sich hin dämmern, wenn die Zentralbanken und die restliche Wirtschaftspolitik den Krisenmodus unbegrenzt weiterführen und die Staaten sich notwendigen Reformen verweigern. Die Verunsicherung über die Zukunft könnte in diesem Fall noch lange anhalten und einer Normalisierung im Wege stehen.
- Im schlimmsten Fall könnte dann eine eskalierende Verschuldungskrise zum Zusammenbruch von Finanz- und Realwirtschaft führen.
- Mit dem Risiko einer Deflationsspirale, die man durch fortgeführte monetäre Expansion verhindern müsste, hat dies aber nichts zu tun.

Janet Yellen



USA

- Die USA werden sich später einmal fragen müssen, ob sie den Ausstieg aus der monetären Ultraexpansion nicht zu spät eingeleitet haben.
- Immerhin haben sie damit im November 2014 mit Beendigung ihres Anleihekaufprogramms (QE III) endlich begonnen. Ausstieg aus ihrer Nullzinspolitik und weitere Normalisierung der Geldpolitik stehen bevor.
- Dies definiert eine Zäsur der weltweiten monetären Verhältnisse, die von globaler Bedeutung sein wird.
- Rückkehr des US Dollar als attraktive Anlagewährung.
- Rückkehr in Richtung einer Welt, in der internationale Kapitalströme wieder primär durch Ertragsdifferenzen und ökonomisch nachvollziehbare Faktoren, und nicht allein durch panikartige Ängste und Phobien bestimmt werden.

Mario Draghi



Eurozone

- Die Eurozone wird angesichts ihrer Strukturprobleme und der Reformunfähigkeit mancher Mitgliedstaaten – Italien und Frankreich sind dabei spielentscheidend – weiterhin wirtschaftsschwach bleiben
- Die EZB wendet sich mit ihrem neuen Programm massiver Staatspapierkäufe immer stärker einer Politik zu, die direkt auf die Schwächung des Euro zielt und mit hohen Langfristrisiken verbunden ist.
- Sie sollte von ihrer Neigung Abstand nehmen, strukturelle realwirtschaftliche Probleme mit Mitteln der Geldpolitik lösen zu wollen und stets neue Programme zu entwickeln, die faktisch der fiskalischen Entlastung ihrer Mitgliedstaaten dienen. Wenn Europa „japanische Verhältnisse“ drohen, dann weil es sich als ebenso reformresistent erweist wie Japan seit 20 Jahren, nicht weil das „monetäre Kleid“ zu eng ist.
- Aber wird sie dazu politisch in der Lage sein?

Shinzo Abe



Japan

- Japan ist – entgegen häufig vorgetragener Meinung – nicht Beispiel dafür, dass Deflation und Rezession nur durch anhaltende makroökonomische Expansion überwunden werden können.
- Japan ist vielmehr Beispiel dafür, dass auch eine lang dauernde monetäre und fiskalische Expansion eine Schwäche nicht zu heilen vermag, die letztlich realwirtschaftlicher Natur ist – Stichworte: veränderte Altersstruktur, exorbitante Staatsverschuldung, verschleppte Bankensanierung, Reformstau – und deren Überwindung nach realwirtschaftlicher Medizin verlangt.
- „Abenomics“ ändert an dieser Einschätzung nichts und bietet keine erfolgversprechenden Rezepte für langfristigen Genesung.

Und die Schweiz



Thomas Jordan



Die Schweiz: im selben Boot?

- Natürlich ist die Schweiz stark davon betroffen, wie es ihren globalen Partnern geht – und wie gut oder schlecht diese ihre monetären Probleme lösen. Die Turbulenzen an den Finanz- und Devisenmärkten der jüngeren Zeit sind Zeugnis dafür.
- Aber wir sind doch geldpolitisch souverän und autonom?
- Richtig. Doch auch wer geldpolitisch autonom ist, muss (im eigenen Interesse) die Restriktionen beachten, die ihm durch sein Umfeld vorgegeben werden. Das war schon immer so.
- Trotzdem gewährt die geldpolitische Autonomie einen gewissen Spielraum, der bei fester Anbindung an eine andere Währung oder Währungszone nicht vorhanden wäre.
- Die optimal Ausnutzung dieses Spielraums ist die zentrale Herausforderung der gegenwärtigen Geldpolitik der SNB.

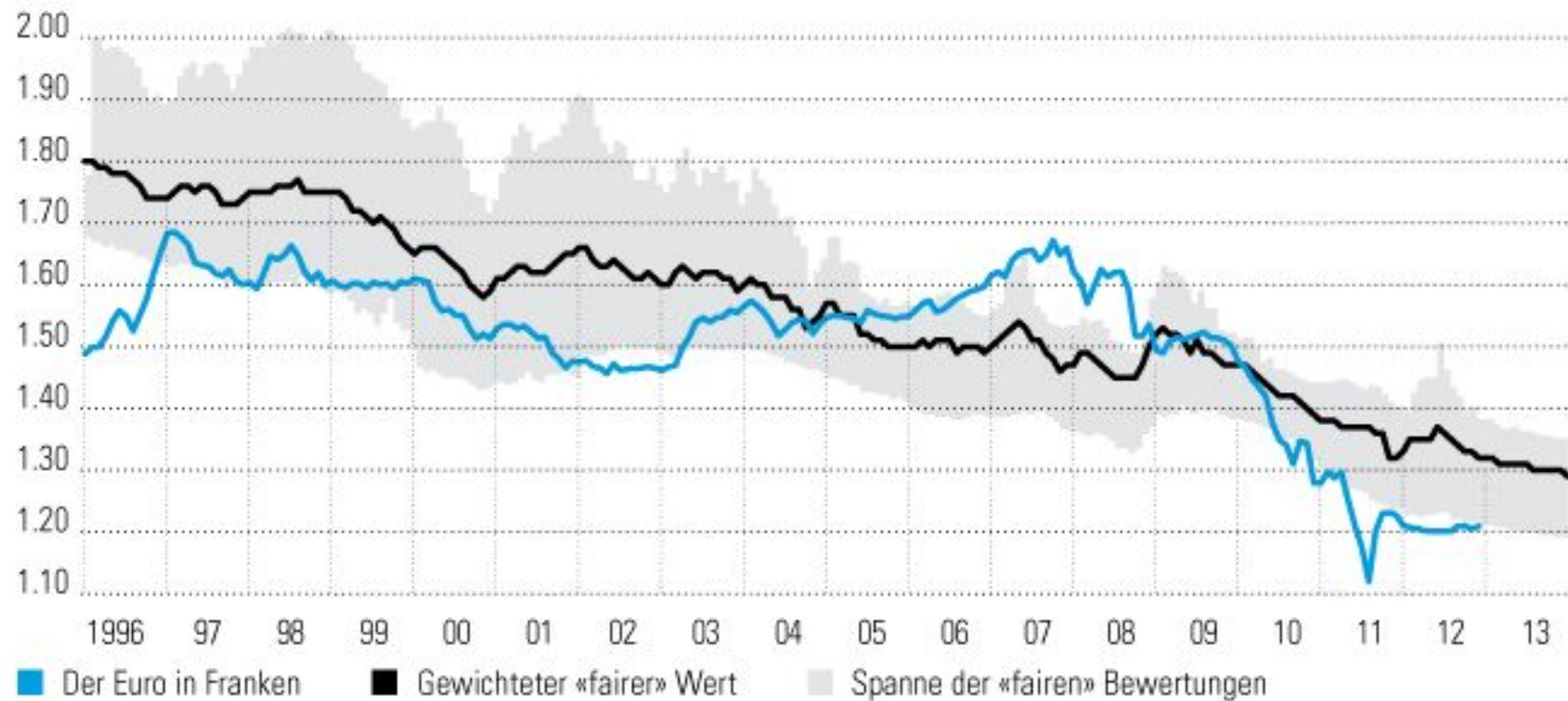
SNB: Nullzinspolitik und Quantitative Lockerung

- Herbst 2008: dramatische Verschärfung der (seit Herbst 2007 schwelenden, von den USA ausgehenden) globalen Banken- / Finanzkrise. Drohender Zusammenbruch der Interbankmärkte. CH: UBS-Krise.
- Ab 2010/11 Ausbruch der europäischen Schuldenkrise als zusätzlicher Brandherd. Starker Aufwertungsdruck auf CHF.
- SNB senkt bis Ende 2008 Zielband für ihren Leitzins in mehreren Schritten auf 0 – 1 %. Bis August 2009 weitere Senkung auf 0 – 0,25 % mit Zielsatz „so nahe bei Null wie möglich“.
- Ergänzende Politik der „quantitativen Lockerung“, wie in anderen Ländern, in CH vor allem in Form von Devisenkäufen. 1. Hälfte 2010 Eurokäufe für über 100 Mrd. CHF, aufgrund von Währungsverlusten später politisch umstritten.

2011 – Aufwertungsschock und Kursuntergrenze

- Fundamentale Schwächen sowohl des Euro als auch – zu dieser Zeit fast noch mehr – des US Dollars führten zunehmend zu einer Höherbewertung der international aus guten Gründen als stabil und sicher eingestuften Schweizer Währung.
- Eine massive, in ihrer Geschwindigkeit kaum je erlebte Aufwertung des Frankens im Sommer 2011 bewog die SNB am 6. September 2011 dazu, eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 festzulegen (nachdem kurz zuvor vorübergehend praktisch Parität zwischen Franken und Euro erreicht worden war).
- Diese Kursuntergrenze hat die Geldpolitik der SNB in der Folge für über drei Jahre geprägt.

Bewertung des Euro zum Franken



QUELLE: JULIUS BÄR

NZZ-INFOGRAFIK/eff

Kursuntergrenze 2011 notwendig

- Hätte die SNB 2011 nicht interveniert, hätte dieser Aufwertungsschock eine massive Verschärfung ihres geldpolitischen Kurses bewirkt. Die Notenbank musste darauf reagieren und mit der Festlegung eines Mindestkurses eine Orientierungsmarke für die Bewertung des Franken setzen. Konsequente Durchsetzung des Mindestkurses hat viel dazu beigetragen, dem Wirtschaftsstandort Schweiz eine minimale Planungssicherheit zu erhalten und die Volkswirtschaft zu stabilisieren.
- Die Interventionspolitik erhielt aus diesem Grund breite Unterstützung. Für ihre Glaubwürdigkeit und Effizienz war dies von zentraler Bedeutung.

Risiken der Kursuntergrenze

Es war immer klar, dass die Kursuntergrenze auch Risiken mit sich brachte. Diese waren von der SNB natürlich gegen die Risiken einer Nichtintervention abzuwägen. Die folgenden Risiken wurden breit öffentlich diskutiert:

- Mögliche Verluste auf den Devisenbeständen der SNB
- Gefahr, dass die Nationalbank die immense Liquidität, die sie als Folge dieser Politik schaffen musste, nicht rechtzeitig abschöpfen wird, wenn sich die Situation einmal normalisiert.
- Anreize zu möglichen Fehlentwicklungen bei allzu langem Festhalten an dieser Politik.

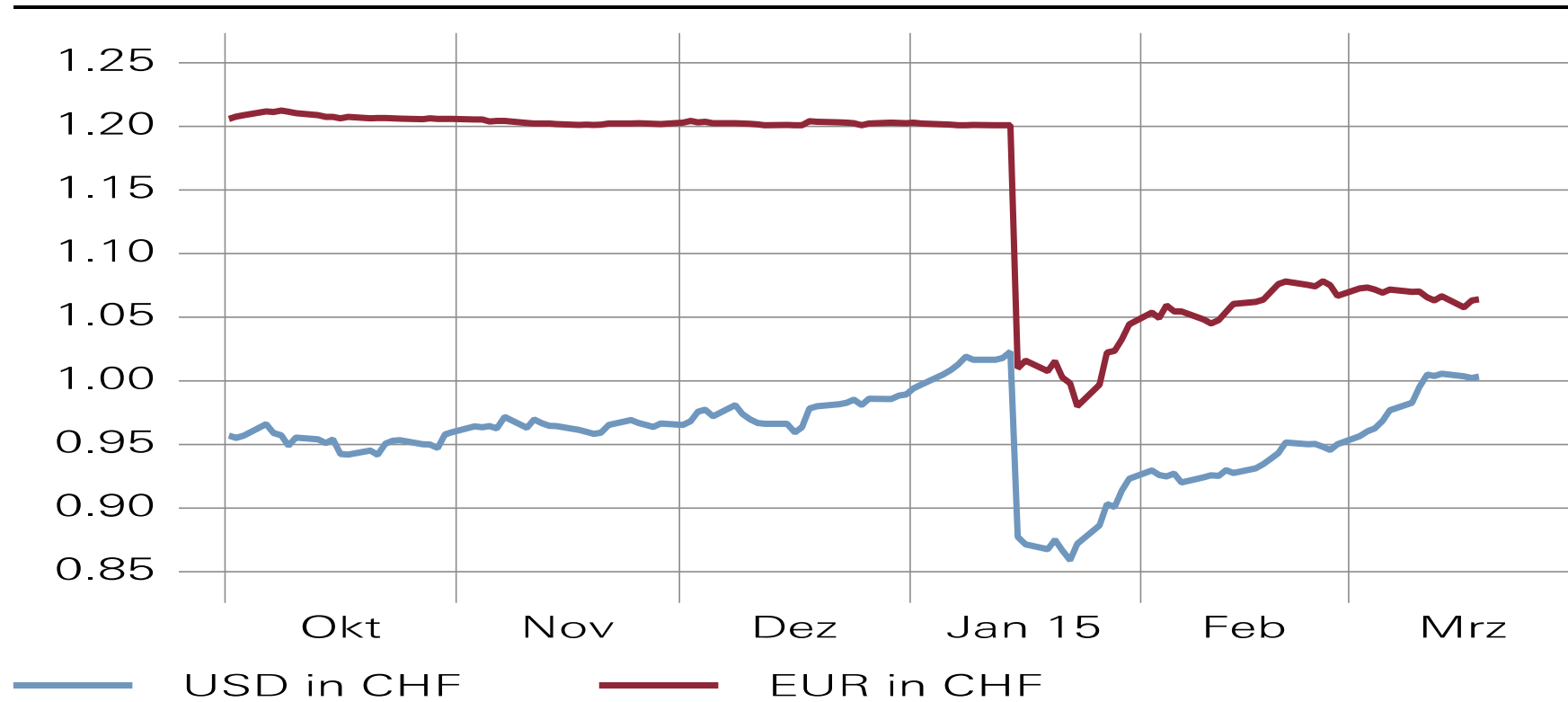
Kein Abschied von der monetären Autonomie

- Der Mindestkurs war nie als Abschied von der Politik geldpolitischer Autonomie zu verstehen. Er stellte vielmehr die Form dar, in der sich diese im extrem turbulenten internationalen Umfeld seiner Zeit äusserte.
- Monetäre Autonomie bedeutet Freiheit darüber zu entscheiden, ob die Geldpolitik am Zinssatz, an der Geldmenge oder (wie zur Zeit der Kursuntergrenze) am Wechselkurs orientiert werden soll.
- Entscheidend war, dass die SNB die Kursuntergrenze jederzeit wieder aufheben konnte, als sie die Zeit dafür für reif hielt. Dass keine internationale Verpflichtung oder selbstauferlegte Restriktion sie daran hinderte.

Aufhebung der Kursuntergrenze

- Am 15. Januar 2015 schlagartige Aufhebung des Mindestkurses.
- Hintergrund: erneutes Aufflammen der Eurokrise (Ursachen: Geldpolitik der EZB, Griechenland-Problem, Russland-Krise). SNB musste zuvor zur Durchsetzung ihres Mindestkurses massiv Devisen am Markt kaufen.
- Zugleich: Einführung von Negativzinsen auf Girokonten bei SNB
- Heftige Reaktionen auf Aufhebung des Mindestkurses
 - an den Devisen- und Aktienmärkten (kurzfristig massive Verluste von Euro und Dollar, anschliessend leichte Erholung beim Euro, Normalisierung beim Dollar)
 - in der öffentlichen Debatte

Wirkung auf Euro- und Dollarkurs



Quelle: SNB

Aufwertungssorgen, Wechselkursperspektiven

- Zukunftssorgen aufgrund des Aufwertungsschocks sind verständlich und berechtigt. Entscheidend wird aber sein, wo sich die Wechselkurse mittel- und längerfristig einpendeln werden.
- Verhältnis zum US Dollar hat sich bereits normalisiert. Dollar dürfte auf absehbare Zeit stark bleiben.
- Tendenz zur Aufwertung gegenüber Euro andererseits wird aufgrund der inhärenten Schwächen der Eurozone kaum vermeidbar sein.
- Hält sich diese in Grenzen, kann sie – wie in der Vergangenheit – durch Produktivitätssteigerungen aufgefangen werden und sogar längerfristig stimulierend wirken.
- Zudem: EZB will mit ihrer Politik die Inflation im Euroraum wieder erhöhen. Dies dürfte ihr gelingen (vielleicht stärker als ihr lieb ist). Dann darf sich der Euro abschwächen, ohne dass dies zulasten der Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz geht.

Abkehr vom bisherigen Mindestkurs gerechtfertigt: Rückkehr des US Dollars ...

- Internationales Umfeld seit 2011 markant verändert.
- Im Spätsommer 2011 tendierte nicht nur der Euro, sondern vor allem auch der Dollar zur Schwäche. Drohender Kollaps von Banken- und Finanzsystem. Franken als einzige scheinbar noch sichere Währung. Völlig desorientierte Devisenmärkte verloren jeden Kontakt zu den realen Bedingungen der Wirtschaftsräume. SNB musste mit Mindestkurs einen Orientierungspunkt für den Frankenkurs setzen.
- 2015: USA haben ihre Hauptprobleme überwunden und wieder Tritt gefasst. Normalisierung der US Geldpolitik allgemein erwartet. Rückkehr des Dollars als attraktive Anlagewährung. Dollar für internationale Anleger heute im Grunde interessanter als der Franken.
- Dies stellt eine Zäsur dar, welche die Voraussetzungen der CH-Geldpolitik in neuem Licht erscheinen lässt.

... bei zunehmenden Risiken für den Euro

- Die EZB umgekehrt wendet sich mehr und mehr einer extrem riskanten Politik zu, welche unter dem Deckmantel der Geldpolitik die fiskalischen und strukturellen Probleme ihrer Mitgliedsländer und ihrer angeschlagenen Bankensysteme zu lindern versucht und mehr oder weniger explizit auf die Schwächung des Euro zielt.
- Beendigung der einseitigen Orientierung der CH - Geldpolitik am Euro wurde damit für die SNB fast zwingend. Durchsetzung des Mindestkurses wäre über kurz oder lang nur noch zum Preis massiver zusätzlicher Interventionen möglich gewesen. Die Langfristrisiken einer Fortführung dieser Politik wären grösser und grösser geworden.
- Diese Risiken bestehen primär im möglichen Kontrollverlust über die künftigen monetären Bedingungen der Schweiz. Bewertungsverluste auf den Devisenbeständen spielen demgegenüber eine völlig zweitrangige Rolle.

Der Mindestkursentscheid und das Mandat der SNB

- Der SNB ist von Kritikern vorgeworfen worden, sie habe ihr Preisstabilitätsmandat verletzt, weil sie mit der Aufhebung des Mindestkurses gewisse Deflationsrisiken bewusst in Kauf nehme.
- Doch die SNB hat ihr Mandat – zu Recht – immer als mittel- und längerfristigen Auftrag verstanden und sich einer vorausschauenden Geldpolitik verpflichtet.
- Kurzfristige Schwankungen der Inflation – derzeit stark von den fallenden Energiepreisen und vom Aufwertungsschock bestimmt – sollten für die Geldpolitik keine grosse Rolle spielen.
- Die Langfristrisiken einer ungebremsten Aufblähung der eigenen Bilanz und der Liquidität der Wirtschaft – Kontrollverlust über die zukünftigen monetären Bedingungen der Schweiz – wiegen ungleich viel schwerer.

Hat sich die Kursuntergrenze gelohnt?

- Es wäre falsch, aus der Aufhebung der Kursuntergrenze zu folgern, die Mindestkurspolitik von 2011 hätte sich nicht gelohnt und nachträglich als Fehlentscheid herausgestellt.
- Die Kursuntergrenze war ja von Anfang an als vorübergehende Notmassnahme für extrem turbulente Zeiten angekündigt.
- Sie hat der Schweizer Volkswirtschaft eine Anpassungsfrist von gut drei Jahren gewährt und zahlreichen Unternehmungen erlaubt, sich rechtzeitig auf neue Verhältnisse einzustellen.
- Die Verunsicherung der internationalen Finanz- und Devisenmärkte war 2011 ungleich viel grösser und der Zustand der Realwirtschaft labiler als heute – trotz aller verbliebenen Unsicherheiten und Gefahren.

Negativzinsen

- Die weit verbreitete Skepsis gegenüber den Negativzinsen ist verständlich. Sie sind in der Tat stark gewöhnungsbedürftig und bringen Fehlanreize und Verzerrungen mit sich (Blasenbildung in Vermögensmärkten, Anreiz zu nicht nachhaltiger Verschuldung, Umverteilungseffekte).
- Es ist trotzdem verständlich, dass die SNB sie einsetzen will, um die Zinsdifferenz zwischen Euro und Franken möglichst hoch zu halten. Unter normalen Marktbedingungen besitzen sie auch durchaus Wirksamkeit für den Frankenkurs (in akuten Krisenzeiten hingegen kaum).
- Negativzinsen sind Auswuchs (und Steigerung) der Nullzinspolitik, welche die US - Notenbank der Welt seit Jahren aufkroziert. Dem Federal Reserve kommt hier die Schlüsselrolle zu. Erst wenn es seine Leitzinsen erhöht, ist wieder Entspannung in der weltweiten Tiefzinspolitik möglich, auch für die Schweiz. Europa und Japan werden zwar vorerst weiterhin geldpolitisch sehr expansiv bleiben wollen. Aber auch sie werden über die internationalen Kapitalmärkte betroffen sein.

Optionen / Alternativen für den Notfall I

- Devisenmarktinterventionen?
- Rückkehr zu einem Mindestkurs?
- Ein QE-Programm für die Schweiz (Vorschlag IMF)?

Optionen / Alternativen für den Notfall II: aus dem Giftschränk der Geldpolitik

- Ausbau des Negativzinsregimes?
 - Bargeldverbot?
 - Belastung von Bargeld über Steuern und Gebühren?
 - separater Wechselkurs zwischen Bargeld und Bankeinlagen?
- Kapitalverkehrskontrollen /Devisenbewirtschaftung?

Rückkehr zu Vernunft und Verantwortung?

Die weit bessere Lösung unserer Probleme ergäbe sich, wenn die grossen Zentralbanken der Welt endlich ihre Nullzinspolitik beenden würden.

Hoffen wir, dass das US Federal Reserve tatsächlich noch in diesem Jahr zurück zur geldpolitischen Normalität findet und damit auch dem Rest der Welt den Weg zurück zu geldpolitischer Verantwortung und Glaubwürdigkeit weist.

Die USA werden sich dabei, wie immer, von ihren eigenen Interessen leiten lassen. Aber sie würden auch der Welt insgesamt, und besonders der Schweiz und der SNB, einen grossen Dienst erweisen.