Embargo: 19. März 2009, 18:00

Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in stürmischen Zeiten

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 19. März 2009

* Der Referent dankt Dr. Patrick Muhl und Dr. Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Einleitung

Die epochale Krise an den Finanzmärkten hat mittlerweile zu einer massiven Rezession der Weltwirtschaft geführt, von der auch die Schweizer Volkswirtschaft mit voller Wucht erfasst wurde. Frühzeitig und entschlossen hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) mit ihrer Geldpolitik reagiert. Der monetäre Restriktionsgrad wurde massiv gelockert. Mit der seit Dezember 2008 praktizierten faktischen Nullzinspolitik stösst die konventionelle Geldpolitik an natürliche Grenzen. Dies stellt die SNB zwar fortan vor grosse Herausforderungen bei der geldpolitischen Steuerung. Indes ist ihr Arsenal an geldpolitischen Einflussmöglichkeiten keineswegs erschöpft. Über eine Reihe von unkonventionellen Massnahmen hat sie letzte Woche auf die seit Dezember 2008 eingetretene, weitere massive Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten und auf die deutliche Zunahme der Deflationsgefahr reagiert. Eine ungewollte Verschlechterung der monetären Bedingungen soll verhindert, der Expansionsgrad der Geldpolitik bedürfnisgerecht und zieladäquat erhöht werden. In diesem Referat will ich zunächst den Weg von der Finanzkrise zur globalen Rezession nachzeichnen und einen Ausblick auf die schweizerische Wirtschafts- und Inflationsentwicklung geben. Danach lasse ich die geldpolitische Reaktion der SNB auf die dramatische Verschlechterung der Finanz- und Wirtschaftslage Revue passieren, bevor sich das Augenmerk auf die geldpolitischen Handlungsoptionen bei Nullzins richtet.

Von der Finanzkrise zur Rezession

Im Sommer 2007 endete eine überaus freundliche Schönwetterperiode an den Finanzmärkten. Eine ungewöhnlich lange Phase sehr niedriger Zinsen, tiefer Volatilitäten und eine beispielslose Hausse an den Immobilienmärkten in den USA und Europa mündeten letztendlich in einer Finanzmarktkrise epochalen Ausmasses. Ursprünglicher Krisenherd war das zügig expandierende Segment der sog. Subprime-Hypotheken in den USA. Höhere Zinsen im Zuge einer ab 2004 einsetzenden Straffung der US-Geldpolitik und fallende Häuserpreise führten zu Zahlungsverzügen und steigenden Ausfallraten. Daraufhin kam es zu erheblichen Wertminderungen bei Wertpapieren, die auf verbrieften Hypotheken basierten. Aufgrund der international breiten Streuung verbriefter Hypothekentitel dehnte sich die lokale US-Immobilienkrise rasch auf die internationalen Finanzmärkte aus. Alsbald wurden auch die Wertansätze anderer strukturierter Finanzprodukte hinterfragt. In der Folge entstanden bei Banken, die selbst oder über Zweckgesellschaften massiv in diese Wertpapiere – u.a. MBSs,

CMBSs, CLOs, CDOs – investiert hatten, hohe Verluste. Mithin entstand erheblicher Wertberichtigungsbedarf, der letztendlich die Eigenkapitalbasis empfindlich angriff. Die Unsicherheit über die Betroffenheit einzelner Finanzinstitute führte zu einem grossen Vertrauensverlust zwischen den Finanzmarktteilnehmern, woraufhin es zu einer massiven Anspannung an den internationalen Geldmärkten kam. Insbesondere nach dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 verstärkte sich die Krise an den Finanzmärkten zu einer orkanartigen Eskalation. Die Prämien für ungesicherte Geldmarktgeschäfte stiegen in nie gesehene Höhen (Abbildung 3). An den Aktienmärkten brachen die Kurse massiv ein. Die impliziten Volatilitäten schossen auf neue Rekordstände. Dabei gerieten zunächst insbesondere die Finanztitel unter kräftigen Abgabedruck (Abbildung 4).

Die dramatische Zuspitzung der Krise an den Finanzmärkten im Herbst 2008 hat zu einer ungewöhnlich raschen, praktisch alle Sektoren umfassenden konjunkturellen Abwärtsdynamik geführt, von der wiederum negative Rückkopplungen auf den Bankensektor und die Finanzmärkte ausgehen. Weltweit sind es nunmehr nicht nur die umfragebasierten Konjunkturindikatoren, sondern auch die „harten Konjunkturdaten" in Form von Aussenhandelsaktivität, Auftragseingängen, Industrieproduktion, Bau- und Ausrüstungsinvestitionen, Privatkonsum oder Beschäftigung, die eine stark rückläufige Tendenz aufweisen. Zudem bremst die krisenbedingte Verschlechterung des Finanzierungsumfeldes die konjunkturelle Gangart spürbar ab. Damit hat die von vielen Beobachtern erhoffte Emanzipierung Europas und Asiens von der US-Konjunktur letztlich nicht stattgefunden. Stattdessen ist die Weltwirtschaft in eine massive Rezession geraten, deren Ende derzeit noch nicht absehbar ist (Abbildung 5).

Auch in der Schweiz weht inzwischen ein stürmischer Konjunkturwind. Gemäss dem aktuellen Wachstumsausweis des Staatssekretariats für Wirtschaft (SECO) befindet sich die Schweizer Volkswirtschaft seit dem zweiten Halbjahr 2008 in der Rezession. Dabei wirkte sich die starke Aussenhandels- und Finanzmarktorientierung der Schweizer Volkswirtschaft zunehmend nachteilig aus. Deutlich und rasch lähmte der globale Wachstumseinbruch über eine deutlich nachlassende Export- und mithin Industriedynamik sowie eine schrumpfende Wertschöpfung in dem durch Finanzmarktdienste dominierten Sektor die konjunkturellen Antriebskräfte. Aktuell sind praktisch alle Sektoren betroffen. Im vierten Quartal 2008 ist das reale BIP auf annualisierter Basis um 1.2% gesunken. Dabei wird der Rückgang der Wachstumsdynamik noch künstlich verzerrt. Denn: Das Ausmass des Nachfragerückgangs im

vierten Quartal 2008 wurde durch einen unfreiwilligen Lageraufbau teilweise aufgefangen. Der sich somit für das erste Quartal dieses Jahres anbahnende kräftige Lagerabbau dürfte zu einer Verstärkung des BIP-Rückgangs im ersten Halbjahr 2009 beitragen. An die ernüchternde Konjunkturlage reiht sich ein düsterer Ausblick. So deutet das Indikatorenbild auf breiter Basis auf eine Festigung der konjunkturellen Abwärtstendenz hin. Vor diesem Hintergrund rechnet die Nationalbank für das Gesamtjahr 2009 mit einem negativen Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in einer Grössenordnung von -2.5% bis -3.0%.

Angesichts der raschen Verschlechterung der Konjunkturlage und der damit einhergehenden unterdurchschnittlich ausgeschöpften Produktionspotentiale der Volkswirtschaften, der steigenden Arbeitslosigkeit sowie der tieferen Rohölpreise haben sich weltweit die Inflationsraten deutlich abgeschwächt (Abbildung 6). In der Schweiz ist die Inflation von einem Höchstwert von 3.1% im Juli 2008 auf bis 0.2% im Februar 2009 zurückgefallen. Gemäss unserer jüngsten Prognose wird die Inflation im Jahresverlauf 2009 weiter nachgeben und eine negative Rate aufweisen. Die durchschnittliche Teuerung wird 2009 voraussichtlich bei -0.5% liegen.

Reaktion der Geldpolitik

Weltweit reagierte die Geldpolitik zügig und entschlossen auf die dramatische Verschlechterung der Finanz- und Wirtschaftslage. Der monetäre Restriktionsgrad wurde fast überall drastisch gelockert. So haben viele Zentralbanken ihre Leitzinsen nahe an Null und somit auf historische Tiefststände herangeführt (Abbildung 8).

In der Schweiz reagierten wir mit einer beispielslosen Lockerung der Geldpolitik. Wir haben zwischen September 2008 und Ende Februar 2009 das Zielband für den Dreimonats-Libor in vier Schritten um insgesamt 225 BP auf einen Mittelkurs von 0.5% gesenkt. Bereits zuvor hatten wir durch eine Stabilisierung des Dreimonats-Libors einen Anstieg der Risikoprämien im Geldmarkt während der Finanzmarktkrise laufend ausgleichen und so die schweizerische Wirtschaft vor höheren Zinsen bewahren können. Die Steuerung des Dreimonats-Libors erfolgt indirekt über den Repo-Wochensatz, den wir inzwischen auf 0.05% gesenkt haben (Abbildung 9).

Seit Ausbruch der Krise haben die gesicherten Geldmarkt-Geschäfte (Repo-Geschäfte, Swap-Geschäfte) in einem noch nie verzeichneten Umfang zugenommen. Wir reagierten konsequent auf die Spannungen im Geldmarkt und stellten dem Bankensystem bei Bedarf

grosszügig Liquidität mit verschiedenen Laufzeiten praktisch unlimitiert zur Verfügung. Zur Erhöhung unserer Flexibilität bei der Liquiditätssteuerung emittierten wir eigene Schuldverschreibung (SNB-Bills).

Zudem wirkten wir darauf ein, dass sich Anspannungen am internationalen Franken-Geldmarkt lösen konnten. Wir schlossen mit der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie der polnischen und ungarischen Zentralbank ein Devisenswap-Abkommen ab. Im Rahmen dieser Devisenswap-Geschäfte stellen wir Franken gegen Euro zur Verfügung, wodurch die Versorgung des europäischen Marktes mit Franken gewährleistet wird. Diese war im Oktober 2008 unsicher geworden, da viele Schweizer Banken nicht mehr bereit waren, die Refinanzierung der in Europa in den vergangenen Jahren eingegangenen Franken-Kredite im gleichen Ausmass wie bisher fortzuführen. Die Devisenswap-Geschäfte wirkten sich auch sehr förderlich auf die Senkung des Dreimonats-Libors aus.

Ebenfalls stand die SNB Ende 2008 Pate bei der Einführung eines privatwirtschaftlichen Instruments zum Refinanzierungs-Ausgleich am Interbankenmarkt. So kann fortan unter Einbindung der Pfandbriefbank und unter Rückgriff auf Schweizer Pfandbriefe ein Refinanzierungs-Mismatch zwischen den Schweizer Grossbanken und den anderen Banken in der Schweiz überbrückt werden. Dies hilft ebenfalls, den Geldmarkt zu entspannen.

Zusammenfassend lässt sich aus heutiger Sicht feststellen, dass es uns durch den massiven Einsatz konventioneller Instrumente gelungen ist, den Anstieg der Risikoprämie am Geldmarkt abzufedern und zunächst den Einbruch der Konjunktur in der Schweiz abzumildern. Die seit der Lagebeurteilung im Dezember 2008 eingetretene massive Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage im Ausland und die damit verbundenen negativen Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft, sowie die deutlich erhöhten Deflationsrisiken verlangten im März 2009 indes erneut nach einem dezidierten Handeln. Die Umstände erforderten eine weitere kräftige Lockerung der Geldpolitik (Abbildung 10). So beschlossen wir im Rahmen der Lagebeurteilung vom 12. März 2009 zunächst das Zielband für den Dreimonats-Libor mit sofortiger Wirkung um 0.25 Prozentpunkte auf 0% - 0.75% zu senken. Wir setzen alles daran, um den Libor in den unteren Bereich des neuen Zielbandes auf etwa 0.25% zu führen. Infolge der bis zu jenem Zeitpunkt getroffenen geldpolitischen Massnahmen praktizierten wir de facto jedoch bereits seit längerem eine Nullzinspolitik. Die konventionelle Geldpolitik stiess an eine natürliche Grenze. Um den geldpolitischen Expansionsgrad weiter zu erhöhen, haben wir drei unkonventionelle Massnahmen ergriffen. Erstens werden wir noch mehr längerfristige Repo-Geschäfte eingehen. Zweitens werden wir

Frankenobligationen privater schweizerischer Schuldner erwerben, um eine Lockerung der Konditionen auf dem Kapitalmarkt herbeizuführen. Drittens beschlossen wir, am Markt Devisen zu kaufen, um eine weitere Aufwertung des Franken gegenüber dem Euro zu verhindern. Alle drei Massnahmen zusammen sollen die Liquidität in der Schweizer Wirtschaft substantiell erhöhen.

Die Geldpolitik bei Nullzins stellt eine Zentralbank vor grosse Herausforderungen. Allerdings gilt auch, dass viele unkonventionellen Handlungsoptionen nur in der Nullzinswelt richtig und glaubwürdig umzusetzen sind. In einer Nullzinswelt bedarf es keiner Sterilisationsmassnahmen, die sonst normalerweise zur Sicherung des geldpolitisch gewollten Restriktionsgrades erforderlich wären. Im Folgenden will ich diese unkonventionellen Massnahmen beschreiben und mit aktuellem Bezug zum SNB Entscheid diskutieren.

Geldpolitik bei Nullzins

Unkonventionelle Massnahmen lassen sich am besten anhand ihrer Wirkung auf eine stilisierte Bilanz der Zentralbank charakterisieren (Abbildung 12). Zunächst bewirkt der Einsatz konventioneller Massnahmen zur Lockerung des geldpolitischen Restriktionsgrades eine Bilanzverlängerung. Beispielsweise bewirkt eine Reduktion des Repo-Satzes eine Erhöhung der Repo-Geschäfte und somit eine Verlängerung der Aktivseite, während die Passivseite durch die sich im Gegenzug erhöhenden Giroguthaben der Geschäftsbanken ebenfalls verlängert wird. Die konventionelle Geldpolitik ist ausgereizt, wenn der Tagesgeldsatz bis auf Null zurückgeführt wurde. Soll der Expansionsgrad der Geldpolitik von hier an noch weiter erhöht werden, sind unkonventionelle Massnahmen in Form einer quantitativen Lockerung (Quantitativ Easing) erforderlich. Denkbar ist beispielsweise der Einsatz von längerfristigen Geldmarkt-Massnahmen. Erneut resultiert eine Bilanzverlängerung. Die Monetäre Basis wird über die Grenze ausgeweitet, bei der der Tagesgeldsatz Null erreicht. Die Ausweitung der Liquidität soll sich indirekt auf die relativen Preise von Finanzaktiven auswirken und so stimulierend wirken. Soll nicht nur grundsätzlich die Liquidität erhöht, sondern sollen auch bestimmte Kreditrisikoprämien direkt gesenkt werden, womit sich die Refinanzierung bestimmter Schuldner vergünstigt, stehen unkonventionelle Massnahmen in Form einer kreditorientierten Lockerung (Credit Easing) im Vordergrund. Mögliche Handlungsparameter sind Käufe von längerfristigen Anleihen. Im

Unterschied zur reinen monetären Lockerung konventioneller oder unkonventioneller Art i.S.d. Quantitative Easing, verlängert sich bei der Kreditlockerung nicht nur die Zentralbankbilanz, sondern es ändert sich auch deren Zusammensetzung auf der Aktivseite. Das Gewicht der risikoreichen Aktiva nimmt relativ zu demjenigen der risikoarmen Aktiva zu. Der Einsatz unkonventioneller Massnahmen kann auf verschiedenen Märkten erfolgen: dem Geld-, dem Kapital- und dem Devisenmarkt (Abbildung 13).

Für die Schweiz ist zu konstatieren, dass unsere Politik bereits im Vorfeld der im Rahmen der jüngsten Lagebeurteilung getroffenen Massnahmen Züge einer quantitativen Lockerung angenommen hatte. Dies lässt sich zum einen am Erfüllungsgrad der Mindestreservepflicht ablesen. So sind die Giroguthaben der inländischen Geschäftsbanken bei der SNB, die im Durchschnitt der Unterlegungsperiode traditionell die Mindestreservevorschriften bereits leicht übertreffen, jüngst explosionsartig angewachsen (Abbildung 14). Zum anderen haben die bisher ergriffenen geldpolitischen Massnahmen (u.a. Repo-Geschäfte in CHF und USD, FX-Swap-Geschäfte) die Bilanz der SNB in einem zuvor noch nie erreichten Ausmass verlängert. Seit Ausbruch der Finanzkrise ist die Bilanzsumme der SNB um gut 100 Mrd. CHF angewachsen. Der Tagesgeldsatz ist seit einiger Zeit praktisch bei 0%.

Geldmarkt-Massnahmen

Die expansive Wirkung von Geldmarktoperationen lässt sich durch Zusatzmassnahmen grundsätzlich weiter verstärken. Mögliche Handlungsparameter für eine Zentralbank sind die Geschäftslaufzeit, der Kreis der zentralbank-repofähigen Sicherheiten und zugelassenen Gegenparteien, der Zinssatz oder die Mindestreservevorschrift. Dabei sind vier Massnahmen denkbar:

Erstens könnte die Fristigkeit der Liquiditätsoperationen (Repo-Geschäfte, FX-Swaps) grundsätzlich auch auf längere Laufzeiten ausgedehnt werden. Zweitens liesse sich der im Geschäft mit der Zentralbank akzeptierte Effektenkreis erweitern. Hierbei bieten sich grundsätzlich zwei Ausgestaltungsvarianten an. Zum einen könnten Repo-Geschäfte (oder auch Darlehen) gegen liquide, bisher nicht akzeptierte Sicherheiten (z.B. Aktien) durchgeführt werden. Die Expansionswirkung liesse sich weiter steigern, wenn zum anderen illiquide, bisher nicht akzeptierte Titel von Schuldnern (z.B. Schuldpapiere von inländischen Banken, verbriefte Forderungen gegenüber inländischen Unternehmungen) als Sicherheiten akzeptiert würden. Drittens besteht die Möglichkeit, den Kreis der im Geschäft mit der

Zentralbank zugelassenen Gegenparteien zu erweitern. Viertens könnte die Zentralbank Negativzinsen auf den Giroguthaben und bei ihren Liquiditätsoperationen einführen.[1]

Grundsätzlich verbessern alle diese Massnahmen die Liquiditätslage des Bankensektors (Abbildung 15). Längerfristige Liquiditätsoperationen decken einen Teil des Refinanzierungsbedarfs über eine längere Periode zu sehr tiefen Zinsen ab. Die Erweiterung der zentralbankfähigen Effekten und des Kreises der im Geschäft mit der Zentralbank zugelassenen Gegenparteien erleichtern insbesondere den geschwächten Banken den Zugang zur Refinanzierung bei der Zentralbank. Negative Zinsen auf den Giroguthaben bestrafen die Liquiditätshortung; negative Zinsen auf den Liquiditätsoperationen subventionieren die Refinanzierung des Bankensystems. Das Kreditgeschäft der Banken wird durch solche Massnahmen tendenziell angeregt. Einschränkend sei indes erwähnt, dass die expansive Wirkung reiner Geldmarkt-Massnahmen angesichts der bereits tiefen Geldmarktzinsen beschränkt ist. Zudem besteht kein direkter Einfluss auf die Kreditrisikoprämien.

Aus Sicht der SNB ist für die Situation in der Schweiz im Moment primär die Verlängerung der Fristigkeit unserer Liquiditätsversorgung eine effektive Geldmarkt-Massnahme, weshalb wir bereits davon Gebrauch machen (Abbildung 16). Besonders ausgeprägt geschah dies ab Mitte September 2008 im Zuge des Konkurses von Lehman Brothers und dem daraufhin einsetzenden starken Anstieg der Liquiditätspräferenz der Banken. Zudem haben wir im Rahmen der jüngsten Lagebeurteilung beschlossen, die längerfristigen Liquiditätsoperationen weiter zu intensivieren.

Kapitalmarkt-Massnahmen

Der Einsatz expansiver Kapitalmarkt-Massnahmen zielt primär auf die Senkung der längerfristigen Zinsen und die Erleichterung der Unternehmensfinanzierung ab. Als mögliche Handlungsparameter kommen grundsätzlich Käufe von Obligationen öffentlicher und privater Schuldner in Betracht. Die Bereitschaft einer Zentralbank zum Kauf von Unternehmensanleihen dürfte die Emissionstätigkeit stimulieren und auch Firmen ansprechen, die bisher keinen Zugang zum Kapitalmarkt hatten. Die Kreditfinanzierung durch eine Zentralbank könnte für weitere Firmen geöffnet werden, wenn sie bereit wäre,

[1] Dieses unorthodox anmutende Instrument wurde von der SNB bereits in der Vergangenheit eingesetzt, und zwar in den 1970er Jahren unter dem Titel „Währungsschutzmassnahmen“. Damals wurden Negativzinsen in Form eines Verzinsungsverbots und hohen Kommissionsbelastungen für ausländische Frankenguthaben bei inländischen Geschäftsbanken eingeführt, um den Zustrom ausländischen Kapitals in das Schweizerische Bankensystem zu erschweren.

auch Privatplatzierungen zu erwerben. Die Wirkung dieser Massnahme liesse sich so beliebig skalieren und verstärken. Allerdings würde damit auch das Risiko für die Zentralbank deutlich zunehmen. Neben diesen schuldnerspezifischen Massnahmen wäre auch eine Expansionswirkung über die Beeinflussung der Swapzinskurve denkbar, da diese die Basis bildet für die Bepreisung von Wertpapieren und Krediten. Mittels Zinssatzswaps liessen sich die längerfristigen Swapsätze drücken.

Die von uns jüngst beschlossenen Käufe von Frankenobligationen privater Schuldner zielen auf einen Rückgang sowohl der Fristigkeitsrisikoprämie als auch der Kreditrisikoprämie ab (Abbildungen 17 und 18). Mit den Käufen von risikobehafteten Frankenobligationen wird zum einen für die Banken die Refinanzierung erleichtet, wodurch indirekt deren Kreditgeschäft stimuliert wird. Zum anderen sollten die Kreditrisikoprämien tendenziell sinken, was die Refinanzierung der Firmen allgemein vergünstigt. Indirekt profitieren so alle Unternehmen davon. Diese Massnahme hat somit direkt einen konjunkturanregenden Effekt.

Die von der SNB eingeleiteten Interventionen am Kapitalmarkt stellen eine sinnvolle Handlungsalternative zur Stärkung des expansiven Impulses der Geldpolitik bei Nullzinsen dar. Der erforderliche Handlungsspielraum ist eindeutig vorhanden. Der deutliche Anstieg der Risikoprämien an den Kapitalmärkten seit dem Konkurs von Lehman Brothers beeinträchtigt die Übertragung der geldpolitischen Impulse merklich (Abbildung 19). Deshalb kaufen wir Schweizerfranken-Obligationen von privaten Schuldnern. Unsere Massnahmen haben bereits dazu geführt, dass sich die Risikoprämien am Schweizer Kapitalmarkt leicht zurückgebildet haben.

Devisenmarkt-Massnahmen

In einem rezessiven Umfeld können Interventionen am Devisenmarkt mit dem Ziel erfolgen bei der eigenen Währung entweder eine Abschwächung herbeizuführen oder eine Aufwertung zu verhindern. In der Umsetzung ist generell ein dreistufiges Vorgehen denkbar, wobei einzelne Stufen übersprungen werden können: Erstens kann versucht werden, über verbale Interventionen die Markterwartungen zu beeinflussen, um den Wechselkurs in eine gewünschte Richtung zu drücken. Zweitens besteht die Option der punktuellen Devisenkäufe ohne Ankündigung eines expliziten Wechselkursziels. Die Zentralbank würde dabei je nach Bedarf am Devisenmarkt intervenieren. Drittens kann die Zentralbank auch ein explizit

festgelegtes, einseitiges Wechselkursziel durch unbeschränkte Interventionen am Devisenmarkt verteidigen.

Aus Sicht der SNB dienen die aktuellen Devisenmarkt-Massnahmen als Versicherung gegen eine drohende und unerwünscht starke Aufwertung des Frankens (Abbildungen 20 und 21). Dies sichert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Schweizer Produkten und Dienstleistungen und verhindert einen Einbruch in der Exporttätigkeit aufgrund von ungerechtfertigten Wechselkursbewegungen. Gleichzeitig bildet sich ein Abwehrbollwerk gegen Deflation. Allgemein ist mit einer Liquiditätsausweitung über offene Devisenkäufe ebenfalls unmittelbar ein expansiver Signaleffekt verbunden. Die Devisenkäufe der SNB haben daher nichts mit einer „beggar thy neighbour" Politik zu tun und dürfen keineswegs als Beginn eines Währungskriegs missinterpretiert werden. Es geht nicht darum, dass sich die Schweiz mit einem schwachen Franken auf Kosten anderer Länder Vorteile verschafft. Vielmehr soll durch das frühzeitige Eingreifen verhindert werden, dass es im weiteren Verlauf der Krise zu einem massiven Überschiessen des Frankens kommt. Unsere Käufe am Devisenmarkt sind daher einzig als ein ergänzendes Notinstrument in Zeiten der Nullzinspolitik zur Bekämpfung der Deflationsgefahr zu verstehen.

Gegenwärtig sind wir bestrebt, den Aufwertungstrend des Frankens gegenüber dem Euro, der sich seit der Lagebeurteilung im Dezember 2008 weiter verstärkt hat, mit Devisenmarktinterventionen zu brechen, um eine unwillkommene Straffung der monetären Bedingungen zu verhindern. Dabei beobachten wir die Entwicklung am Devisenmarkt permanent und intervenieren situativ. Unsere Massnahmen waren bisher wirkungsvoll (Abbildung 22). Der Markt hat sofort gespürt, dass es uns mit der Umsetzung unseres Entscheides ernst ist.

Einsatz und Exit unkonventioneller Massnahmen

Der Einsatz unkonventioneller Massnahmen muss immer bedürfnisgerecht und zieladäquat erfolgen. Vor dem Hintergrund einer Nullzinspolitik drängt sich der Einsatz unkonventioneller Massnahmen grundsätzlich bei Eintreten folgender Szenarien auf (Abbildung 23). Eine massive Verknappung der Liquidität im Bankensystem kann primär mit unkonventionellen Geldmarkt-Massnahmen (insbesondere längerfristigen Liquiditätsoperationen) abgefedert werden. Eine deutliche Verschärfung der

Deflationsgefahr macht eine Erhöhung des geldpolitischen Expansionsgrades erforderlich. Als Handlungsoptionen bieten sich Kapitalmarkt- oder Devisenmarkt-Massnahmen an. Mit Käufen von längerfristigen Frankenobligationen sowie der Verhinderung einer Frankenaufwertung liesse sich die expansive Kraft der Geldpolitik bedürfnisgerecht erhöhen. Einem deutlichen Anstieg der Risikoprämien und einer angebotsseitigen Kreditverknappung kann mit Geldmarkt- und/oder Kapitalmarktmassnahmen begegnet werden.

Vor diesem Hintergrund ist das von uns beschlossene unkonventionelle Massnahmenbündel zu sehen. Alle Massnahmen erhöhen massiv die Liquidität. Die Repo-Geschäfte verbessern die Liquiditätslage im Bankensystem. Die Devisenmarktinterventionen zielen primär auf eine Abwehr der Deflationsgefahr ab. Im Fokus der Kapitalmarkt-Massnahmen steht vor allem eine Senkung der Risikoprämien.

Der Einsatz unkonventioneller Massnahmen ist aber nicht ohne Risiken. Zum einen sind deren Wirkungen und Nebenwirkungen bislang nicht so gut erforscht, wie diejenigen der konventionellen Geldpolitik. Zum anderen wird dadurch absichtlich eine massive Überversorgung der Wirtschaft mit Liquidität geschaffen. Eine Güterabwägung in der gegenwärtigen Krise führt allerdings dazu, dass die Nationalbank diese Risiken eingehen muss. Sie muss sich aber bereits auch heute schon mit der Frage des rechtzeitigen Ausstiegs aus diesen Massnahmen beschäftigen. Bei aller Unsicherheit in der Prognose besteht die Gewissheit, dass es in der Zukunft wieder ruhigere Zeiten geben wird. Der Ausstieg aus unkonventionellen Massnahmen muss unmittelbar dann erfolgen, wenn der geldpolitische Stimulus reduziert werden kann. Dies ist dann der Fall, wenn sich die Anspannungen an den Geld- und Kreditmärkten gelegt haben und im Zuge einer nachhaltig einsetzenden Konjunkturbelebung die mittelfristigen Inflationsrisiken zunehmen. Die Festlegung dieses Zeitpunktes ist in Realzeit allerdings kompliziert, da die Modelle und Indikatoren zur Einschätzung der Inflationsrisiken die unkonventionellen Massnahmen nur schwer vollumfänglich erfassen können. Einmal mehr bestätigt sich die Einsicht, dass Geldpolitik Entscheiden unter grösster Unsicherheit bedeutet. Für die Festlegung des richtigen Ausstiegszeitpunktes wird daher die richtige Einschätzung der Verantwortlichen ganz entscheidend sein. In der operationalen Umsetzung wird sich der Ausstieg grösstenteils zügig vollziehen, da viele unkonventionelle Massnahmen (unter anderem im Bereich der Liquiditätsoperationen) automatisch auslaufen. Werden diese nicht erneuert, fällt der geldpolitische Zusatzimpuls aus. Die Notenbankbilanz reduziert sich auf ein langfristig mit Preisstabilität vereinbares Mass. Bei einzelnen Massnahmen (insbesondere im Bereich der

Kapitalmarkt-Massnahmen) kann es jedoch zu einem verzögerten Ausstieg kommen, der unter Umständen mit anderen Instrumenten kompensiert werden muss.

Ausblick und Fazit

Trotz einiger Lichtblicke auf gewissen Märkten bleiben die Zeiten stürmisch. Denn die Krise an den Finanzmärkten wird mittlerweile verstärkt durch einen scharfen Einbruch der Weltkonjunktur. Auch die Schweizer Volkswirtschaft ist in eine massive Rezession geraten. Zudem ist die Deflationsgefahr hierzulande deutlich angewachsen. Insgesamt sind Politik und Wirtschaft in der Schweiz vor die grössten Herausforderungen seit langem gestellt.

Zwar hat der entschlossene und flexible Einsatz des traditionellen geldpolitischen Instrumentariums bisher stabilisierend auf die schweizerische Volkwirtschaft gewirkt. Die seit Dezember 2008 eingetretene dramatische Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfelds erforderte aber eine weitere kräftige Erhöhung des geldpolitischen Expansionsgrades. Diese kann wegen der bereits erreichten Nullzinspolitik nur mit unkonventionellen Massnahmen umgesetzt werden.

Devisenkäufe am Markt und der Erwerb von Schweizer-Frankenobligationen von privaten Schuldnern sollen neben einer kräftigen Liquiditätsausweitung auch eine weitere Frankenaufwertung verhindern und die Risikoprämien am Kapitalmarkt einengen. Die bisherige Umsetzung unserer Massnahmen hat gezeigt, dass wir auch in der Nullzinswelt weiterhin über geldpolitische Handlungsmöglichkeiten verfügen, um flexibel auf eine unerwünschte Verschärfung des monetären Restriktionsgrades reagieren zu können. Die Dosierung der Geldpolitik ist in diesem Umfeld nicht einfach. Die Güterabwägung zwischen den vorhandenen Risiken spricht aber im Moment klar für eher zu viel als eher zu wenig monetären Stimulus.

Die diesjährige Rezession in der Schweiz kann durch wirtschaftspolitische Einflussnahme nur abgedämpft aber nicht verhindert werden. Mit der extrem expansiven Geldpolitik sollte sich die wirtschaftliche Dynamik in der Schweiz allmählich wieder verbessern. Dies dürfte aber frühestens im Verlauf des Jahres 2010 der Fall sein und setzt gleichzeitig eine wirtschaftliche Verbesserung bei unseren wichtigsten Handelspartnern sowie eine Stabilisierung der Finanzmarktturbulenzen voraus. Ebenfalls sollte sich mit unseren Massnahmen die Gefahr einer Deflation verringern. Allerdings dürfte die Inflation noch

längere Zeit sehr tief bleiben. Wir rechnen daher für die Jahre 2010 und 2011 mit einer durchschnittlichen Jahresteuerung von nahe bei Null.

Trotz der massiven Liquiditätsschöpfung bleibt die Nationalbank auch in Zukunft dem Erhalt der Preisstabilität verpflichtet. Wir werden alles daran setzen, um die Liquidität rechtzeitig wieder zu reduzieren, so dass nach der Krise in der Schweiz keine Inflation entsteht.

Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank in stürmischen Zeiten

Thomas J. Jordan

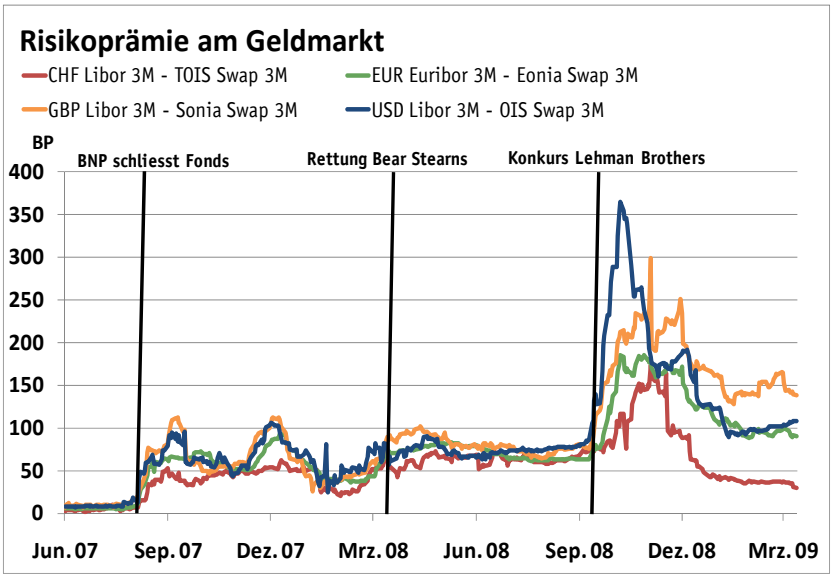
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
19. März 2009

Überblick

- **Von der Finanzkrise zur Rezession**
- **Reaktion der Geldpolitik**
- **Geldpolitik bei Nullzins**
- **Ausblick und Fazit**

Fieberstarre am Geldmarkt

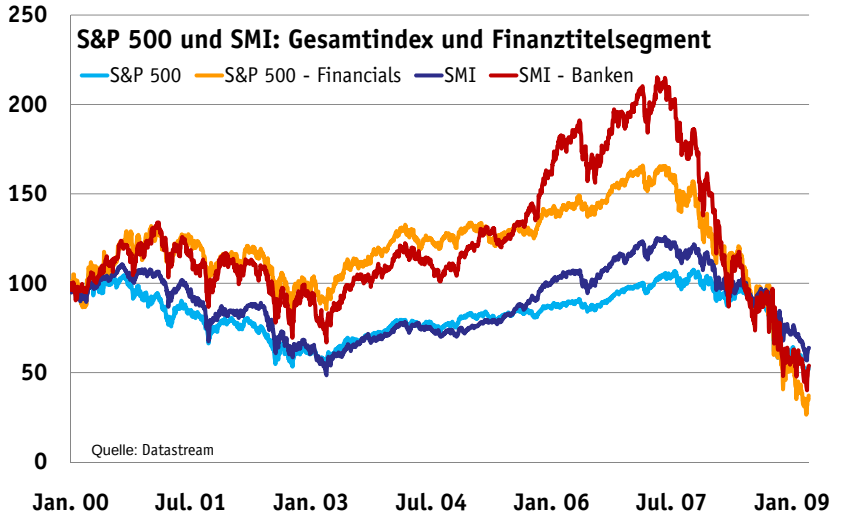


Quellen: Bloomberg, SNB

Thomas J. Jordan
19. März 2009

3

Kollaps der Finanzaktien

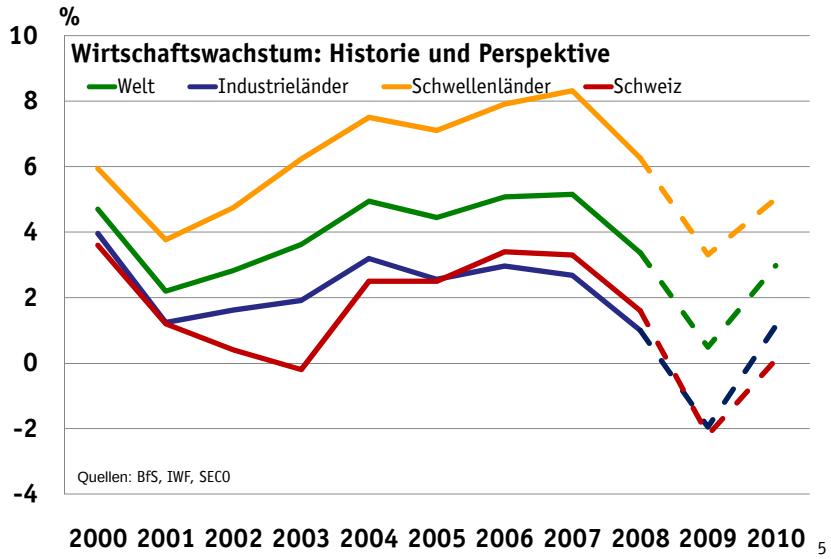


Quelle: Datastream

Thomas J. Jordan
19. März 2009

4

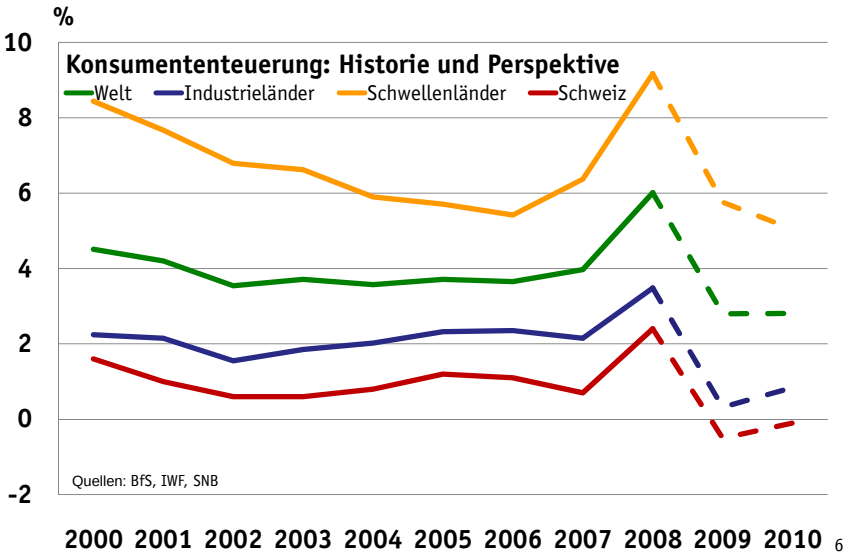
Globaler Konjunktureinbruch



Thomas J. Jordan
19. März 2009

5

Globaler Inflationsrutsch



Thomas J. Jordan
19. März 2009

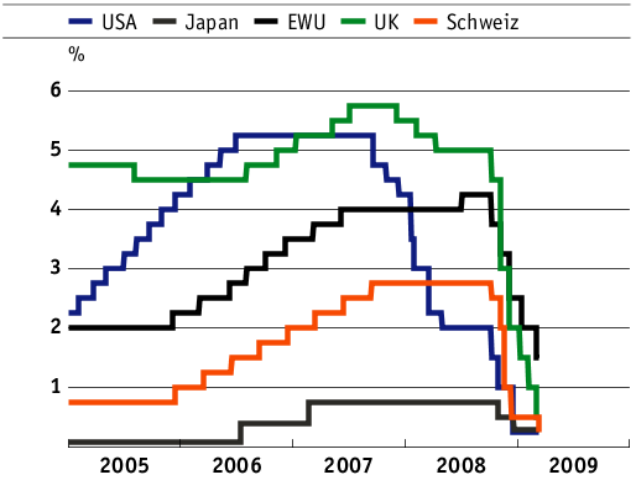
6

Reaktion der Geldpolitik

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

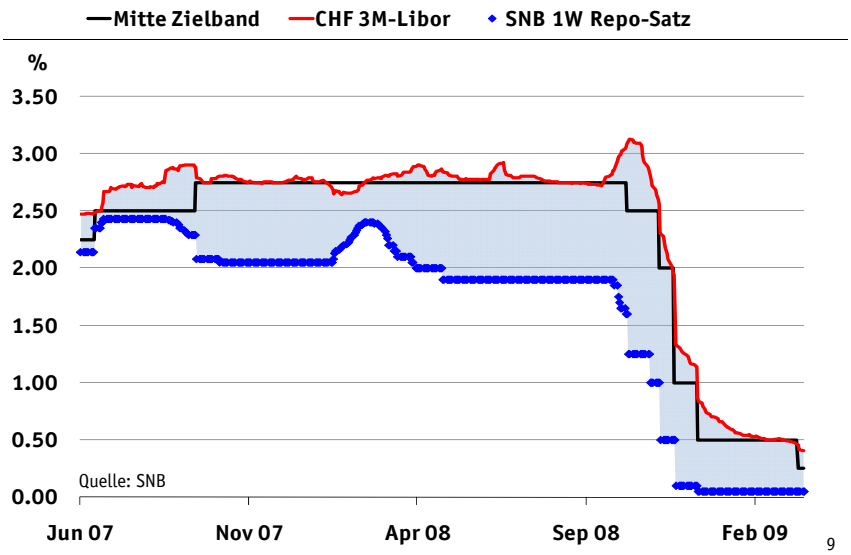
Aggressive Leitzinssenkungen

Offizielle Zinssätze



Quellen: Bloomberg, SNB

Wirkungsvolle SNB-Geldpolitik



Thomas J. Jordan
19. März 2009

9

SNB Entscheid vom 12. März 2009

Ziel:

- Senkung von Zinsen und Risikoprämien
- Vermeidung einer Frankenaufwertung

Einsatz unkonventioneller Massnahmen:

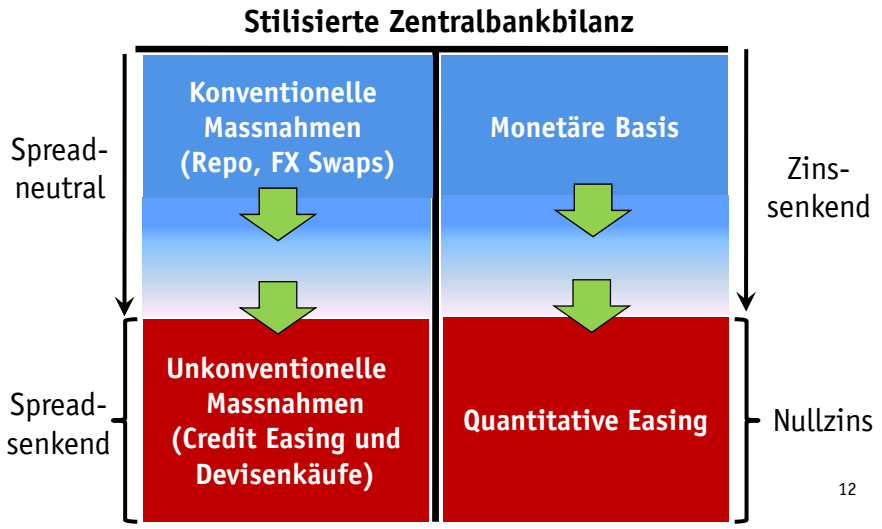
- Mehr langfristige Repo-Geschäfte
- Kauf von CHF-Obligationen privater Schuldner
- Kauf von Devisen

Thomas J. Jordan
19. März 2009

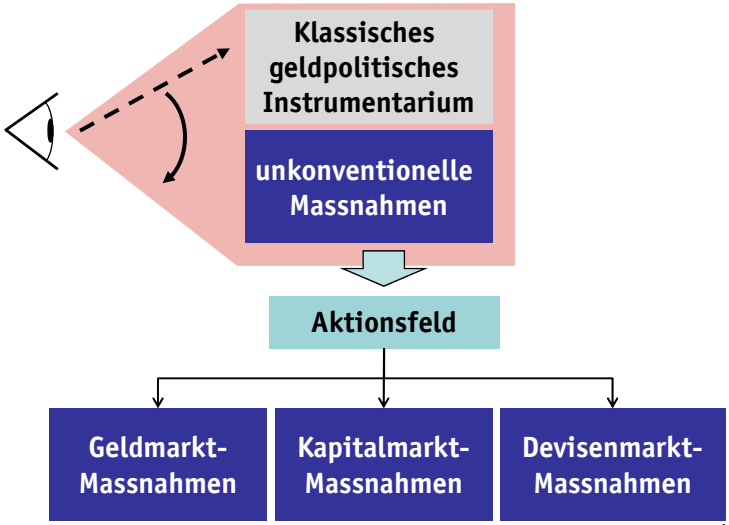
10

Geldpolitik bei Nullzins

Bilanzwirkungen bei Nullzins



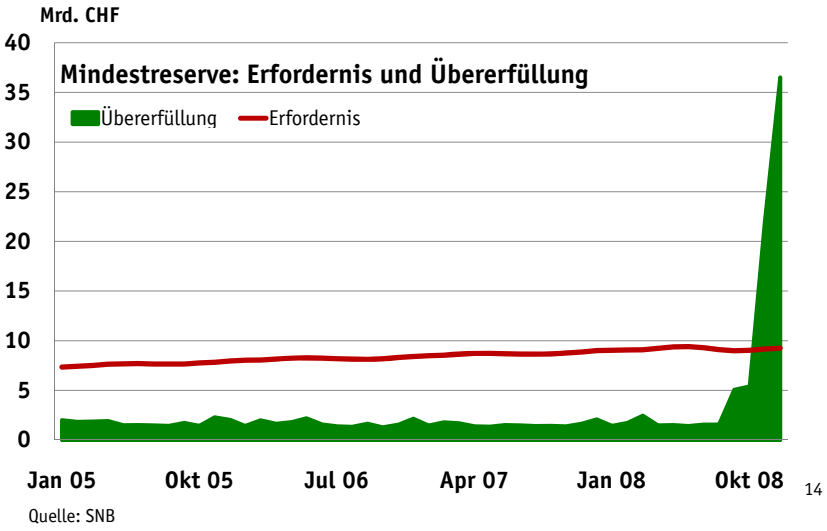
Faktische Nullzinspolitik erfordert Fokuserweiterung



Thomas J. Jordan
19. März 2009

13

Übererfüllung der Mindestreservepflicht explodiert



Quelle: SNB

Thomas J. Jordan
19. März 2009

14

Unkonventionelle Geldmarkt-Massnahmen

Längerfristige Geldmarktgeschäfte

Erweiterung des zentralbank-repofähigen Effektenkreises

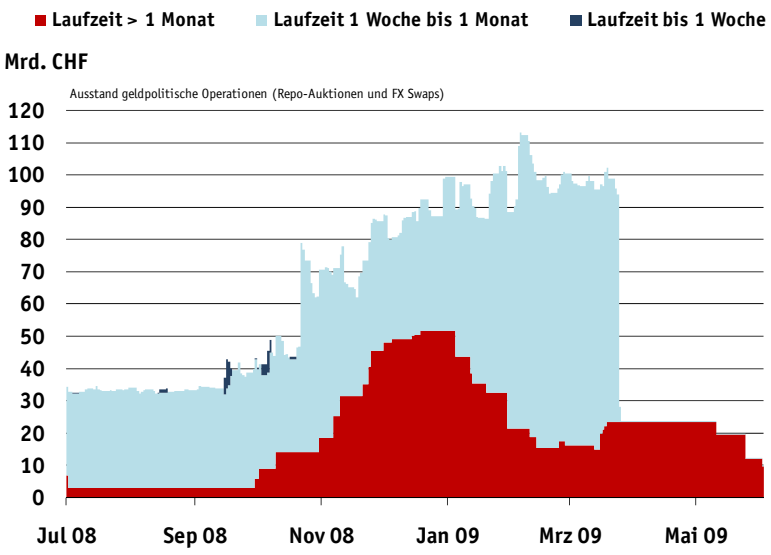
Erweiterung der zugelassenen Gegenparteien

Negativzinsen

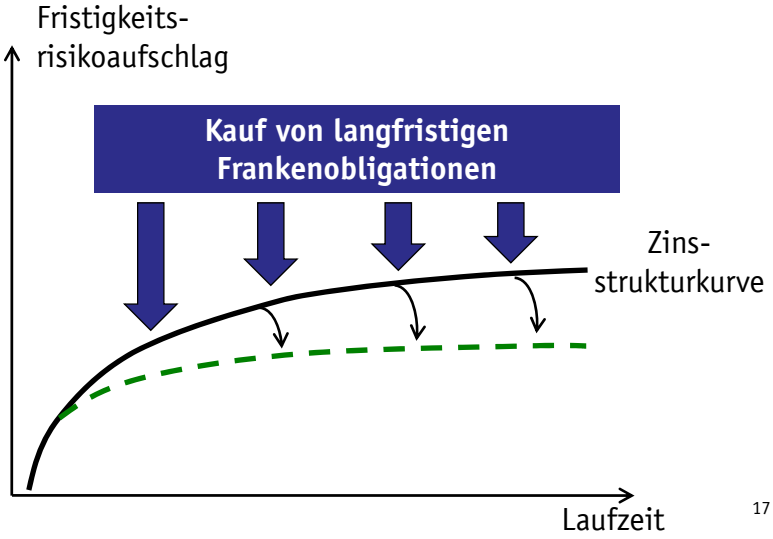
Bankenbilanz

Verbesserung der Liquiditätslage

Fristigkeit der Liquiditätsversorgung



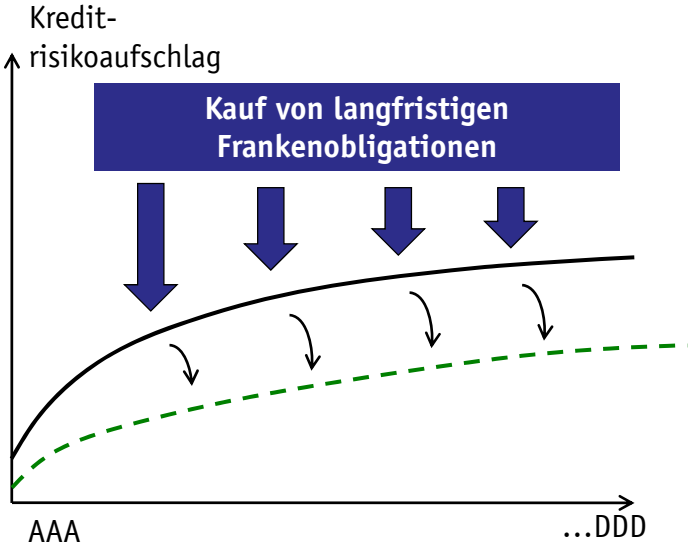
Unkonventionelle Kapitalmarkt-Massnahmen I



Thomas J. Jordan
19. März 2009

17

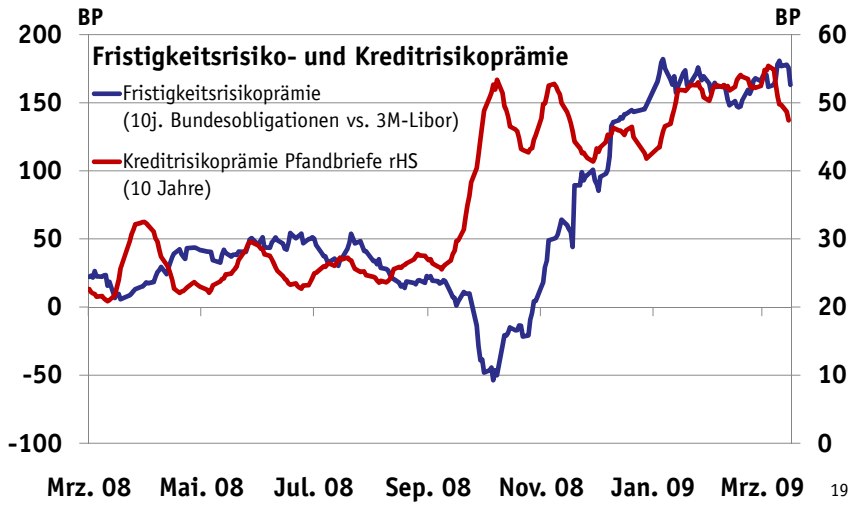
Unkonventionelle Kapitalmarkt-Massnahmen II



Thomas J. Jordan
19. März 2009

18

Handlungsspielraum für Kapitalmarkt-Massnahmen

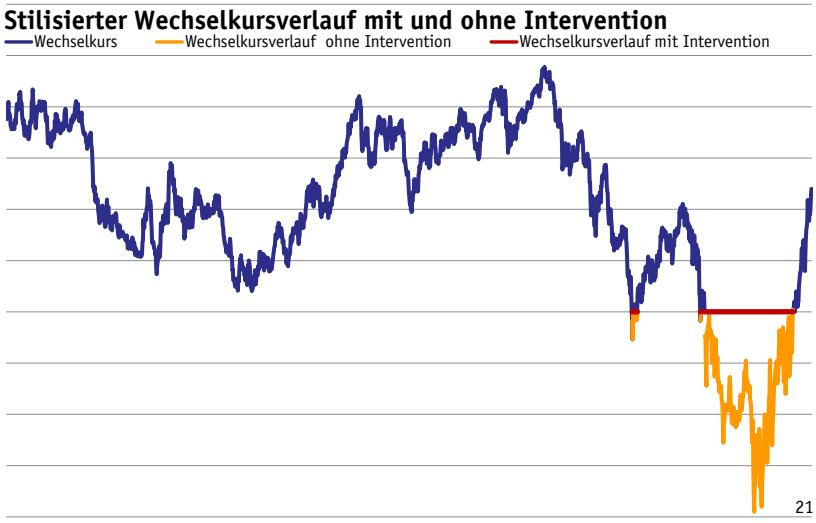


Devisenmarkt-Massnahmen

Intervention am Devisenmarkt → Verhinderung einer Frankenaufwertung →

- Sicherstellung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit
- Deflationsabwehr
- Expansive Signalwirkung

Stilisierter Wechselkursverlauf mit und ohne Interventionen



Thomas J. Jordan
19. März 2009

21

EURCHF nach SNB-Entscheid

Quelle: Bloomberg

Thomas J. Jordan
19. März 2009

22

Einsatz unkonventioneller Massnahmen

Ausgangslage	Schocks		Reaktion
	Verknappung der Liquidität im Bankensystem	➡	Geldmarkt-Massnahmen
Nullzinspolitik	Verschärfung der Deflationsgefahr	➡	Kapitalmarkt-Massnahmen/ Devisenmarkt-Massnahmen
	Erhöhung der Risikoprämien und Kreditverknappung	➡	Geldmarkt-, Kapitalmarkt-Massnahmen

Thomas J. Jordan
19. März 2009

23

Exitstrategie

- Ausstieg sobald geldpolitischer Stimulus und Nullzinspolitik nicht mehr adäquat
- Ausstieg grösstenteils durch Nichterneuerung von Geschäften; Abbau von risikobehafteten Aktiven unter Umständen anspruchsvoll
- Grösste Herausforderung: Bestimmung des richtigen Zeitpunktes für den Ausstieg

Thomas J. Jordan
19. März 2009

24

Thomas J. Jordan
19. März 2009

Ausblick und Fazit

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NACIONAL DA SUIÇA
SWISS NATIONAL BANK

Thomas J. Jordan
19. März 2009

Ausblick

Vorläufig unverändert stürmische Zeiten

- 2009 schwieriges Jahr für die Schweiz mit massiver Rezession und negativer Inflation

„Lean against the wind" der SNB

- Konjunkturstützung und Deflationsabwehr durch unkonventionelle Massnahmen
- Bei Stabilisierung von Weltwirtschaft und Finanzmärkten, allmähliche Wende in der Konjunkturdynamik im Verlauf von 2010

Fazit

- Risikoanalyse bedingt dezidiertes Vorgehen der Geldpolitik in heutiger Situation
- Trotz Nullzins bleibt SNB Geldpolitik handlungsfähig dank unkonventioneller Massnahmen
- Trotz massiver Ausdehnung der Liquidität: Verpflichtung der SNB zur Preisstabilität