

**Sperrfrist: Mittwoch, 6. Mai 2009, 18.15 Uhr**

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

## **Geldpolitik ohne Grenzen**

**Vom Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens  
zur Internationalisierung der Geldpolitik**

**Jean-Pierre Roth**

**Präsident des Direktoriums**

**Schweizerische Nationalbank**

**Schweizerisches Institut für Auslandsforschung**

**Zürich, 6. Mai 2009**

---

Der Referent dankt Herrn Dr. Marcel Peter, Organisationseinheit Internationale Forschung und Technische Hilfe der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

6. Mai 2009

2

## 1. Einleitung

Meine sehr geehrten Damen und Herren

Es ist mir eine Ehre und ein grosses Vergnügen, heute Abend hier – an der Universität Zürich und am Schweizerischen Institut für Auslandsforschung – zu Ihnen sprechen zu dürfen. Das Ausland – oder besser: der Einfluss internationaler Faktoren – ist für die Geld- und Währungspolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) von eminenter Bedeutung. Diese Auslandabhängigkeit ist charakteristisch für eine kleine offene Volkswirtschaft. Wenn uns die vergangenen Jahre des globalen Wirtschaftsaufschwungs diese Abhängigkeit teilweise vergessen liessen, wird sie uns durch die aktuelle globale Finanz- und Wirtschaftskrise nur umso heftiger wieder ins Bewusstsein gerufen.

Ich möchte die Gelegenheit heute Abend nutzen, um eine bestimmte Form der Auslandabhängigkeit etwas genauer unter die Lupe zu nehmen: Ich möchte die Abhängigkeit untersuchen, die sich für die Schweiz – und vor allem für die Nationalbank – aus dem Handel mit dem Schweizerfranken im Ausland ergibt. Konkret geht es mir darum, über die aktuelle Krise hinauszublicken und aufzuzeigen, wie die Nationalbank im Laufe der letzten drei Jahrzehnte übergegangen ist vom Kampf gegen die sogenannte „Internationalisierung des Frankens“ zu einer schrittweisen Integration von ausländischen Faktoren und Elementen in ihre geldpolitische Strategie. Was bei all den Schritten in all den Jahren als roter Faden sichtbar wird, ist das Ziel unserer Geldpolitik und die Hauptaufgabe der Nationalbank: das Land gegen eine inflationäre Entwicklung zu schützen.

Im ersten Teil meines Vortrags zeige ich auf, wie und warum die Schweiz – und insbesondere die Nationalbank – vor 1980 gegen die Internationalisierung des Schweizerfrankens gekämpft hat.

Im zweiten Teil werde ich darlegen, warum die Nationalbank 1980 diesen Kampf gegen die Internationalisierung des Schweizerfrankens aufgab und wie sie bis 2004 die noch verbliebenen Hürden gegen die Verwendung des Frankens im Ausland schrittweise abbaut. Dabei werde ich auch auf das Phänomen der Schweizerfranken-Kredite in Osteuropa zu sprechen kommen. Diesem Thema wurde in jüngster Zeit erhöhte Aufmerksamkeit in den Medien geschenkt. Leider geschah dies nicht immer mit der nötigen Exaktheit.

6. Mai 2009

3

Den dritten Teil des Vortrags werde ich dem Thema „Internationalisierung der Geldpolitik“ seit 1999 widmen. Hier möchte ich aufzeigen, wie die SNB in den letzten 10 Jahren nach und nach internationale Faktoren in ihre geldpolitische Strategie und ihr geldpolitisches Instrumentarium integriert hat. Ich denke, dieses internationalisierte geldpolitische Instrumentarium hat uns bis jetzt bei der Bewältigung der aktuellen Krise gute Dienste geleistet. In diesem Zusammenhang werde ich auch kurz die jüngste internationale Entwicklung kommentieren, die dazu geführt hat, dass wir als Folge der aktuellen Deflationsgefahr am Devisenmarkt interveniert haben. Mit diesen Interventionen haben wir keinesfalls ein neues Wechselkursregime eingeführt, sondern nur das Ziel der Preisstabilität bekräftigt.

## **2. Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens (vor 1980)**

Wenden wir uns also der Zeit vor 1980 zu, als die Nationalbank gegen die Internationalisierung des Frankens ankämpfte. Was genau ist mit „Internationalisierung des Frankens“ gemeint? Und warum und wie hat die Nationalbank dieses Phänomen bekämpft?

Der Begriff „Internationalisierung des Frankens“ bezeichnete damals die Verwendung des Schweizerfrankens im Ausland als Transaktionsmittel, als Wertaufbewahrungsmittel, als Verschuldungswährung sowie als Recheneinheit; die Verwendung als Wertaufbewahrungsmittel stand dabei im Vordergrund des Interesses. Als wichtige „Quellen“ für die Internationalisierung unserer Währung betrachtete man beispielsweise

- die Vergabe von Schweizerfranken-Krediten durch Schweizer Banken an ausländische Schuldner;
- die Emission von Franken-Wertpapieren durch ausländische Schuldner am Schweizer Finanzmarkt;
- und den Erwerb von auf Schweizerfranken lautenden Wertpapieren oder Bankguthaben durch Ausländer.

6. Mai 2009

4

Die Attraktivität des Schweizerfrankens im Ausland ist ein Phänomen, das seit der Zeit nach dem Ersten Weltkrieg zu beobachten ist. Sie hat verschiedene Ursachen. Für die Attraktivität des Frankens im Ausland dürfte – erstens – die politische und wirtschaftliche Stabilität des Landes von entscheidender Bedeutung sein. Seit der Gründung der Nationalbank im Jahr 1907 sind die Preise in der Schweiz durchschnittlich nur um ungefähr 2½% pro Jahr gestiegen, viel weniger als in anderen Ländern. Obwohl der Schweizerfranken einmal – 1936 – abgewertet wurde, musste unser Währungssystem nie saniert werden. Zu den wichtigen Gründen dürfte – zweitens – auch das im Vergleich mit vielen anderen Ländern sehr liberale Wirtschaftssystem in der Schweiz gehören. Nicht nur Güter und Dienstleistungen, sondern auch finanzielle Mittel können in der Schweiz im Wesentlichen frei importiert und exportiert werden. Für ausländische Investoren war es stets klar, dass Anlagen in Schweizerfranken immer rasch in andere Währungen umgetauscht werden konnten. Schliesslich dürfte auch die Leistungsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes eine Rolle gespielt haben.

Die Attraktivität des Schweizerfrankens als Anlagewährung hat die Schweizer Wirtschaft immer wieder unter Druck gesetzt. Während der Zeit fixer Wechselkurse – also vor dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im Jahre 1973 – stemmte sich die SNB gegen die Internationalisierung unserer Währung, weil diese: „... zu Frankentransaktionen Anlass gibt, die mit unserer Wirtschaft in keinem Zusammenhang stehen und sich einer Kontrolle durch unsere Behörden entziehen, was den inländischen Geld- und Kapitalmarkt angesichts seines bescheidenen Umfangs ernsthaft stören könnte.“<sup>1</sup> Diese Begründung mag aus heutiger Sicht etwas exotisch klingen. Da die SNB unter dem Regime fixer Wechselkurse aber noch keine systematisch auf die Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik betreiben konnte, versuchte sie damals zumindest, mit allerlei administrativen Massnahmen und mit Masshalteappellen – sogenannter „moral suasion“ – gegen Kapitalzuflüsse zu kämpfen, um

<sup>1</sup> SNB-Direktoriumsprotokoll Nr. 757 (12. August 1971), zitiert in Bernholz, P. (2007), Die Nationalbank 1945-1982: Von der Devisenbannwirtschaft zur Geldmengensteuerung bei flexiblen Wechselkursen, in: *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*, 119-211, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung, S.178.

6. Mai 2009

5

eine möglichst ruhige Zinsentwicklung zu fördern und die Inflation so tief wie möglich zu halten.<sup>2</sup>

Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahr 1973 begründete die SNB ihren Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens dann direkt mit der Erschwerung der Geldpolitik. Seit 1975 verfolgte die Nationalbank eine Geldmengenpolitik. Das bedeutete, dass die SNB für jedes Jahr im Voraus für das Geldmengenwachstum ein Ziel festlegte, das sie nach aussen kommunizierte. Bei der Bestimmung des Geldmengenziels schätzte sie die künftige Geldnachfrage ab und bestimmte daraufhin das Geldmengenangebot so, dass ihr Hauptziel – die Preisstabilität – mittel- bis langfristig gewährleistet werden konnte. Dabei war die Geldnachfrage, die zum Kauf von Gütern und Dienstleistungen erforderlich war, verhältnismässig gut prognostizierbar. Schwierig abzuschätzen war hingegen die Liquiditätsnachfrage im Finanzsektor. In diesem Bereich entstanden leicht Prognosefehler, die mit der internationalen Verwendung des Frankens zusammenhingen. Mit einer begrenzten Internationalisierung des Frankens hoffte man, die Geldpolitik – d.h. den Kampf gegen Inflation – erfolgreicher führen zu können.

Unter den Kampfmassnahmen gegen die Internationalisierung des Frankens liessen sich Kapitalimport- und Kapitalexport-Beschränkungen unterscheiden:

Mit den administrativen Massnahmen gegen den Kapitalimport versuchte man, die immer wieder auftretenden umfangreichen Kapitalzuflüsse aus dem Ausland vom Schweizer Finanzmarkt fernzuhalten, weil diese zu einer plötzlich steigenden – und daher unerwünschten – Nachfrage nach Schweizerfranken führten. Im System fixer Wechselkurse bestand das Problem der Nationalbank darin, dass sie diese Franken-Nachfrage befriedigen musste, d.h. sie musste zur Verteidigung des fixen Wechselkurses Devisen kaufen, was zu einer unerwünschten Erhöhung der Geldmenge und zu entsprechenden Inflationsrisiken führte. Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 entfiel zwar der automatische Zusammenhang zwischen Netto-Kapitalzuflüssen und der Geldmenge. Doch jetzt bestand das Problem für die Nationalbank darin, dass diese unerwünschten Zuflüsse zeitweilig zu einer übermässigen Aufwertung des Frankens führten, welche die Wettbewerbsfähigkeit der

<sup>2</sup> SNB (1982), 75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung, S.185.

6. Mai 2009

6

schweizerischen Wirtschaft gefährdete. Zu den wichtigsten solchen Kapitalimport-Beschränkungen gehörten Verzinsungsverbote, die Erhebung von Negativzinsen, Anlageverbote und die Einschränkung der Kreditaufnahme durch Inländer im Ausland.<sup>3</sup>

Die administrativen Kapitalexport-Massnahmen bestanden in einer Bewilligungspflicht für die Vergabe von Krediten an Ausländer sowie für die Emission von Franken-Wertpapieren durch ausländische Schuldner. Die Banken mussten für diese Kapitalexport-Geschäfte die Bewilligung der Nationalbank einholen. Bis Ende der 1950er Jahre waren es vor allem zinspolitische Überlegungen, die eine Beschränkung des Kapitalexports nahelegten. Im Bestreben, die Zinsen nicht allzu stark schwanken zu lassen, wurde der Kapitalabfluss bei steigenden Zinsen gedrosselt, bei sinkenden freigegeben. In den 1960er und frühen 70er Jahren war die Kapitalexportpolitik der SNB sehr liberal. Es galt in erster Linie, den Wiederabfluss des in dieser Periode massiven Kapitalzuströms aus dem Ausland zu fördern.

Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 bildete – wie erwähnt – die zeitweise extreme Franken-Aufwertung das Hauptproblem der Notenbankpolitik. Ausgehend von der Überlegung, dass ausländische Schuldner die aufgenommenen Schweizerfranken zu einem grossen Teil in fremde Währungen umtauschen und damit die Nachfrage nach diesen Währungen erhöhen, gab die Nationalbank den Kapitalexport immer dann frei, wenn der Frankenkurs eine steigende Tendenz aufwies.<sup>4</sup>

### **3. Kontrollierte Internationalisierung des Frankens (1980-2004)**

Was hat die Nationalbank dazu gebracht, den Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens aufzugeben?

<sup>3</sup> So versuchten die Schweizer Behörden beispielsweise im Juni 1972 nach der Freigabe des Pfundkurses, den Zufluss ausländischer Kapitalien in jeglicher Form möglichst zu unterbinden. Das seit August 1971 bestehende Verzinsungsverbot für ausländische Bankguthaben wurde ergänzt durch eine massive Erschwerung der Anlage ausländischer Gelder in schweizerischen Wertpapieren sowie durch das Verbot, Grundstücke an Ausländer zu verkaufen. Dazu kam die Genehmigungspflicht für die Aufnahme von Krediten im Ausland durch Inländer. Um die Wirkung des Verzinsungsverbots für ausländische Frankenguthaben zu verstärken, wurde auf dem künftigen Zuwachs der Guthaben ein „Kommission“ genannter Negativzins von 2% pro Quartal verordnet, der später bis auf 10% erhöht wurde. Siehe SNB (1982), 75 Jahre Schweizerische Nationalbank: Die Zeit von 1957 bis 1982, Zürich, Verlag Neue Zürcher Zeitung, S. 233.

<sup>4</sup> SNB (1982), Op. cit., S.198.

6. Mai 2009

7

Entscheidend war das vollständige Scheitern des Abwehrdispositivs gegen den Zufluss ausländischer Gelder während der Währungskrise im Jahr 1978. Werfen wir einen Blick zurück. Das Hauptproblem für die Nationalbank war 1977 und vor allem 1978 die starke Aufwertung des Frankens gegenüber allen wichtigen Währungen. Der Glaube des Marktes an die Ernsthaftigkeit der schweizerischen Stabilitätspolitik führte in einem nach wie vor stark inflationären internationalen Umfeld zu massiven Aufwertungserwartungen und spekulativen Kapitalzuströmen in die Schweiz. Um diesen entgegenzuwirken, senkte die Nationalbank nicht nur die Leitzinsen auf den damals historischen Tiefpunkt von 1%, sondern sie fuhr auch das administrative Abwehrdispositiv gegen den Kapitalzufluss auf Maximalposition hoch.<sup>5</sup>

Trotz des maximalen Einsatzes der Abwehrmassnahmen kam es im Verlauf des Jahres 1978 zu einer extremen Aufwertung. Der US-Dollar fiel zum Beispiel zwischen Ende Dezember 1977 und Ende September 1978 von Fr. 2.00 auf Fr. 1.45, die D-Mark von 95 auf 75 Rappen. Handelsgewichtet betrug die reale Aufwertung in diesen neun Monaten 17%. Erst mit der Bekanntgabe eines Wechselkursziels für die D-Mark von „deutlich über 80 Franken pro 100 D-Mark“ am 1. Oktober 1978 und massiven Devisenkäufen (von brutto 10,6 Mrd. Franken im vierten Quartal 1978) gelang es der Nationalbank, die Wechselkurserwartungen zu stabilisieren und die Aufwertung zu stoppen.

Die Wirkungslosigkeit der Kapitalimportrestriktionen während der Währungskrise 1978 förderte die Erkenntnis, dass diese Massnahmen kein taugliches Mittel waren, um geld- und währungspolitische Ziele zu erreichen. Diese Wirkungslosigkeit hatte vermutlich drei Hauptgründe:

- Erstens war es schwierig bis unmöglich, ein undurchlässiges Abwehrdispositiv zu errichten. Mit den administrativen Massnahmen hinkte man der Marktrealität chro-

<sup>5</sup> Beispielsweise wurde der Negativzins von inzwischen 10% pro Quartal auf alle ausländischen Frankenguthaben bei Banken von mehr als 5 Mio. Fr. ausgedehnt; der Erwerb inländischer Wertpapiere durch Ausländer wurde untersagt; die Einfuhr ausländischer Banknoten von über 20'000 Fr. innerhalb von drei Monaten wurde verboten, um eine Umgehung der Negativzinsen zu verhindern; die Banken hatten ihre Verbindlichkeiten in Fremdwährung durch entsprechende Forderungen in gleicher Höhe zu decken; selbst die Einführung einer Steuer auf den Umsätzen am Devisenmarkt (eine so genannte Tobin-Steuer) wurde von der Nationalbank erwogen. Siehe Bernholz (2007), Op. cit., S.197.

6. Mai 2009

8

nisch hinterher. Die Finanzindustrie mit ihrer sprichwörtlichen Innovationskraft fand laufend neue Ausweichmöglichkeiten.

- Zweitens richteten sich die Abwehrmassnahmen nur gegen Ausländer, die ihre Währungen in Schweizerfranken tauschen und in der Schweiz anlegen wollten, nicht aber gegen Inländer. Denn in Anbetracht des chronischen Leistungsbilanzüberschusses in der Schweiz genügte es, dass die schweizerische Wirtschaft weniger Dollar halten wollte, um den Franken unter Aufwertungsdruck zu setzen. Genau das war in jenen Jahren aber der Fall; Hauptgrund war die Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs der USA und einiger anderer Industrieländer. Mit anderen Worten zeigte sich, dass es nicht unbedingt der „böse ausländische Spekulant“ war, der die Probleme verursachte, mit denen sich die Nationalbank konfrontiert sah.
- Ein dritter Grund für die Wirkungslosigkeit der Kapitalimportrestriktionen mag auch darin gelegen haben, dass diese Massnahmen einen Teil des Schweizerfrankenmarkts ins Ausland trieben, wo dieser dem Einfluss und der Kontrolle der schweizerischen Behörden erst recht entzogen war.

Aufgrund dieser Erfahrungen leitete die Nationalbank 1980 eine Politik der „kontrollierten Internationalisierung“ des Schweizerfrankens ein. Das Attribut „kontrolliert“ bezog sich dabei nur noch auf den Kapitalexport. Nachdem sich nämlich die Währungslage als Folge des temporären Übergangs von der Geldmengen- zu einer Wechselkurspolitik im Verlauf des Jahres 1979 wieder beruhigt hatte, liberalisierte die Nationalbank den Kapitalimport im Laufe des Jahres 1980 vollständig. Ende August 1980 setzte der Bundesrat mit der Aufhebung des Verzinsungsverbots die letzte noch verbliebene Massnahme gegen den Zufluss ausländischer Gelder ausser Kraft. Die Kapitalexportrestriktionen wurden vorerst aufrecht erhalten, allerdings nicht mehr aus geldpolitischen Gründen, sondern in erster Linie zum Schutz des Frankenemissionsgeschäfts in der Schweiz sowie aus aussenpolitischen Gründen (Kapitalexportbeschränkungen nach Südafrika).<sup>6</sup> Es dauerte noch fast 25 Jahre, bis der Kapitalexport vollständig liberalisiert wurde. Dies geschah im Mai 2004, als mit dem Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes die letzte Restriktion, das sogenannte Ver-

<sup>6</sup> Boller, G. (2007), Verzicht auf direkte Markteingriffe, in: *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*, 315-325, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung, S.320.



6. Mai 2009

9

ankerungsprinzip, fiel. Das Verankerungsprinzip hatte verlangt, dass das Finanzinstitut, welches das Konsortium zur Emission von Franken-Wertpapieren für ausländische Schuldner anführte, ein Geschäftsdomizil in der Schweiz oder im Fürstentum Liechtenstein haben musste.

Trotz dieser Liberalisierung verlor der Schweizerfranken als internationale Währung zwischen dem Ende der 1970er Jahre und heute stark an Bedeutung. So war der Schweizerfranken vor 30 Jahren hinter dem US-Dollar noch die wichtigste Währung im internationalen Emissionsgeschäft von Anleihen und Notes.<sup>7</sup> Seither fiel der Anteil der auf Schweizerfranken lautenden Ausland-Anleihen und Ausland-Notes von etwa 10% auf nur noch 1,5% am Total der weltweit ausstehenden internationalen Anleihen und Notes.<sup>8</sup> Einen ähnlich starken Rückgang verzeichnete der Anteil der auf Schweizerfranken lautenden Auslandpositionen der Schweizer Banken gemessen am Total der Auslandpositionen in Heimwährung aller Banken weltweit; dieser Anteil fiel zwischen 1980 und 2008 von rund 9% auf 1%.<sup>9</sup> Schliesslich schwand auch die Bedeutung des Schweizerfrankens als Reservewährung massiv. Lauteten 1980 noch 3,2% der Währungsreserven der Zentralbanken weltweit auf Schweizerfranken, waren es Ende 2008 nur noch gerade 0,1%.<sup>10</sup> Dieser Rückgang in der internationalen Bedeutung des Schweizerfrankens sollte aber nicht als Misstrauensvotum gegen unsere Währung interpretiert werden, sondern er ist eine Folge der Stabilisierung, die sich seit Mitte der 1990er Jahre in der internationalen Währungslandschaft einstellte.

Nur in einer Kategorie von Finanz-Aktiven schwand die internationale Bedeutung des Schweizerfrankens im Verlauf der letzten 30 Jahre nicht, nämlich in der Kategorie der Schweizerfranken-Kredite im Ausland. Über diese Kredite wurde in letzter Zeit viel diskutiert und geschrieben, vor allem im Zusammenhang mit Osteuropa, wo deren Volumen in

<sup>7</sup> SNB (1984), Kapitalexport: Internationalisierung des Schweizerfrankens, Internes Memorandum, 10. Dezember, S.7.

<sup>8</sup> SNB (1979), Die Internationalisierung des Schweizerfrankens, Interne Studie, 17. Mai, S.21; und Bank for International Settlements (2009), Securities statistics and syndicated loans, Table 13B (International Bonds and Notes), Amounts outstanding Dec. 2008, <http://www.bis.org/statistics/secstats.htm>.

<sup>9</sup> Bank for International Settlements (2009), Locational banking statistics, Table 5A, Amounts outstanding Dec. 2008, Assets, Domestic currency, <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

<sup>10</sup> IMF (1987), Annual Report, S.60; IMF (2009), Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), update of March 31, <http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>.

6. Mai 2009

10

den letzten Jahren stark gewachsen ist. Ich möchte die Gelegenheit nutzen, folgende Punkte zu klären:

- **Erstens:** Bei diesen Schweizerfranken-Krediten in Osteuropa – also beispielsweise in Polen – handelt es sich um von lokalen Banken gewährte Darlehen; es geht hier also nicht um von Schweizer Banken vergebene Kredite! Gemäss einer internen Studie<sup>11</sup> belief sich das ausstehende Volumen an solchen lokalen Schweizerfranken-Darlehen in Osteuropa Ende 2007 auf rund 75 Mrd. Franken.<sup>12</sup> Dabei machen diese 75 Mrd. Franken etwas mehr als ein Viertel (27%) der gesamten Fremdwährungskredite in der Region (von rund 275 Mrd. Franken) aus. Damit ist die Bedeutung des Frankens als Fremdwährung in Osteuropa weit überdurchschnittlich.<sup>13</sup>
- **Zweitens:** Die Banken in der Schweiz sind am Geschäft mit Franken-Krediten an osteuropäische Gegenparteien kaum beteiligt. Gemäss SNB-Daten<sup>14</sup> betragen die gesamten Forderungen in Schweizerfranken gegenüber osteuropäischen Gegenparteien Ende 2008 lediglich rund 1,9 Mrd. Franken.
- **Drittens:** Franken-Kredite sind in Osteuropa entgegen der allgemeinen Wahrnehmung nur in einzelnen Ländern bedeutend. Es sind dies vor allem Ungarn und Polen, in geringerem Ausmass Kroatien und Rumänien. Polen und Ungarn sind mit je rund 30 Mrd. Franken die einzigen Länder Osteuropas, in denen das Volumen an Franken-Krediten dasjenige von Euro-Krediten übersteigt. In beiden Ländern machen die Franken-Kredite mehr als die Hälfte des Hypothekarmarktes aus.
- **Viertens:** Nach dem zum Teil massiven Wertverlust der osteuropäischen Währungen in den letzten Monaten ist die Situation in diesen Ländern zweifellos ernst; es gibt aber auch risikomindernde Aspekte, die man nicht ausser Acht lassen sollte. Grund-

<sup>11</sup> Brown, M., M. Peter, and S. Wehrmüller (2009), Swiss Franc Lending in Europe, Working Paper, Swiss National Bank.

<sup>12</sup> Nur Kredite an den Nichtbanken-Sektor; Interbank-Kredite wurden nicht berücksichtigt.

<sup>13</sup> In der restlichen Welt machten Ende 2007 die gesamten, im Ausland von lokalen Banken an den Nichtbanken-Sektor vergebenen Schweizerfranken-Kredite rund 7% der gesamten lokalen Fremdwährungskredite aus, was genau dem Durchschnittswert der letzten 30 Jahre entspricht. Siehe Bank for International Settlements (2009), Locational banking statistics, Table 5D, Vis-à-vis the non-bank sector, Assets, <http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm>.

<sup>14</sup> SNB, Bankenstatistisches Monatsheft April 2009, Tabelle 4Aa.

6. Mai 2009

11

sätzlich sind Fremdwährungskredite für Haushalte und Unternehmen risikoreicher als Kredite in Lokalwährung, da sie ein Wechselkursrisiko bergen. Wertet sich der Franken gegenüber dem Zloty oder Forint auf, wie dies in den letzten Monaten der Fall war, steigen die in Lokalwährung zu bezahlenden Zins- und Amortisationszahlungen eines Franken-Kredites. Ob der Kreditnehmer diese Zahlungen leisten kann, hängt in erster Linie davon ab, ob er entsprechende Einkünfte in Franken hat und somit gegen Wechselkursänderungen abgesichert ist, oder ob er ein hohes Einkommen respektive Vermögen hat. Verschiedene mikroökonomische Analysen<sup>15</sup> deuten nun darauf hin, dass die Stabilitätsrisiken im Zusammenhang mit Franken- und anderen Fremdwährungskrediten im Ausland möglicherweise kleiner sind als allgemein befürchtet. Diese Kredite sind nämlich häufig in Haushalten und Firmen konzentriert, die entweder eine hohe Risikofähigkeit besitzen oder Einkünfte in fremder Währung aufweisen.

- Und fünftens: Betrachten wir nun das gesamte Engagement der Schweizer Banken in Osteuropa<sup>16</sup> – also unabhängig von der Währung, der Art der Forderung und der Gegenpartei – so betrug dieses Engagement Ende 2008 rund 40 Mrd. Franken. Das ist zwar signifikant, machte jedoch lediglich 2% ihres gesamten Auslandengagements aus, und es ist wesentlich kleiner als das Osteuropa-Engagement der Banken in vergleichbaren Ländern: nämlich zweimal kleiner als das niederländische [85 Mrd. Fr.], zweieinhalbmal kleiner als das schwedische [105 Mrd. Fr.], dreimal kleiner als das belgische [128 Mrd. Fr.] und fast sieben Mal kleiner als das österreichische Banken-Engagement [276 Mrd. Fr.].<sup>17</sup>

<sup>15</sup> National Bank of Poland (2008), Financial Stability Report, October; Beer, Ch., S. Ongena, and M. Peter (2008), Borrowing in Foreign Currency – Austrian Households as Carry Traders, SNB Working Paper 2008-19; Brown, M., S. Ongena, and P. Yesin (2009), Foreign Currency Borrowing by Small Firms, SNB Working Paper (forthcoming).

<sup>16</sup> Inkl. Russland, Ukraine und Weissrussland, aber ohne Türkei.

<sup>17</sup> Bank for International Settlements (2009), Consolidated banking statistics, Table 9D, Preliminary data 2008Q4, <http://www.bis.org/statistics/consstats.htm>.

#### 4. Internationalisierung der Geldpolitik (seit 1999)

Wenden wir uns nun dem Thema „Internationalisierung der Geldpolitik“ zu. Wie wir eben hörten, gab die Nationalbank den Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens auf, weil diese Strategie unwirksam war. Unterstützt wurde sie in ihrer zunehmend entspannteren Haltung gegenüber der Internationalisierung unserer Währung zweifellos auch von der Tatsache, dass die internationale Bedeutung des Schweizerfrankens in den letzten 30 Jahren abnahm und das internationale Währungssystem viel stabiler wurde. Die administrativen Massnahmen gegen den Kapitalimport und -export wurden also nach und nach abgebaut und die geldpolitische Strategie mehr und mehr auf ein inländisches Zwischenziel fokussiert: Zuerst – zwischen 1980 und 1999 – auf die Kontrolle der Notenbankgeldmenge;<sup>18</sup> nach 1999 auf die Stabilisierung der mittelfristigen Inflationsprognose. Interessant ist die Feststellung, dass sich die Geldpolitik zur Zeit der Geldmengenpolitik vor 1999 nur an inländischen Grössen orientierte; dass in der neuen, seit 1999 geltenden geldpolitischen Strategie aber auch internationale Elemente vorhanden sind und kontinuierlich eine wichtigere Rolle spielen.

Die geldpolitische Strategie von 1999 stützt sich auf drei zentrale Elemente, wovon eines ein internationales ist:

- Erstens: eine explizite Definition der Preisstabilität. Gemäss dieser Definition ist Preisstabilität gegeben, wenn die am Konsumentenpreisindex gemessene Jahresteuerung auf mittlere Frist unter 2% liegt. Dabei ist – wie die Nationalbank wiederholt klar gemacht hat – ein anhaltend fallendes Preisniveau, also Deflation, mit dieser Definition ausdrücklich nicht kompatibel, woraus sich ein Bereich zwischen Null und 2% für die Jahresteuerung als sinnvolle Interpretation von Preisstabilität ergibt.
- Zweitens: eine quartalsweise veröffentlichte, breit abgestützte Inflationsprognose über einen Zeithorizont von 1 bis 3 Jahren. Diese Prognose dient als Hauptindikator bei der Festlegung der geldpolitischen Entscheidungen: Wenn die Inflations-

<sup>18</sup> Schon von 1975 bis 1978 verfolgte die SNB eine Geldmengenpolitik, aber mit der Geldmenge M1 als Zwischenziel.

6. Mai 2009

13

prognose eine Verletzung des Preisstabilitätsziels in der Zukunft signalisiert, wird eine Anpassung der Geldpolitik geprüft. Die SNB reagiert dabei aber nie mechanisch auf die Inflationsprognose, sondern trifft ihre Politikentscheide stets im Lichte ihrer Gesamtbeurteilung der Wirtschaftslage. Sie versteht ihr Preisstabilitätsziel als eine mittel- und längerfristige Verpflichtung und behält sich Flexibilität für die kurze Frist vor.

- Und drittens, das internationale Element: die operative Umsetzung der Geldpolitik über die Festlegung eines (in der Regel 100 Basispunkte umfassenden) Zielbands für den Dreimonats-Libor, den repräsentativsten Geldmarktsatz für Anlagen in Schweizerfranken, der aber ausserhalb des Heimmarkts, in London, bestimmt wird. Eine restriktivere Geldpolitik bedeutet eine Anhebung dieses Zielbands, eine lockerere Geldpolitik eine Senkung. Die Nationalbank überprüft ihr Zielband für den Dreimonats-Libor regelmässig im Lichte ihrer Inflationsprognose. Dass der Dreimonats-Libor nicht in der Schweiz bestimmt wird, stellt für die SNB dabei kein Problem dar. Denn mit ihren geldpolitischen Operationen beeinflusst sie als einzige Institution, die unbeschränkt Frankenliquidität schaffen kann, alle Geldmarktsätze für Schweizerfranken weltweit.

Internationale Elemente wurden auch kontinuierlich in das geldpolitische Instrumentarium integriert, mit welchem die geldpolitische Strategie umgesetzt wird:

- Der erste wichtige Internationalisierungs-Schritt erfolgte 1999, als die Nationalbank rund ein Jahr nach dem Start des Repohandels in Schweizerfranken auch Banken aus dem Ausland zu ihrem heute wichtigsten geldpolitischen Instrument, dem Repogeschäft, zuliess. Hier sieht man auch unser Bestreben, global tätig zu sein und uns an die veränderten Bedingungen der globalisierten Finanzmärkte anzupassen.
- Um diesen ausländischen Banken die Teilnahme an den Repogeschäften zu erleichtern, beschloss die Nationalbank gleichzeitig den zweiten Schritt: Sie akzeptierte auch gewisse in Euro denominierte erstklassige Wertpapiere als

6. Mai 2009

14

sogenannt „SNB-repofähige Effekten“, das heisst als Deckung für die im Gegenzug gewährten Franken-Darlehen.

- Der dritte wichtige Internationalisierungs-Schritt erfolgte mit dem Inkrafttreten des neuen Nationalbankgesetzes im Mai 2004: Fortan akzeptierte die Nationalbank auch auf andere Fremdwährungen lautende Wertpapiere als SNB-repofähige Effekten. So stiessen zuerst auf US-Dollar und auf britisches Pfund lautende Wertpapiere zum Universum SNB-repofähiger Effekten; ab Herbst 2007 kamen dann auch auf dänische, norwegische und schwedische Kronen lautende Wertpapiere dazu. Gegenwärtig sind Wertschriften mit einem Volumen von über 10'000 Mrd. Franken SNB-repofähig.<sup>19</sup> Davon lauten rund 75% auf Euro, 12,5% auf britisches Pfund, 4,5% auf Franken, je rund 3% auf US-Dollar und dänische Kronen, 1,5% auf schwedische Kronen und 0,5% auf norwegische Kronen. Hauptziel all dieser Internationalisierungs-Schritte des Repogeschäfts war die Erhöhung der Liquidität im Repomarkt.
- Der vierte Internationalisierungs-Schritt ist zwar nur temporär, aber trotzdem von Bedeutung: Im Jahr 2008 begann die Nationalbank, verschiedenen ausländischen Zentralbanken Schweizerfranken über Devisenswaps zur Verfügung zu stellen. Die drei Devisenswap-Abkommen mit der Europäischen Zentralbank (seit 20. Oktober 2008), der Nationalbank von Polen (seit 17. November 2008) und der Nationalbank von Ungarn (seit 2. Februar 2009) ermöglichen es den drei genannten Zentralbanken, bei der Schweizerischen Nationalbank Liquidität in Schweizerfranken gegen Euro zu beziehen. Anfang April 2009 schloss die Nationalbank auch eine Devisenswap-Vereinbarung mit dem US-amerikanischen Fed ab, welche es dem Fed erlaubt, bei Bedarf Liquidität in Franken gegen US-Dollar zu beziehen. Ziel dieser Devisenswaps ist es, den genannten ausländischen Zentralbanken Schweizerfranken-Liquidität zur Zuteilung an die Banken in ihrem Einflussbereich zur Verfügung zu stellen, um dadurch die starke Nachfrage nach Franken zu befriedigen. Während die Nationalbank also früher die

<sup>19</sup> Zum Vergleich: Ende März 2009 hatte die Nationalbank Forderungen aus Repogeschäften in Schweizerfranken von rund 57 Mrd. Franken ausstehend.

6. Mai 2009

15

Internationalisierung des Frankens bekämpfte, ist sie heute bereit, international Franken anzubieten, um damit den Frankenmarkt zu stabilisieren.

Damit – meine Damen und Herren – möchte ich meine Gedanken zur Internationalisierung der schweizerischen Geldpolitik abschliessen. Wie Sie gesehen haben, hat die Nationalbank immer in Kauf genommen, dass der Schweizerfranken global gehandelt wird. In den letzten Jahrzehnten ist sie zudem eine global tätige Notenbank geworden. In dieser Hinsicht ist sie einmalig. Viele Notenbanken beschränken ihre Operationen normalerweise auf ihren Binnenmarkt – nicht so die SNB.

Der Kampf gegen die Internationalisierung des Schweizerfrankens und die Internationalisierung der Geldpolitik sind zwei unterschiedliche Strategien. Beide haben ein gemeinsames Ziel, nämlich dem Einfluss des Franken-Wechselkurses auf die schweizerische Geldpolitik Rechnung zu tragen. Der Franken ist heute kein eigenständiges Ziel der Geldpolitik; er ist aber weiterhin ein zentraler Bestimmungsfaktor der Inflation und der Konjunktur in der Schweiz. Ein stärkerer Franken dämpft die Importpreisentwicklung und die Konjunktur, was den Inflationstrend abschwächt. Umgekehrt ist es im Falle einer Frankenschwäche. Über seinen Einfluss auf die mittelfristige Inflationsprognose wird der Wechselkurs in die geldpolitische Lagebeurteilung integriert.

Weil die Schweiz im Moment am Rande einer deflationären Entwicklung steht, haben wir anlässlich unserer letzten geldpolitischen Lagebeurteilung Mitte März angekündigt, dass wir eine weitere Verstärkung des Frankens mit Devisenkäufen verhindern wollen. Angesichts der schweren Rezession der Schweizer Wirtschaft und Zinsen von faktisch Null sind die Devisenkäufe der Nationalbank ein ergänzendes Notinstrument zur Bekämpfung der Deflationsgefahr. Die Inflationsprognose der Nationalbank vom März geht von einer negativen Inflation im laufenden Jahr sowie von einer Null-Inflation in den Jahren 2010 und 2011 aus. Eine weitere Aufwertung des Frankens birgt die Gefahr einer nachhaltigen deflationären Dynamik in der Schweiz. Dies gilt es mit allen Mitteln zu verhindern. Mit den Devisenkäufen soll sichergestellt werden, dass die aktuellen monetären Rahmenbedingungen nicht durch eine unerwünschte, weitere Aufwertung des Frankens gestrafft werden. Zudem sind Devisenkäufe im heutigen Umfeld unser stärkstes Instrument, um eine monetäre Lockerung herbeizuführen und damit eine Deflation abzuwenden. Es geht hier also in

6. Mai 2009

16

keiner Weise um eine „kompetitive Abwertungspolitik“, mit der sich die Schweiz mit einem schwachen Franken auf Kosten anderer Länder Vorteile verschafft. Der Entscheid, Devisen zu kaufen, ist eine Versicherung gegen eine drohende, weitere Aufwertung des Frankens in einem wirtschaftlich sehr schwierigen, von Unsicherheiten geprägten Umfeld. Solange sich dieses Umfeld nicht verbessert und solange die Deflationsrisiken im Rahmen unseres geldpolitischen Konzeptes ersichtlich sind, werden wir an dieser Versicherungsstrategie resolut festhalten.

## 5. Schlussbemerkungen und Ausblick

Nach dem Zusammenbruch des fixen Wechselkurssystems von Bretton Woods soll Fritz Leutwiler, der damalige Nationalbank-Präsident, im Jahre 1974 zu einem seiner Berater gesagt haben: „Wissen Sie, ich habe keine Ahnung, wie man Geldpolitik unter flexiblen Wechselkursen macht. Das einzige, womit ich mich in meinem Leben beschäftigt habe, ist die Frage: wie können wir die Kapitalzuflüsse bekämpfen; wie können wir verhindern, dass zu viel Geld in die Schweiz hineinkommt?“<sup>20</sup>

Zum Glück haben sich die Rahmenbedingungen unterdessen stark geändert. Sie sind stabiler geworden, was die Umsetzung der Geldpolitik leichter machte. Gleich geblieben ist die Tatsache, dass wir gelegentlich mit Kapitalzuflüssen und plötzlicher Frankenaufwertung konfrontiert sind. Im Unterschied zu früher sind – zum einen – diese Störungen heute aufgrund der allgemein höheren Stabilität in Europa und dem Rest der Welt weniger gross; zum anderen erlaubt uns unsere „internationalisierte geldpolitische Strategie“, besser auf diese Störungen zu reagieren.

Die Nationalbank internationalisierte ihre geldpolitische Strategie im Laufe der letzten 30 Jahre vor dem Hintergrund der fortschreitenden Globalisierung und der Beruhigung der weltweiten Währungsverhältnisse. Ziel aller Strategieanpassungen war dabei stets, die Wirksamkeit der Geldpolitik zu erhöhen. Gerade diese Internationalisierung aber – und das mag im ersten Moment paradox tönen – hat es der Nationalbank ermöglicht, ihre geldpoli-

<sup>20</sup> Bernholz (2007), Op.cit., S.184.



6. Mai 2009

17

tische Unabhängigkeit zu bewahren. So erfolgen unsere Zinsentscheide in Bezug auf den Zeitpunkt und das Ausmass unabhängig von der Europäischen Zentralbank. Auch der Zinsbonus gegenüber Europa ist noch immer eine Realität. Und schliesslich ist das Produkt „Schweizerfranken“ auf den internationalen Märkten eine eigene Marke geblieben.

Die neue, internationalisierte geldpolitische Strategie aus dem Jahre 1999 wird aller Voraussicht nach nicht der Weisheit letzter Schluss sein. Wie jede andere Strategie wird sich auch diese in Zukunft immer wieder neu zu bewähren haben. Geldpolitik wird auch in Zukunft zugleich ein Handwerk und eine Kunst bleiben. Die Nationalbank hat in ihrer über hundertjährigen Geschichte ihre Wandlungsfähigkeit wiederholt unter Beweis gestellt. Was sich hingegen nie geändert hat, ist die Fokussierung auf ihr Ziel, die Inflation so tief wie möglich zu halten. Zwar muss der Vollständigkeit halber festgehalten werden, dass während der ersten 66 Jahre ihrer Existenz die Sicherung der Preisstabilität bloss eines von mehreren Zielen der Notenbankpolitik war. Seit dem Zusammenbruch des fixen Wechselkurssystems von Bretton Woods im Jahr 1973 ist die Gewährleistung der Preisstabilität aber ohne jeden Zweifel das Hauptziel unserer Geld- und Währungspolitik. Dem Erreichen dieses Ziels – meine Damen und Herren – werden auch in Zukunft all unsere Anstrengungen gewidmet sein.