

Embargo: 6. Mai 2009, 9 Uhr

Geldpolitik im Bann der Finanzkrise

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank*

State Street Global Advisors (SSgA) Prima Talk,
Anlageprofis im Dialog

6. Mai 2009

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

Einleitung

Der Krise an den globalen Finanzmärkten folgte mittlerweile ein scharfer Einbruch der Weltkonjunktur. Unausweichlich ist auch die Schweizer Volkswirtschaft in den konjunkturellen Abwärtssog geraten. Im laufenden Jahr erleben wir hierzulande die schärfste Rezession seit Mitte der 1970er Jahre. Die negative Konjunktorentwicklung bringt für die mittlere Frist auch Deflationsrisiken mit sich. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat daher die geldpolitischen Rahmenbedingungen in den letzten Monaten massiv gelockert. Seit März 2009 setzt die SNB hierzu auch auf den Einsatz unkonventioneller Massnahmen. Eine erste Zwischenbilanz fällt positiv aus. So konnte eine unerwünschte Verschärfung der monetären Bedingungen bislang verhindert werden. In diesem Referat werde ich zunächst die prekäre Lage an den Finanzmärkten und bei der Konjunktur schildern. Anschliessend werde ich die geldpolitische Reaktion der SNB aufzeigen und dabei auch erste Wirkungen des Einsatzes unkonventioneller Massnahmen kommentieren. Mit einem Ausblick auf Schweizer Konjunktur und Geldpolitik möchte ich dann mein Referat schliessen.

Finanzmärkte und Konjunktur im Stress

Eine ungewöhnlich lang anhaltende Phase niedriger Zinsen, tiefer Volatilitäten, kräftiger Kursgewinne an den Aktienmärkten und einer beiseitigen Hausse an den Immobilienmärkten in den USA und Europa mündete im Sommer 2007 in den Ausbruch einer massiven Finanzmarktkrise. In der Zwischenzeit hat sie ein epochales Ausmass angenommen. So ist die aktuelle Börsenentwicklung einzig mit jener von 1929 vergleichbar (Abbildung 3). Bei Licht besehen zeigt sich sogar, dass die aktuelle Börsenbaisse noch deutlich schärfer ist. Denn: Der Kursanstieg im Vorfeld der aktuellen Krise verlief im Vergleich zur Kurshausse 1929 deutlich gradueller. Somit erlitt ein Anleger, der ein Jahr vor dem jeweiligen Dow-Jones-Höchststand eine Long-Position eingegangen ist, in der gegenwärtigen Krise einen deutlich höheren Kursverlust als 1929. Zudem dürften die Vermögensverluste durch die aktuelle Krise diejenigen von 1929 deutlich übertreffen, da die Marktkapitalisierung der Aktienmärkte gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP) heute wesentlich höher ist. Aller Einzigartigkeit zum Trotz zeigten sich in der jüngsten Krise jedoch auch die üblichen Krisensymptome. Plötzlich wurde aus Vertrauen Unsicherheit, aus

Berechenbarkeit Volatilität und aus Risikofreude Risikoaversion. Ein explosionsartiger Anstieg der Risikoprämien war die Folge (Abbildung 4).

Die dramatische Zuspitzung der Krise an den internationalen Finanzmärkten im Herbst 2008 hat mittlerweile zur tiefsten Rezession der Weltwirtschaft seit der Grossen Depression geführt. Die konjunkturelle Abwärtsdynamik erfolgte ungewöhnlich rasch und auf globaler sowie sektoraler Ebene breit abgestützt. Zudem löste sie negative Rückkopplungen auf den Bankensektor und die Finanzmärkte aus, die wiederum zu einer weiteren Verschärfung der Finanzkrise beitrugen. Infolgedessen kam es zu einer radikalen Umschwung in den Konjunkturaussichten und zu einer laufenden Korrektur der Wachstumsprognosen nach unten (Abbildung 5). Unausweichlich geriet auch die Schweiz in den konjunkturellen Abwärtssog. Dabei wirkte sich die starke Aussenhandels- und Finanzmarktorientierung der Schweizer Volkswirtschaft zunehmend nachteilig aus. Seit dem zweiten Halbjahr 2008 befindet sich die Schweizer Volkswirtschaft in der Rezession, und 2009 wird konjunkturell ein ausgesprochen düsteres Jahr. Besonders problematisch ist der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Die desolante Nachfragesituation und die unterausgelasteten Kapazitäten sowie die tieferen Rohölpreise haben weltweit einen massiven Disinflationsprozess eingeleitet, woraufhin die mittelfristigen Inflationserwartungen deutlich nach unten korrigiert wurden (Abbildung 6). In einigen Ländern ist auch das Deflationsrisiko gestiegen. In der Schweiz ist die Inflation von einem Höchstwert von 3.1% im Juli 2008 bis auf -0.4% im März 2009 zurückgefallen.

Reaktion der Geldpolitik

In der Schweiz reagierten wir auf die dramatische Verschlechterung der Finanz- und Wirtschaftslage mit einer starken Lockerung der Geldpolitik. Wir haben den angestrebten Wert für den Dreimonats-Libor zwischen September 2008 und März 2009 in fünf Schritten um insgesamt 250 BP auf 0.25% gesenkt. Bereits zuvor hatten wir durch die Stabilisierung des Dreimonats-Libors einen Anstieg der Risikoprämien im Geldmarkt während der Finanzmarktkrise laufend ausgeglichen 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 8).

Die SNB reagierte konsequent auf die Spannungen im nationalen und internationalen Franken-Geldmarkt und stellte dem Bankensystem bei Bedarf grosszügig Liquidität mit verschiedenen Laufzeiten in praktisch unlimitiertem Ausmass zur Verfügung. Die Versorgung des europäischen Marktes mit Franken wurde durch Devisenswap-Abkommen mit der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie der polnischen und ungarischen Zentralbank gewährleistet. Dabei gilt es festzuhalten, dass alle Repo- und Swap-Geschäfte, ob national oder international, auf gesicherter Basis und zeitlich limitiert erfolgen. Die SNB unterstützt auch eine privatwirtschaftliche Lösung für den Refinanzierungs-Ausgleich am Interbankenmarkt. So kann unter Einbindung der Pfandbriefbank und unter Rückgriff auf Schweizer Pfandbriefe ein Refinanzierungs-Ungleichgewicht zwischen den Schweizer Grossbanken und anderen Banken in der Schweiz überbrückt werden.

Nicht nur in der Schweiz, sondern weltweit wurde der monetäre Restriktionsgrad massiv gelockert. So haben viele Zentralbanken ihre Leitzinsen nahe an Null und somit auf historische Tiefststände herangeführt (Abbildung 9). Mit Ausnahme der japanischen Zentralbank lag das jeweilige Leitzinsniveau zu Krisenbeginn allerdings teilweise deutlich oberhalb desjenigen der SNB. Infolgedessen stiessen wir insbesondere im Vergleich mit den anderen europäischen Zentralbanken mit dem Einsatz unserer konventionellen Instrumente früher an die Nullzinsgrenze (Abbildung 10). Dies stellte uns vor grosse Herausforderungen. Einerseits erforderten verschiedene Faktoren eine weitere geldpolitische Lockerung. So etwa die im Winterhalbjahr 2008/09 eingetretene massive Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage, die deutlich gestiegenen Deflationsrisiken und die verschärften Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt. Andererseits bestand die Gefahr einer unerwünschten Straffung der monetären Bedingungen durch eine sich fortsetzende Frankenaufwertung – entweder als Folge einer Verringerung der Zinsdifferenz durch geldpolitische Massnahmen ausländischer Zentralbanken oder als Folge einer Flucht in den Franken als sicheren Hafen. Um keine Verschärfung der schweizerischen Geldpolitik durch exogene Faktoren hinzunehmen, sondern im Gegenteil die Liquidität in der Schweizer Wirtschaft weiter substantiell zu erhöhen, beschlossen wir an der Lagebeurteilung vom 12. März 2009 neben einer Senkung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor um 0.25 Prozentpunkte auf 0% - 0.75%, drei unkonventionelle Massnahmen. Erstens gehen wir noch

mehr längerfristige Repo-Geschäfte mit den Banken ein. Zweitens erwerben wir Frankenobligationen privater schweizerischer Schuldner, um eine Senkung der Risiko- und Fristigkeitsprämien auf dem Schweizer Kapitalmarkt herbeizuführen. Drittens kaufen wir Devisen, um eine weitere Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern (Abbildung 11 und 12). Die Devisenkäufe der SNB sind als Versicherung gegen eine drohende und unerwünscht starke Aufwertung des Frankens zu verstehen. Die Devisenkäufe der SNB schützen die Schweizer Wirtschaft vor problematischen Wechselkursbewegungen, die zu einer Deflation führen können. Die Devisenkäufe der SNB haben daher nichts mit einer „beggar-thy-neighbour“-Politik zu tun und dürfen keineswegs als Beginn eines Abwertungswettlaufs oder eines Währungskrieges fehlinterpretiert werden. Devisenkäufe ergänzen unser geldpolitisches Instrumentarium in Zeiten der Nullzinspolitik. Es geht darum, durch frühzeitiges Eingreifen zu verhindern, dass es im weiteren Krisenverlauf zu einem Überschüssen des Frankens und damit zu einer unwillkommenen Straffung der monetären Bedingungen kommt.

Für ein abschliessendes Urteil über unseren Einsatz unkonventioneller Massnahmen ist es derzeit noch zu früh. Eine erste Zwischenbilanz fällt positiv aus. Auf dem Schweizer Geldmarkt setzen sich Entspannungstendenzen spürbarer durch: Der Dreimonats-Libor in Franken glitt bis auf 40 BP zurück. Die Risikoprämie – gemessen am Dreimonats-Libor/TOIS-Spread – sank auf 31 BP (Abbildung 13). Diese ist nun deutlich kleiner als bei anderen wichtigen Währungen. Weiter leisteten unsere Kapitalmarkt-Massnahmen einen Beitrag dazu, dass sich die Fristigkeits- und insbesondere die Kreditrisikoprämien am Schweizer Kapitalmarkt leicht zurückbildeten (Abbildung 14). Schliesslich konnten die Devisenkäufe den Aufwertungstrend des Frankens gegenüber dem Euro bisher wirkungsvoll eindämmen und die EURCHF-Volatilität deutlich reduzieren (Abbildung 15). Die Entwicklung am Devisenmarkt beobachten wir weiterhin intensiv. Wir werden unsere Politik mit allen uns zur Verfügung stehenden Mittel umsetzen und entschlossen gegen eine Aufwertung des Frankens zum Euro vorgehen.

Ausblick

Die Schweizer Volkswirtschaft erfährt gegenwärtig den schärfsten konjunkturellen Einbruch seit Mitte der 1970er Jahre. Für das Gesamtjahr 2009 rechnen wir mit einem (negativen)

Wachstum des realen Bruttoinlandprodukts in einer Grössenordnung von bis zu -3.0%. In der kurzen Frist sind die Risiken auch bei der Preisentwicklung gegen unten gerichtet. Gemäss unserer jüngsten Prognose wird die Inflation im Jahresverlauf 2009 weiter nachgeben und einen Tiefpunkt von -1% aufweisen. Die durchschnittliche Teuerung wird 2009 voraussichtlich bei -0.5% liegen. Unter der Voraussetzung einer wirtschaftlichen Besserung bei unseren wichtigsten Handelspartnern und einer Stabilisierung der Finanzmärkte sollte die konjunkturelle Talsohle auch hierzulande durchschritten werden. Im Ausland hat sich jüngsten eine gewisse Bodenbildung bei wichtigen Indikatoren ergeben. Im Verlauf des Jahres 2010 erwarten wir daher eine leichte Konjunkturerholung, wobei die Inflation 2010 und 2011 mit einer durchschnittlichen Jahreststeuerung von nahe bei Null (Abbildung 17 und 18) weiter tief bleiben wird.

Die ungewöhnlich starke Abwärtsdynamik der Weltkonjunktur, die weiterhin hohe Ungewissheit über die tatsächliche Situation des Finanzsektors und die ungewissen Folgewirkungen der historisch einmaligen, massiven wirtschaftspolitischen Interventionen führen zu Risiken für die Prognose. Aus Schweizer Sicht überwiegen im Moment immer noch die Abwärtsrisiken. Zu nennen wären beispielsweise eine unerwartete Hartnäckigkeit der rezessiven und deflationären Tendenzen sowie eine massive Verschärfung der Kreditbedingungen in der Schweiz (Abbildung 19). Vor diesem Hintergrund ist entschlossenes geldpolitisches Handeln elementar. Wir können damit zwar die Rezession in diesem Jahr nicht verhindern, aber einen massgeblichen Beitrag leisten, um Schlimmeres von der Schweizer Volkswirtschaft abzuwehren. Die dezidierte Umsetzung unseres geldpolitischen Entscheids vom 12. März 2009 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 (Abbildung 20).

Gleichzeitig darf der heutige Einsatz unkonventioneller Massnahmen unser primäres Ziel, Erhalt der Preisstabilität in der mittleren und langen Frist, nicht gefährden. Die Frage, wie die mittelfristig notwendige Rückführung der massiven Liquiditätsausweitung optimal erfolgen soll, ist absolut zentral. Dabei ist der Liquiditätsabbau technisch zügig und problemlos durchführbar, da viele unkonventionelle Massnahmen bei Nichterneuerung

automatisch auslaufen und wir mit den SNB Bills über ein effizientes Abschöpfungsinstrument verfügen. Praktisch stellt die Festlegung des optimalen Ausstiegszeitpunktes in Realzeit die Geldpolitik indes vor grosse Herausforderungen (Abbildung 21). Zum einen erfassen Modelle und Indikatoren zur Einschätzungen der Inflationsrisiken die unkonventionellen Massnahmen und die historisch nahezu einmalige Finanz- und Konjunkturkrise nur unzureichend. Bei der Festsetzung des rechtzeitigen Ausstiegszeitpunktes spielt daher die richtige Einschätzung der Verantwortlichen eine wichtige Rolle. Zum anderen wird es Standhaftigkeit gegenüber politischem Druck erfordern, um rechtzeitig unpopuläre, jedoch erforderliche Korrekturmassnahmen zu ergreifen. Wir sind und bleiben der Sicherung der langfristigen Preisstabilität verpflichtet.

SWISS NATIONAL BANK
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
SWISS NATIONAL BANK

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

Geldpolitik im Bann der Finanzkrise

Thomas J. Jordan

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

**State Street Global Advisors (SSgA) Prime Talk,
Anlageprofis im Dialog
6. Mai 2009**

1

SWISS NATIONAL BANK
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
SWISS NATIONAL BANK

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

Überblick

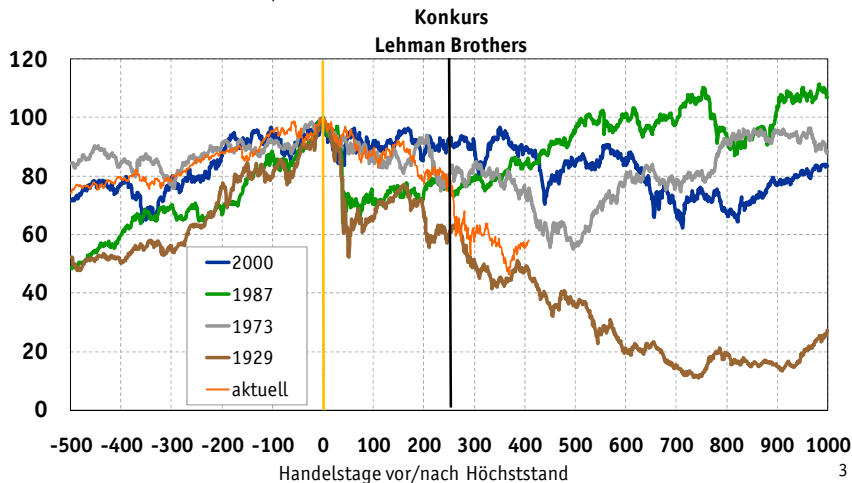
- **Finanzmärkte und Konjunktur im Stress**
- **Reaktion der Geldpolitik**
- **Ausblick**

2

Epochale Finanzmarktkrise

Vergleich Aktienkursentwicklung

Dow Jones-Aktienindex, Höchststand=100

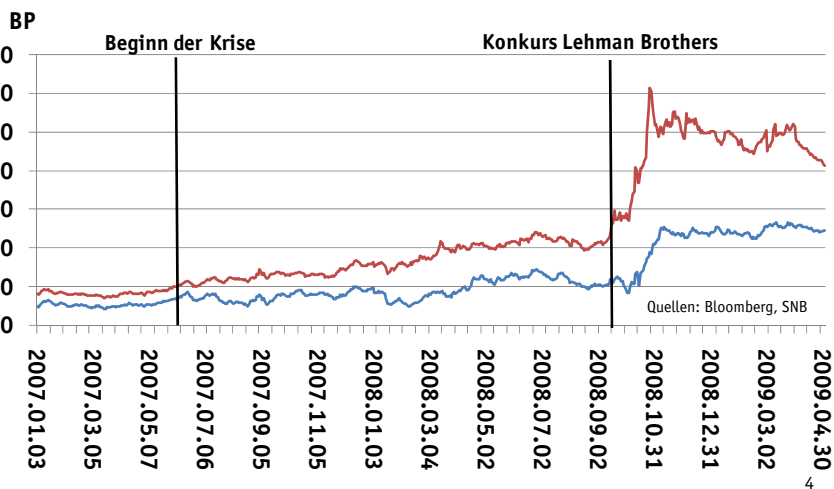


Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

Explosion der Kreditrisikoprämie

Kreditrisikoprämie

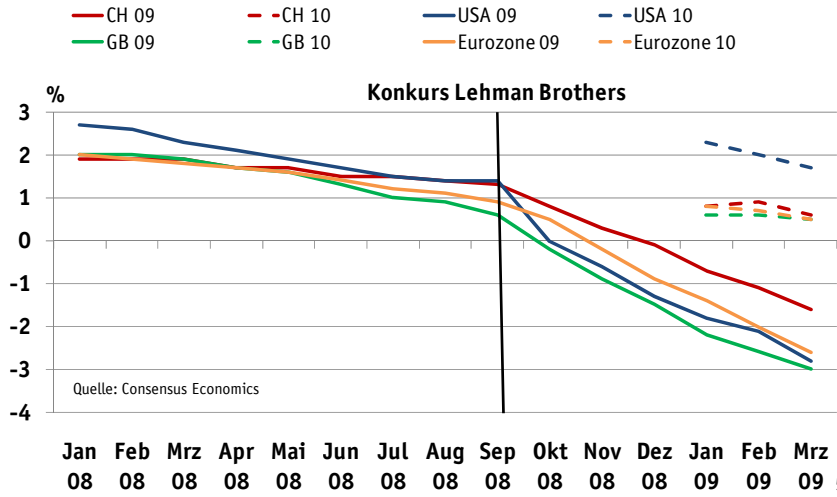
— AAA bonds - OIS — BBB bonds - OIS



Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

Massiver Konjunkturinbruch

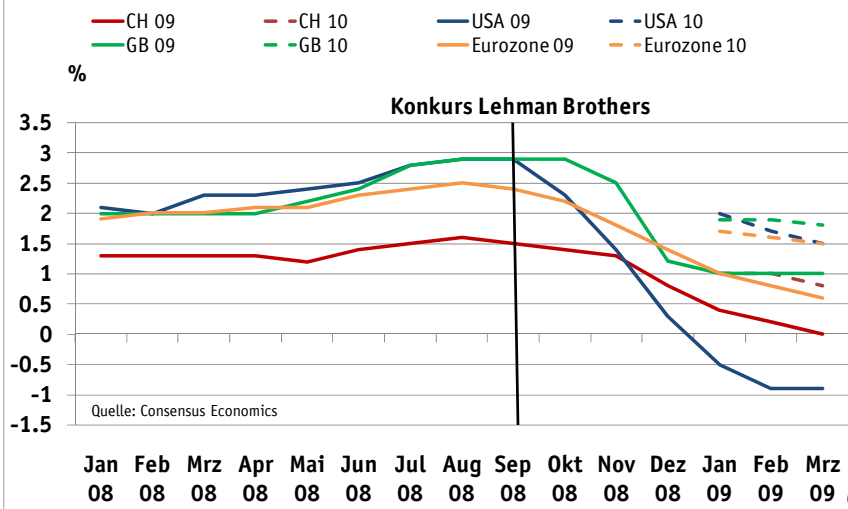
Consensus-Prognose BIP-Wachstum 2009 und 2010



Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

Disinflation und Deflationsgefahr

Consensus-Prognose Inflation 2009 und 2010



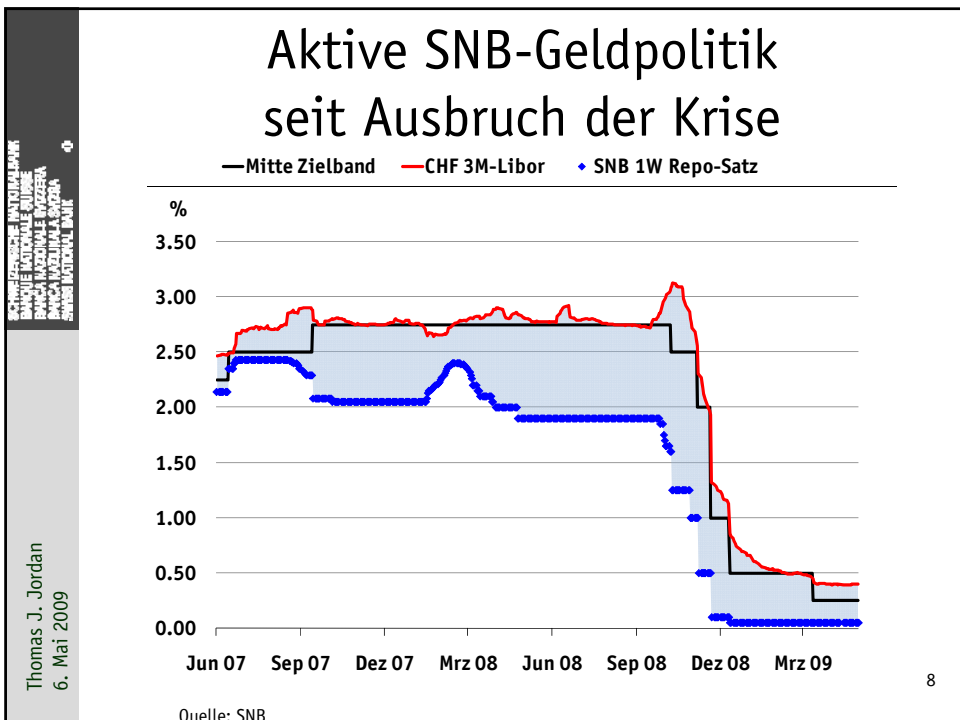
Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

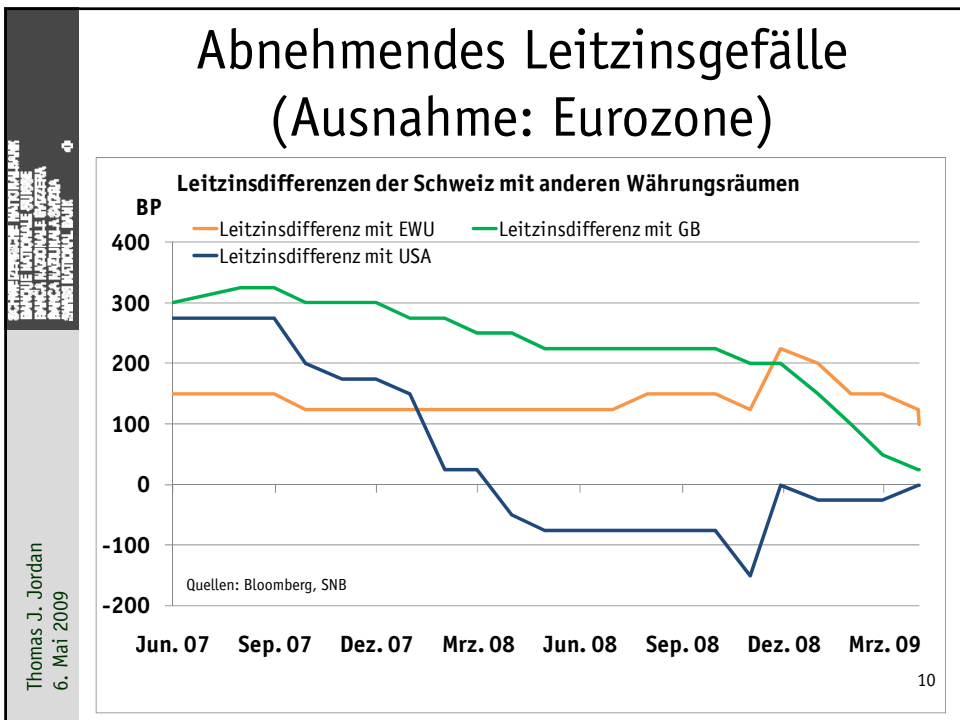
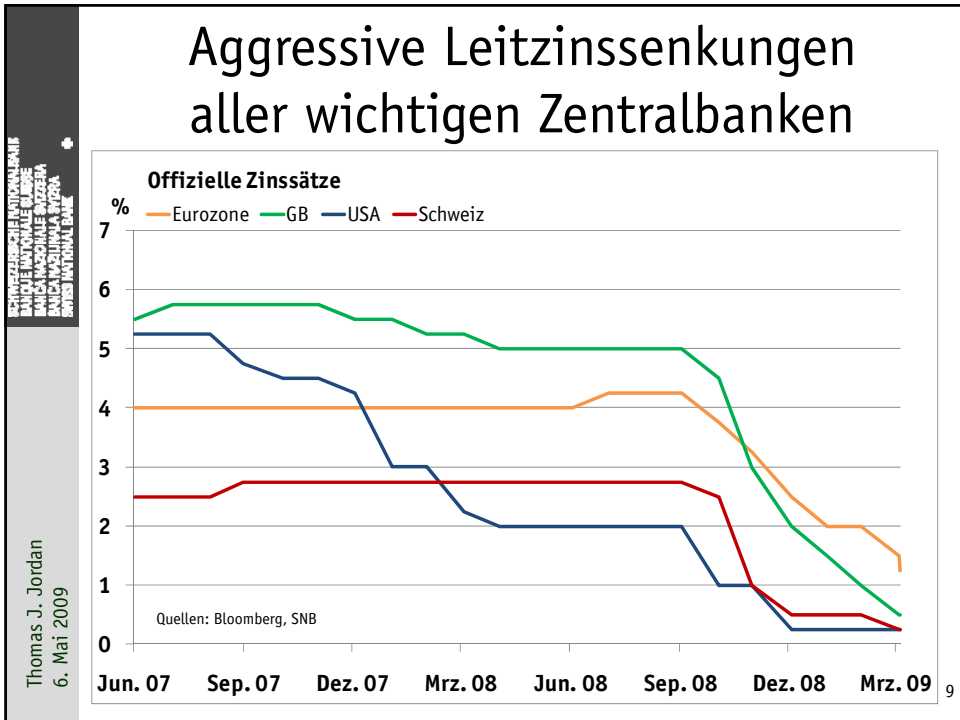
SIXTIEREWEISSER FORTUNALEHREND
 BANK FÜR KUNST UND KUNST
 BANK FÜR KUNST UND KUNST
 BANK FÜR KUNST UND KUNST
 BANK FÜR KUNST UND KUNST
 SIXTIEREWEISSER FORTUNALEHREND

Reaktion der Geldpolitik

Thomas J. Jordan
 6. Mai 2009

7





SNB Entscheid vom 12. März 2009

Dilemma für SNB Geldpolitik:

Weiterer Stimulus nötig aber Reposatz faktisch bei Null und Risiko einer Verringerung der Zinsdifferenz durch ausländische Geldpolitik

Ziele:

- Senkung Dreimonats-Libor auf 25 BP
- Senkung Risiko- und Fristigkeitsprämien bei Franken-Anleihen
- Vermeidung einer Frankenaufwertung

11

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

SWISS NATIONAL BANK
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANK O'NACIONAL SUÍÇA
BANKA NACJONALNA Szwajcarska
BANCA NAZIONALE SVIZZERA

SNB Entscheid vom 12. März 2009

Einsatz unkonventioneller Massnahmen:

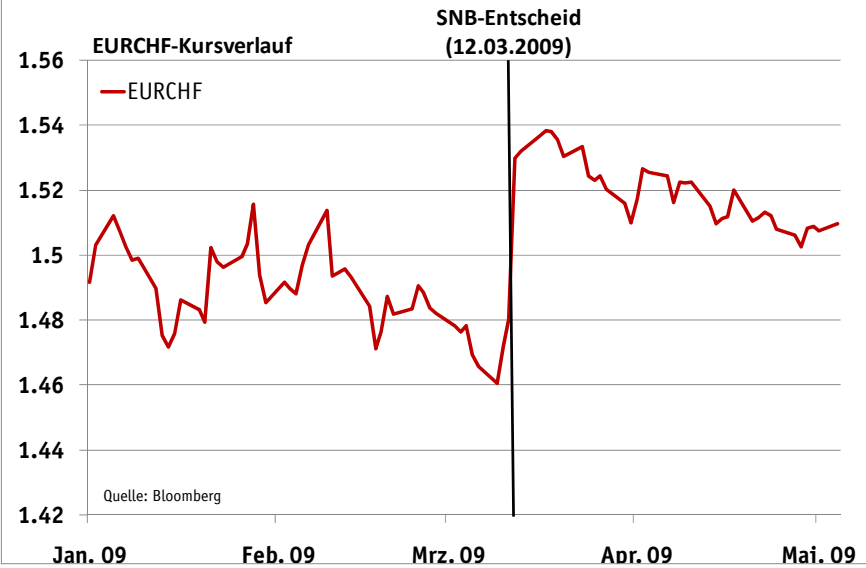
- Mehr langfristige Repo-Geschäfte
- Kauf von CHF-Obligationen privater Schuldner
- Kauf von Devisen

12

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

SWISS NATIONAL BANK
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANK O'NACIONAL SUÍÇA
BANCA NAZIONALE SVIZZERA

Stopp der CHF-Aufwertung



Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS

Ausblick

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS
SECHS SPRACHEN: ITALIANO, FRANÇAIS, ALLEMANDE, ESPAGNOL, PORTUGAIS, ANGLAIS

Risiken für die Schweiz

- Langatmige Rezession der Weltwirtschaft
- Weltweiter Deflationsdruck
- Verschärfung der globalen Finanzmarktkrise
- Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken
- Verschärfung der Kreditbedingungen

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

19

Entschlossene Geldpolitik der SNB

- Dezidierte Umsetzung der geldpolitischen Entschlüsse vom 12. März 2009 zur...
- ...Abwehr der Deflation und Stützung der Konjunktur
- Trotz Nullzins bleibt SNB Geldpolitik handlungsfähig dank unkonventioneller Massnahmen

Thomas J. Jordan
6. Mai 2009

20

SNB Verpflichtung zur Preisstabilität

- Primäres Ziel der SNB unverändert: Erhalt der Preisstabilität
- Reduktion der massiven Liquiditätsausdehnung über die Zeit nötig
- Reduktion der massiven Liquiditätsausdehnung technisch problemlos möglich
- Grösste Herausforderung: Bestimmung des richtigen Zeitpunktes für den Ausstieg