

Embargo: 25. September 2009, 09:15

Der Schweizer Franken und die Finanzmarktkrise

Thomas J. Jordan*
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Kapitalmarktforum 2009
der WGZ-Bank Luxembourg SA
Luxembourg, 24./25. September 2009

* Der Referent dankt Caesar Lack und Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

1 Einleitung

Wie Luxemburg ist auch die Schweiz eine kleine offene Volkswirtschaft mit einem bedeutenden Exportsektor und einem hoch entwickelten Finanzsektor. Die volkswirtschaftlichen Erfahrungen unserer beiden Länder in der Finanzmarktkrise stimmen daher wohl in weiten Teilen überein – beide Länder sind von der Krise vor allem über einen Einbruch der Exportnachfrage und über ihr international exponiertes Finanzsystem getroffen worden. Ein wichtiger Unterschied zwischen unseren Ländern besteht jedoch darin, dass die Schweiz über ihre eigene Währung verfügt. Eine eigene Währung ist Fluch und Segen zugleich. Eine eigene Währung ermöglicht eine den nationalen Gegebenheiten und Zielen angepasste Geldpolitik und erhöht die Freiheitsgrade bei der Inflationskontrolle und bei der Dämpfung von Konjunkturschwankungen beträchtlich. Eine eigene Währung kann aber auch Probleme verursachen, nämlich dann, wenn der Wechselkurs nicht mehr die Entwicklungen in der Realwirtschaft widerspiegelt, sondern zum Spielball der Finanzmärkte wird. Die Finanzmarktkrise hat der Schweiz sowohl die positiven wie auch die negativen Seiten einer eigenen Währung erneut vor Augen geführt. Im Zentrum meines heutigen Referats steht daher der Schweizer Franken und dabei insbesondere seine Rolle vor und während der globalen Finanzmarktkrise, die seit Mitte 2007 andauert.

2. Der Schweizer Franken und die Schweizer Wirtschaft

Bedeutung des Frankens für die Exporte

Als kleine offene Volkswirtschaft ist die Schweiz stark von der Wirtschaftsentwicklung im Ausland abhängig. Betrachtet man das Schweizer Bruttoinlandprodukt (BIP) aus der Optik der Verwendungsseite (Abbildung 1), so ist ein Hauptfaktor für einen grossen Teil des Wirtschaftswachstums wie auch der Konjunkturschwankungen verantwortlich, nämlich die Exporte. Im Jahre 2008 betragen die Exporte 57% des gesamten BIP. Mehr als jeder zweite Franken wird somit im Ausland verdient, mit steigender Tendenz. Die realen Exporte stiegen seit 1989 jährlich im Durchschnitt um 4,4%, die Importe um 3,8%, was beides deutlich über dem durchschnittlichen realen Wirtschaftswachstum von 1,6% in diesem Zeitraum liegt. Die Nettoexporte haben in den vergangenen 20 Jahren rund einen Drittel zum Wachstum des BIP beigetragen.

Die Schattenseite der hohen Exportabhängigkeit ist die hohe Volatilität der Exporte – Schwankungen in der Exportnachfrage sind für einen grossen Teil der Konjunkturschwankungen in der Schweiz verantwortlich. Während Konjunkturzyklen in grossen Volkswirtschaften wie zum Beispiel den USA oder Europa meist endogen von den Investitionen oder vom Konsum angestossen werden, wird der Konjunkturzyklus in der Schweiz klar vom Export getrieben.

Ein wesentlicher Bestimmungsfaktor der Exporte ist deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit, die vom Aussenwert des Schweizer Frankens stark geprägt wird. Dabei ist festzuhalten, dass aufgrund der trägen Entwicklung der Güterpreise reale und nominelle Veränderungen des Aussenwerts in der kurzen Frist praktisch identisch sind. Frankenaufwertungen gingen in der Vergangenheit tendenziell mit einem Rückgang der Exporte und somit der Konjunktur einher, Abwertungen führten jeweils tendenziell zu einem Anstieg der Exporte (Abbildung 2). Die Entwicklung des Frankenkurses ist für die Entwicklung der Exporte bzw. deren Volatilität und somit der Schweizer Konjunktur von grosser Bedeutung.

Die Finanzmarktkrise führte zu einem massiven Einbruch der Nachfrage nach unseren Exporten. Vom dritten Quartal 2008 bis Mitte 2009 waren die Exporte von Gütern und Dienstleistungen real insgesamt um 16% rückläufig. Ein Exportrückgang in dieser Grössenordnung ist für die Schweiz absolut einmalig – nie zuvor, zumindest nicht in den vergangenen 40 Jahren, in welchen makroökonomische Quartalsdaten für die Schweiz erhältlich sind, erlebte die Schweiz auch nur einen annähernd grossen Rückgang ihrer Exporte.

Zusätzlich zum massiven Einbruch der Nachfrage lastete auf der Exportindustrie die Aufwertung des Frankens, welche als Reaktion auf die Finanzmarktkrise Mitte 2007 einsetzte. Gerade in dieser äusserst schwierigen Situation wurde die Wettbewerbsfähigkeit unserer Exportindustrie dadurch deutlich geschwächt. Die Schweiz ist sich eine starke Währung gewohnt; unsere Exportindustrie konnte mit der strukturellen Frankenaufwertung in den vergangenen Jahrzehnten gut umgehen. Die historische Stärke des Frankens ist ja nicht zuletzt eine Folge unseres kompetitiven und starken Exportsektors. Eine heftige und plötzliche finanzmarktinduzierte Aufwertung des Frankens jedoch, die einzig auf die Safe Haven-Rolle des Frankens zurückgeht und zeitlich zusammenfällt mit einer tiefen weltweiten Rezession, einem Rekordrückgang der Nachfrage nach unseren Exporten und einer sehr tiefen Inflationsrate, richtet grossen Schaden an. Dies veranlasste die SNB im März 2009 schliesslich zur Intervention auf den Devisenmärkten, worauf ich später noch genauer eingehen werde.

Bedeutung des Schweizer Frankens für den Finanzsektor

Ein zweiter wichtiger Wachstums- und Konjunkturtreiber in der Schweiz ist der Finanzsektor. Hatte der Anteil des Finanzsektors an der schweizerischen Wertschöpfung vor 20 Jahren erst 8% betragen, so war dieser Anteil im Jahr 2007 auf rund 13% angestiegen.¹ Kumuliert trugen die Banken und Versicherungen über die vergangenen 20 Jahre rund ein Viertel zum gesamten Wirtschaftswachstum bei (Abbildung 3) – bis zum Jahr 2007 war es sogar rund ein Drittel. Auch hier besteht die Kehrseite der Medaille darin, dass dieser Sektor über eine sehr volatile Wertschöpfung verfügt. Betrachtet man den Verlauf des BIP gemäss Produktions-

1 Definiert als Kreditgewerbe (NOGA65) und Versicherungsgewerbe (NOGA66), also ohne den Immobiliensektor. Quelle: SECO, BIP Schweiz gemäss Produktionsansatz, August 2009.

ansatz, so stammt ein wesentlicher Teil der Varianz der Konjunkturschwankungen aus dem Finanzsektor.

Die Erfolgsgeschichte des schweizerischen Finanzsektors dürfte nicht zuletzt auf die Existenz des Schweizer Frankens zurückzuführen sein. Sein Geld in der Schweiz anlegen hiess früher meist, sein Geld in Schweizer Franken anlegen. Neben den stabilen politischen, institutionellen und sozialen Rahmenbedingungen war und ist die monetäre Stabilität der Schweiz, verkörpert im Schweizer Franken, ein Grundpfeiler, auf dem der Schweizer Finanzplatz entstand und auch heute noch gedeiht.

Der Franken spielte über lange Jahre eine bedeutende internationale Rolle. Bis in die 1980er-Jahre stand seine Rolle als internationale Investitions- und Anlagewährung in keinem Verhältnis zu der relativ bescheidenen volkswirtschaftlichen Grösse der Schweiz. Die Sonderrolle des Frankens hat sich in den vergangenen Jahren etwas relativiert, nicht zuletzt deshalb, weil heute die Konkurrenz an frei handelbaren, stabilen, liquiden und vertrauenswürdigen Währungen deutlich grösser ist als noch vor 30 oder 40 Jahren. Trotzdem spielt der Franken gemessen an der Grösse der Schweizer Volkswirtschaft auch heute noch international eine überproportionale Rolle. Dies möchte ich anhand der Devisenmärkte illustrieren (Abbildung 4). Bei traditionellen Devisengeschäften (Kassa- und Termingeschäften) beispielsweise ist der Franken nach dem Dollar, dem Euro, dem japanischen Yen und dem britischen Pfund die fünftwichtigste Währung. Der Anteil des Frankens am Gesamtumsatz auf den internationalen Devisenmärkten lag bei der letzten Zentralbankumfrage von 2007 bei 3,4%.²

Die Zeiten des Frankens als Hauptdenomination von Anlagen bei Schweizer Banken sind längst vorbei, unter anderem auch, weil die Portfolios der ausländischen Kunden von Schweizer Banken heute breit diversifiziert sind. Dennoch ist der Franken auch heute noch ein wichtiger Erfolgsfaktor für den Finanzplatz Schweiz. So erlaubt der Franken den Schweizer Banken zum Beispiel eine günstige Refinanzierung und sichert ihnen einen stabilen Heimmarkt.

Bedeutung des Schweizer Frankens für die Inflation

Letztlich ist für die SNB nicht nur die Wirkung des Frankens auf die Konjunktur, sondern vor allem auch auf die Preisentwicklung von Interesse, da das prioritäre Ziel der SNB die Wahrung der Preisstabilität ist. Entwicklungen des Wechselkurses wirken einerseits über die Konjunktorentwicklung indirekt und verzögert auf die Preise: Ein schwächerer Franken stützt die Konjunktur, was die Inflation tendenziell ansteigen lässt, ein stärkerer Franken schwächt die Konjunktur, was tendenziell inflationshemmend wirkt.

² Alternativ kann gesagt werden, dass der Franken in 6,8% aller Devisentransaktionen involviert war, wobei sich das Total dann aber auf 200% summiert. Quelle: BIZ, Triennial Central Bank Survey 2007.

Andererseits wirkt der Frankenkurs über die Importpreise aber auch direkt und mit nur geringer Verzögerung auf das Preisniveau in der Schweiz. Der grösste Teil der Volatilität der schweizerischen Inflationsrate ist auf die Preise der Importe zurückzuführen (Abbildung 5), diese wiederum werden nicht zuletzt auch durch den Wechselkurs bestimmt. Relativ direkt und unverzögert werden Wechselkursschwankungen insbesondere über die Preise für Heizöl und Treibstoffe weitergegeben. Deren Gewicht im schweizerischen Konsumentenpreisindex beträgt 4,8%.

Bedeutung des Schweizer Frankens für die SNB

Die Interessen bezüglich des Wechselkurses divergieren zwischen den Exporteuren von Gütern und den Exporteuren von Finanzdienstleistungen. Erstere sind an einem möglichst schwachen Franken interessiert, während letztere eher einen starken Franken bevorzugen, da ein starker Franken nicht zuletzt auch ein psychologisches Signal für die Solidität des Finanzplatzes setzt. Die SNB schliesslich hat im Normalfall kein Ziel für den Wechselkurs. Vielmehr ist sie an geringen Schwankungen des Wechselkurses interessiert, weil dadurch auch die Konjunktur- und Inflationsvolatilität möglichst gering bleibt. Ihr Ziel, die Wahrung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur, verfolgt die Nationalbank im seit 2000 gültigen geldpolitischen Konzept über die Steuerung des 3M-Libor. Als Hauptindikator dient ihr dabei eine Inflationsprognose über drei Jahre. Zuvor, das heisst nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen und bis ins Jahr 1999, hatte sie sich für ihre Geldpolitik an den Geldmengen orientiert und ihre Politik vorwiegend über Devisenswaps implementiert. Der Wechselkurs war und ist eine wichtige Determinante der schweizerischen Konjunktur- und Preisentwicklung und wird dementsprechend bei der Festlegung der Geldpolitik bzw. des Zinsniveaus berücksichtigt. Der Kurs des Frankens war jedoch abgesehen von einzelnen, kurzen Phasen seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen im Jahre 1973 grundsätzlich nie ein Ziel der Geldpolitik.

Nur in ganz seltenen Ausnahmesituationen wich die SNB vom Prinzip ab, nicht direkt in den Devisenmarkt einzugreifen. Im Herbst 1978 intervenierte sie massiv, um einen starken Frankenanstieg zu bremsen und so die schweizerische Wirtschaft vor einem Kollaps zu bewahren. Im Frühling 1992 kaufte sie Franken, um einer übermässigen Abschwächung des Frankens entgegenzuwirken. Im Vorfeld der Einführung des Euro warnte sie die Märkte, dass sie eine etwaige massive Aufwertung des Frankens nicht tolerieren würde. Zu einer Intervention kam es jedoch nicht, da der Euro-Franken-Kurs sich nach Einführung des Euro kaum bewegte. Grosse Aufmerksamkeit widmete die SNB dem Wechselkurs auch in der Phase 2001 bis 2003. Allerdings konnte damals der starke Aufwertungsdruck allein mit massiven Zinssenkungen und verbalen Interventionen gelindert werden. Eine direkte Einflussnahme auf den Wechselkurs wurde schliesslich im März dieses Jahres notwendig, nachdem sich der Franken aufgrund seiner Safe Haven-Rolle stark aufgewertet hatte und die SNB über keinen Zinssenkungsspielraum mehr verfügte.

3. Der Schweizer Franken – ein Safe Haven

Fundamentale Aufwertung vs. Safe Haven

Der Schweizer Franken hat den Ruf, eine starke Währung zu sein. Ein Teil dieses Rufes geht darauf zurück, dass sich der Franken seit den fruhlen 1970er-Jahren real deutlich aufgewertet hat (Abbildung 6). Der ansteigende Trend ist insbesondere bis Mitte der 1990er-Jahre deutlich sichtbar. In den vergangenen 15 Jahren scheint der Aufwärtstrend allerdings zum Stillstand gekommen zu sein. Insbesondere die Frankenschwache von Mitte 2006 bis Mitte 2007 stört das Bild einer andauernden Trendaufwertung.

Der langfristige Aufwärtstrend des Frankens ist auf fundamentale realwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen, insbesondere die hohen Produktivitätsfortschritte unserer Exportwirtschaft im Vergleich zum Binnensektor (sog. Balassa Samuelson-Effekt) sowie auf Verbesserungen der Terms of Trade, also den vergleichsweise stärkeren Preisanstieg unserer Exporte als unserer Importe.

Der zweite Grund, weshalb der Franken als starke Währung wahrgenommen wird, geht auf den Safe Haven-Effekt zurück.³ Im Gegensatz zu den oben beschriebenen realwirtschaftlich begründeten und permanenten Einflüssen auf den Frankenkurs handelt es sich beim Safe Haven-Effekt um finanzmarktinduzierte transitorische Schwankungen des Frankenkurses. Die Safe Haven-Rolle des Frankens äusserte sich jeweils in der Form eines starken nominalen wie realen Aufwertungsdrucks in Zeiten internationaler politischer oder wirtschaftlicher Krisen. Als Gründe für die Safe Haven-Funktion des Frankens werden einerseits die politische, institutionelle, soziale und finanzpolitische Stabilität der Schweiz genannt, andererseits dürften aber auch monetäre Faktoren wie die über viele Jahrzehnte tiefe und stabile Inflationsrate, die Unabhängigkeit der SNB und ihre komfortablen Devisenreserven oder auch die hohe Sparquote und das hohe Netto-Auslandvermogen der Schweiz eine Rolle spielen.

Die Safe Haven-Funktion des Frankens birgt Vor- und Nachteile. Der Vorteil dürfte im sogenannten Zinsbonus bestehen, der als Kehrseite dieser Funktion betrachtet werden kann. Es gibt auf der Welt nur sehr wenige Safe Haven, also Vermögenswerte, welche positiv mit Risikoaversion korreliert sind, und welche es internationalen Investoren erlauben, sich gegen Krisen abzusichern. Dementsprechend teuer muss diese Versicherung erkauft werden, und zwar in der Form von relativ tiefen Zinsen auf Franken-Anlagen. Die Schweiz weist historisch sehr tiefe Nominal- und Realzinsen auf, die meist unter den entsprechenden europäischen Zinssätzen lagen. Tiefe Zinsen sind für eine Volkswirtschaft von Nutzen, da sie es erlauben, mit einem hohen Kapitalstock zu produzieren. Dies wiederum ermöglicht eine hohe Arbeitsproduktivität und dementsprechend hohe Löhne.

³ Zum Safe Haven-Effekt siehe A. Rinaldo und P. Soderlind (2007): Safe Haven Currencies, SNB Working Paper Nr. 2007-17.

Der Nachteil der Safe Haven-Rolle des Frankens liegt darin, dass dadurch unter Umständen langanhaltende und signifikante Abweichungen des realen Wechselkurses von einem fundamental gerechtfertigten Gleichgewicht verursacht werden können. Dies ist aus volkswirtschaftlicher Sicht unerwünscht. Solche Abweichungen sind zudem prozyklischer Natur – im weltwirtschaftlichen Aufschwung und bei fallender Risikoaversion heizt ein schwacher Franken die Konjunktur zusätzlich an, in der Krise bremst die Safe Haven-Aufwertung bei steigender Risikoaversion die Konjunktur zusätzlich ab.

Safe Haven vor und während der Finanzmarktkrise

Die Safe Haven-Rolle des Frankens war im Vorfeld der Finanzmarktkrise des Öfteren in Frage gestellt worden, da der Franken über mehrere Jahre hinweg keine kriseninduzierten Aufwertungsschübe mehr erlebt hatte. Die letzte eindeutige Safe Haven-Reaktion des Frankens wurde nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 beobachtet.

Die Finanzmarktkrise hat nun nachdrücklich gezeigt, dass der Franken immer noch den Charakter eines Safe Haven besitzt. Die Aufwertungen, welche der Franken im Sommer 2007, Frühjahr 2008, Herbst 2008 und Frühjahr 2009 erfuhr, gingen jeweils mit einer Zuspitzung der Finanzmarktkrise einher, was auf den andauernden Safe Haven-Charakter des Frankens hindeutet. Dass dieser Effekt in den Jahren vor der Finanzmarktkrise weitgehend ausgeblieben war, lässt nicht den Schluss zu, dass der Franken diese Rolle verloren hatte. Grund dafür war vielmehr, dass sich über mehrere Jahre hinweg keine bedeutende Krise mehr ereignet hatte, die den Safe Haven-Charakter des Frankens hätten erkennen lassen können.

Diese Erkenntnis erlaubt es auch, die Abschwächung des Frankens im Vorfeld der Finanzmarktkrise, nämlich in der Phase von 2005 bis Sommer 2007, neu zu interpretieren. Die Gründe für diese Abschwächung sind nicht unumstritten. Im Nachhinein gesehen dürfte die Eigenschaft des Frankens, ein Safe Haven zu sein, eine grössere Rolle gespielt haben als damals allgemein vermutet. Die Jahre vor der Krise waren durch eine stark abnehmende Risikoaversion an den Finanzmärkten geprägt. Diese abnehmende Risikoaversion, die mit der Verwendung des Frankens als Verschuldungswährung in Carry Trades im weitesten Sinne einher ging, dürfte zumindest mitverantwortlich für die Frankenabschwächung in diesen Jahren gewesen sein. Der Safe Haven-Charakter des Frankens wirkt sich somit in beide Richtungen aus – eine zunehmende Risikoaversion stärkt den Franken, eine abnehmende Risikoaversion hingegen schwächt den Franken. Üblicherweise wird der Safe Haven-Charakter des Frankens nur im Zusammenhang mit einer Aufwertung des Frankens genannt. Dies ist insofern verständlich, als eine Zunahme der Risikoaversion und ein Anstieg des Frankens in der Vergangenheit oft sehr abrupt erfolgten, womit diese Korrelation deutlicher ersichtlich wurde. Bedeutend schwieriger nachzuweisen und daher auch viel weniger augenfällig ist dieser Zusammenhang in einer langjährigen Phase abnehmender Risikoaversion und eines sich allmählich abschwächenden Frankens.

Illustration der Safe Haven-Rolle

Ich möchte im folgenden die Safe Haven-Rolle des Frankens anhand zweier Beispiele illustrieren. Der VIX ist ein bekannter Risikoindikator, welcher die impliziten Volatilitäten von Optionen auf den amerikanischen Aktienmarkt (S&P500-Index) misst. Von Finanzmarktteilnehmern wird er oft auch "fear index" genannt, da sich in ihm die Ängste und Hoffnungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Sollte der Franken tatsächlich die Funktion eines Safe Haven erfüllen, dann müsste sein Wechselkurs mit einem derartigen Angst-Index korreliert sein. Dies ist in der Tat der Fall - trägt man den VIX gegen den Franken auf, dann ist ein deutlicher Zusammenhang erkennbar (Abbildung 7). Besonders stark war die Korrelation in der Zeit um den Fall von Lehman Brothers, als der VIX innert kurzer Zeit von 20 auf 80 anstieg und sich der Franken (gemessen am nominalen effektiven Wechselkurs) um knapp 10% verteuerte.

Die tiefen Franken-Zinsen, welche die Kehrseite der Safe Haven-Rolle darstellen, machen den Franken wie erwähnt als Verschuldungswährung für Carry Trades attraktiv. Ein Carry Trade ist eine Anlagestrategie, bei welcher sich ein Investor in einer Tiefzinswährung verschuldet und in einer höher verzinsten Währung investiert. Der Aufbau von Carry Trades beinhaltet den Verkauf der Tiefzinswährung und den Kauf der höher verzinsten Währung und führt daher zu einer Schwächung der ersteren und einer Stärkung der letzteren Währung. Fällt die Risikoaversion, führt dies tendenziell zu einem Aufbau von Carry Trades und einer Schwächung der Tiefzinswährung. Steigt die Risikoaversion, führt dies zu einem Abbau von Carry Trades und einer Stärkung der Tiefzinswährung. Die Verwendung einer Währung als Verschuldungswährung im Carry Trade verstärkt somit den Safe Haven-Effekt.

Es bestehen nun Anzeichen dafür, dass der Franken in den vergangenen Jahren vermehrt als Verschuldungswährung im Carry Trade im weitesten Sinne verwendet wurde. Zu diesen Carry Trades zähle ich nicht zuletzt auch die Vergabe von Franken-Hypotheken in Österreich und Osteuropa.⁴ Der japanische Yen war aufgrund seiner tiefen Zinsen über viele Jahre die wichtigste Verschuldungswährung im Carry Trade. Ein Anzeichen dafür, dass der Carry Trade auch beim Franken eine Rolle spielte, wäre eine positive Korrelation des Frankens mit dem Yen. Tatsächlich ist die entsprechende Korrelation des Frankens schon im Vorfeld der Finanzmarktkrise stark angestiegen (Abbildung 8). Im Krisensommer 2008 stieg sie auf bis 80%. Dies ist ein weiteres starkes Indiz für die Verwendung des Frankens im Carry Trade sowie seine Rolle als Safe Haven.

⁴ Zu Frankenkrediten in Österreich siehe Ch. Beer, S. Ongena und M. Peter (2008), Borrowing in Foreign Currency: Austrian Households as Carry Traders, SNB Working Paper Nr. 2008-19.

4. Deviseninterventionen der SNB

Die Finanzmarktkrise und der heftige Konjunkturunbruch hatten die SNB dazu veranlasst, ihre Geldpolitik im Herbst des Jahres 2008 mehrmals und massiv zu lockern. Nach vier rasch aufeinander folgenden Zinssenkungen lag der angestrebte Wert für den 3M-Libor Ende 2008 bei nur noch 50 Basispunkten und der Repozatz für Geldmarktgeschäfte zwischen den Geschäftsbanken und der SNB bei gerade noch 5 Basispunkten.

In diese für die Schweizer Wirtschaft ohnehin schon kritische Phase fiel nun eine starke Aufwertung des Frankens. Die Aufwertung stellte eine deutliche und unerwünschte Verschärfung der monetären Bedingungen dar. Angesichts der gigantischen Vermögensverluste an den Finanzmärkten, des markanten Konjunkturunbruchs und des sinkenden Preisniveaus hielt die SNB daher eine weitere deutliche geldpolitische Expansion für notwendig, um Deflationsrisiken abzuwehren und die Konjunktur zu stützen. Da sie mit dem Zinsinstrument mittlerweile faktisch bei Null angelangt war, waren ihre konventionellen Mittel jedoch ausgeschöpft. Am 12. März 2009 gab die SNB bekannt, zur Lockerung der Geldpolitik und Erhöhung der Liquidität unkonventionelle Massnahmen einzusetzen. Neben einer weiteren Senkung des Zielbandes für den 3M-Libor um 25 Basispunkte begann die SNB, Franken-Obligationen privater Schuldner zu erwerben und Devisenkäufe auf dem Markt zu tätigen. Mit den Devisenkäufen wollen wir eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro verhindern.

Die Devisenkäufe sind aber nicht nur im Lichte ihrer direkten Wechselkurswirkung zu sehen. Vielmehr sind sie ein ergänzendes Instrument zur Expansion der Geldpolitik und zur Ausweitung der Liquidität in einer Situation, in der das Zinsinstrument nicht mehr eingesetzt werden kann, weil die Zinsen nicht unter Null gesenkt werden können. Im Gegensatz zu andern Währungsräumen ist der einheimische Schweizerfranken-Obligationenmarkt relativ klein, was die Möglichkeit einer quantitativen Lockerung über den Erwerb von Obligationen begrenzte und es notwendig machte, dass die SNB die erwünschte Geldmengenausweitung vor allem über das Wechselkursinstrument vornehmen musste.

Was die direkte Wechselkurswirkung betrifft, so möchte ich hervorheben, dass es bei den Deviseninterventionen nicht darum geht, den Franken gewissermassen kompetitiv abzuwerten. Das Ziel der Deviseninterventionen war und ist es vielmehr, einer ökonomisch nicht gerechtfertigten Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro in einer Krisensituation Einhalt zu gebieten. Per Saldo hat sich der Franken im Gegensatz zu anderen Währungen in der Krise deutlich aufgewertet, wie sich am realen effektiven Wechselkurs (Abbildung 6) ablesen lässt. Demzufolge trifft auch der vereinzelt erhobene Vorwurf nicht zu, dass die SNB mit ihrer Politik einem internationalen Abwertungswettbewerb Vorschub leiste.

Die Devisenkäufe haben bisher ihren Zweck erfüllt. Die Aufwertung des Frankens konnte gestoppt und die Deflationsrisiken reduziert werden. Gleichzeitig gelang es, die Liquidität wie gewünscht zu erhöhen und die Volatilität des Wechselkurses zur Währung unseres

Haupthandelspartners, dem Euro, deutlich zu verringern. Es gelang uns damit, die Märkte von unserer Entschlossenheit zu überzeugen. Damit dürfte auch die Glaubwürdigkeit unserer Geldpolitik längerfristig profitiert haben.

Ein Vergleich der aktuellen Markterwartungen bezüglich des Euro-Franken-Kurses mit denjenigen kurz vor dem 12. März zeigt die Wirkung unserer Politik (Abbildung 9). Die Verteilung der Erwartungen bezüglich des zukünftigen Kursverlaufs ist heute viel enger als vor den Interventionen. Die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf hat somit deutlich abgenommen.⁵ Die aktuelle Verteilung ist zudem rechtsschief, das heisst, dass sie nach rechts langsamer abfällt als nach links. Eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro um einen bestimmten Betrag, ausgehend vom Modus der Verteilung, wird somit als weniger wahrscheinlich angesehen als eine Abwertung des Frankens um denselben Betrag. Dies war kurz vor dem 12. März nicht der Fall – damals war die Verteilung praktisch symmetrisch. Die Art der Verteilung spiegelt die Erwartung, dass die SNB zur Zeit eine Aufwertung des Frankens verhindern würde.

5. Ausblick

Lassen Sie mich meine Ausführungen mit einem kurzen Ausblick auf die schweizerische Geldpolitik und auf den Schweizer Franken beenden. Anlässlich unserer vierteljährlichen Lagebeurteilung von letzter Woche haben wir beschlossen, unsere expansive Geldpolitik unverändert fortführen. Bezüglich des Wechselkurses heisst das, dass wir einer Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro weiterhin entschieden entgegenwirken.

Zwar haben sich die Wachstums- und Konjunkturaussichten für die Schweiz in den letzten Wochen aufgrund der weltwirtschaftlichen Entwicklungen verbessert. Sie sind aber weiterhin nicht ausgesprochen rosig. In diesem Jahr dürfte das schweizerische BIP zwischen 1,5% und 2,0% schrumpfen. Diese Entwicklung ist deutlich besser als noch vor wenigen Wochen angenommen. Aber aus heutiger Sicht wird der erwartete Aufschwung in der Schweiz in den kommenden Quartalen nicht rasant sein und die Arbeitslosigkeit dürfte weiter zunehmen. Die Unsicherheit bezüglich der Weltkonjunktur wie auch bezüglich der Nachhaltigkeit der Erholung des Finanzsektors bleibt vorerst sehr gross. In der kurzen Frist kann sogar das erneute Aufflackern eines deflationärer Drucks nicht ganz ausgeschlossen werden. Eine Korrektur unserer Geldpolitik im heutigen Umfeld wäre daher eindeutig verfrüht.

Wir sind uns allerdings bewusst, dass die gegenwärtige expansive Geldpolitik nicht endlos weitergeführt werden kann, ohne die Preisstabilität in der langen Frist zu gefährden. Das optimale Timing des Übergangs von der Nullzinspolitik zur traditionellen Zinspolitik ist schwierig zu bestimmen – ein zu früher Ausstieg gefährdet den Aufschwung, ein zu später

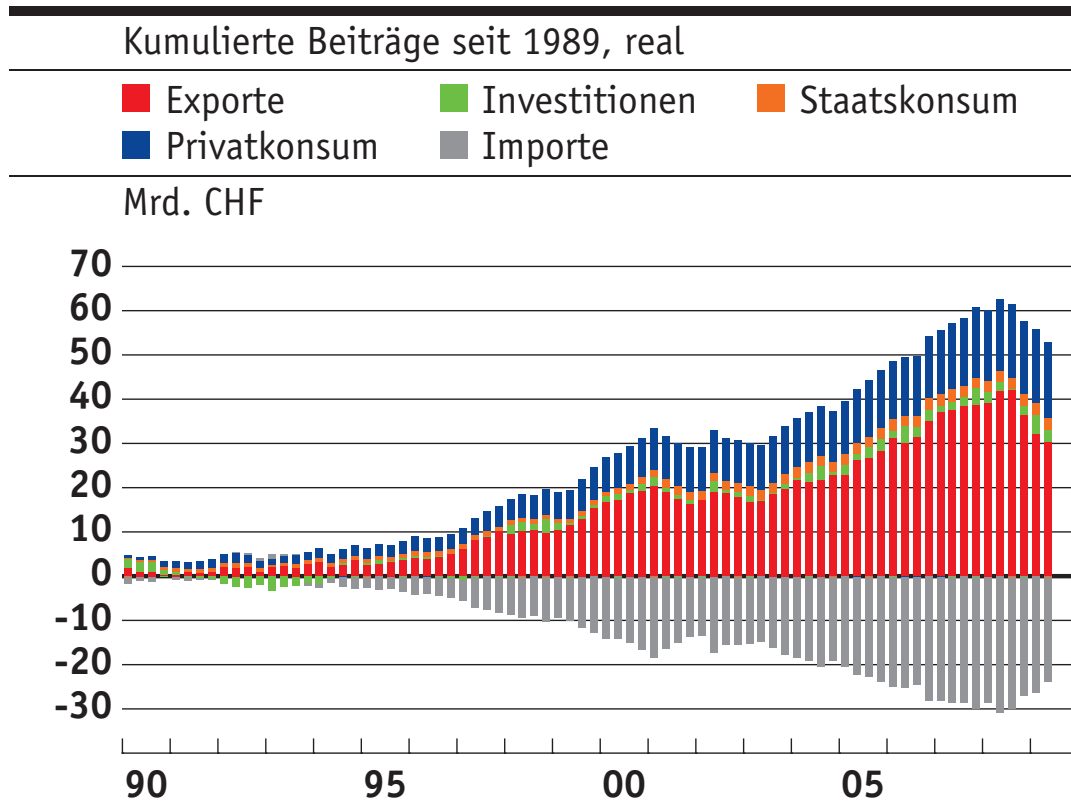
⁵ Die Berechnung der Dichtefunktion basiert auf T. Mancini Griffoli, Ch. Meyer und P. Söderlind (2009): Forex interventions and market expectations, the role of interest rate levels, SNB mimeo.

Ausstieg birgt Inflationsrisiken. Die Festlegung des richtigen Ausstiegszeitpunktes muss zudem aufgrund einer umfassenden Risikoanalyse erfolgen, da viele Modelle und Indikatoren durch die Schocks der Finanzmarktkrise an Aussagekraft eingebüsst haben. Die Geldpolitik wird daher auch über die nächste Zeit eine spannende und herausfordernde Sache bleiben.

Wie sieht die Zukunft des Frankens aus? Die Finanzmarktkrise hat aufgezeigt, dass der Franken immer noch den Status eines Safe Haven besitzt. Das Vertrauen, welches die Finanzmärkte damit der Schweiz und dem Franken aussprechen, erfüllt uns selbstverständlich mit Stolz. Die durch die Safe Haven-Funktion des Frankens verursachten prozyklischen Wechselkurschwankungen betrachten wir hingegen mit einer gewissen Sorge. Wegen seiner Bedeutung für Inflation und Konjunktur wird die SNB auch in Zukunft, das heisst auch nach dem Abklingen der Finanz- und Wirtschaftskrise, den Wechselkurs des Frankens genau verfolgen und ihn in ihrer Geldpolitik entsprechend berücksichtigen. Nach dem Ausstieg aus der Nullzinspolitik wird dies aber wieder weitgehend über die konventionelle Zinssteuerung erfolgen.

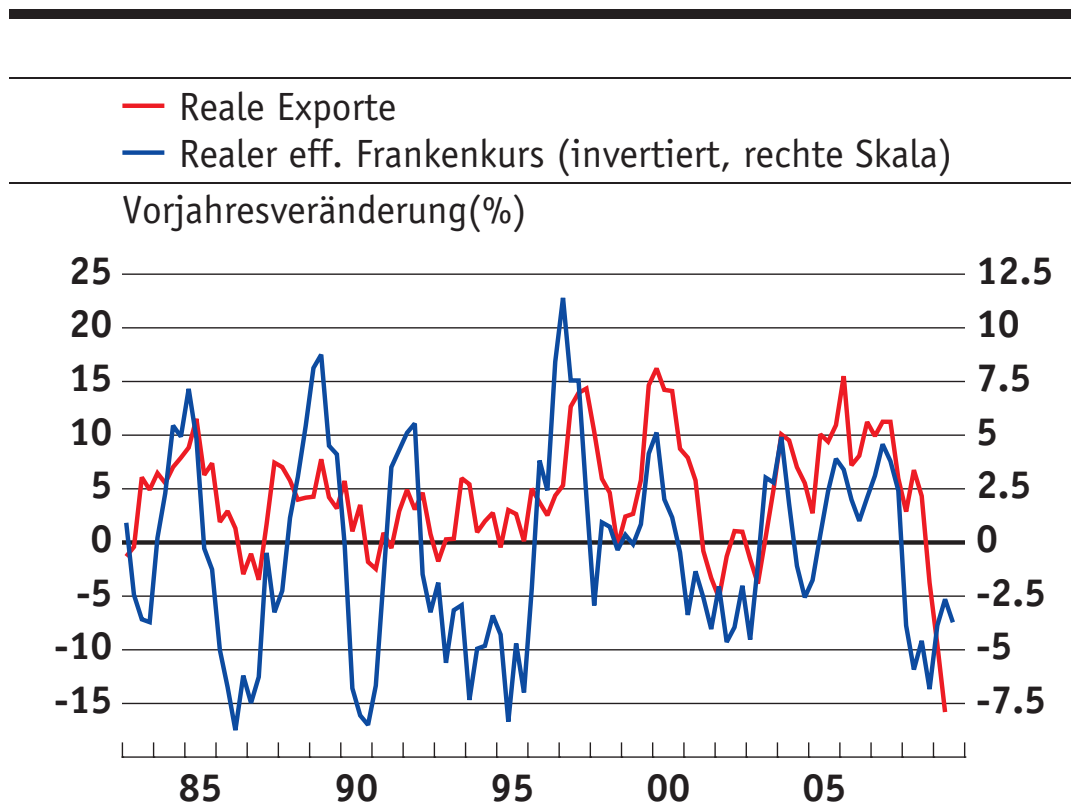
Die SNB hat in der Vergangenheit in seltenen Notsituationen direkt in das Wechselkursgeschehen eingegriffen. Wir denken nicht, dass durch diese Interventionen die internationale Bedeutung des Frankens und der Zinsbonus beeinträchtigt werden. Die Märkte verstehen, dass ausserordentliche Umstände ausserordentliche Massnahmen erfordern. Die Geschehnisse auf den Finanzmärkten und der Einbruch der Weltwirtschaft in den letzten zwei Jahre dürfen ohne Übertreibung als ausserordentlich bezeichnet werden.

Abb. 1. BIP gemäss Verwendungsansatz



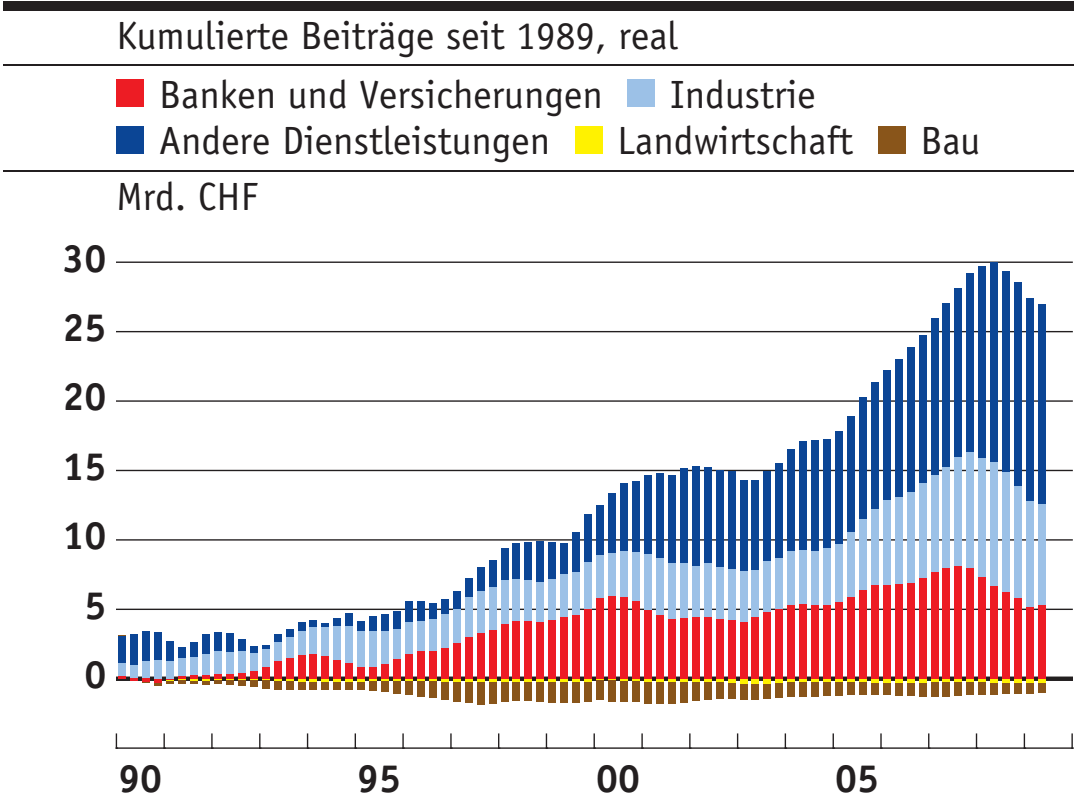
Quelle: SNB Markets Analysis Platform, SECO

Abb. 2. Schweizer Exporte und Frankenkurs



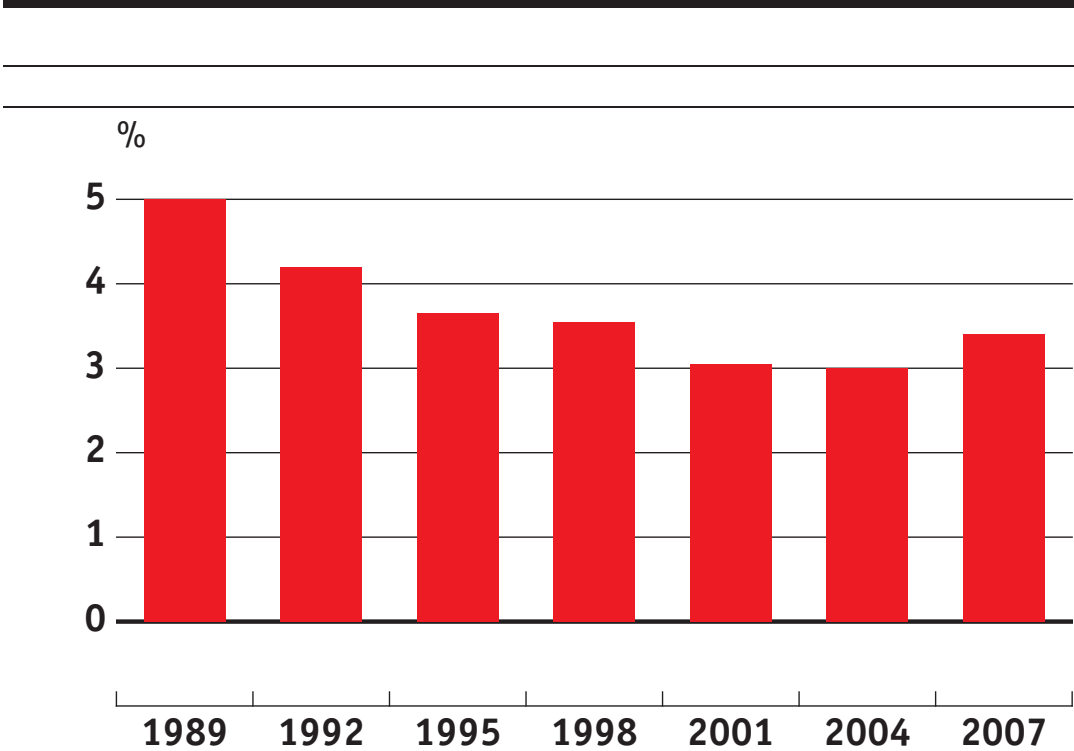
Quelle: SNB Markets Analysis Platform, SNB

Abb. 3. BIP gemäss Produktionsansatz



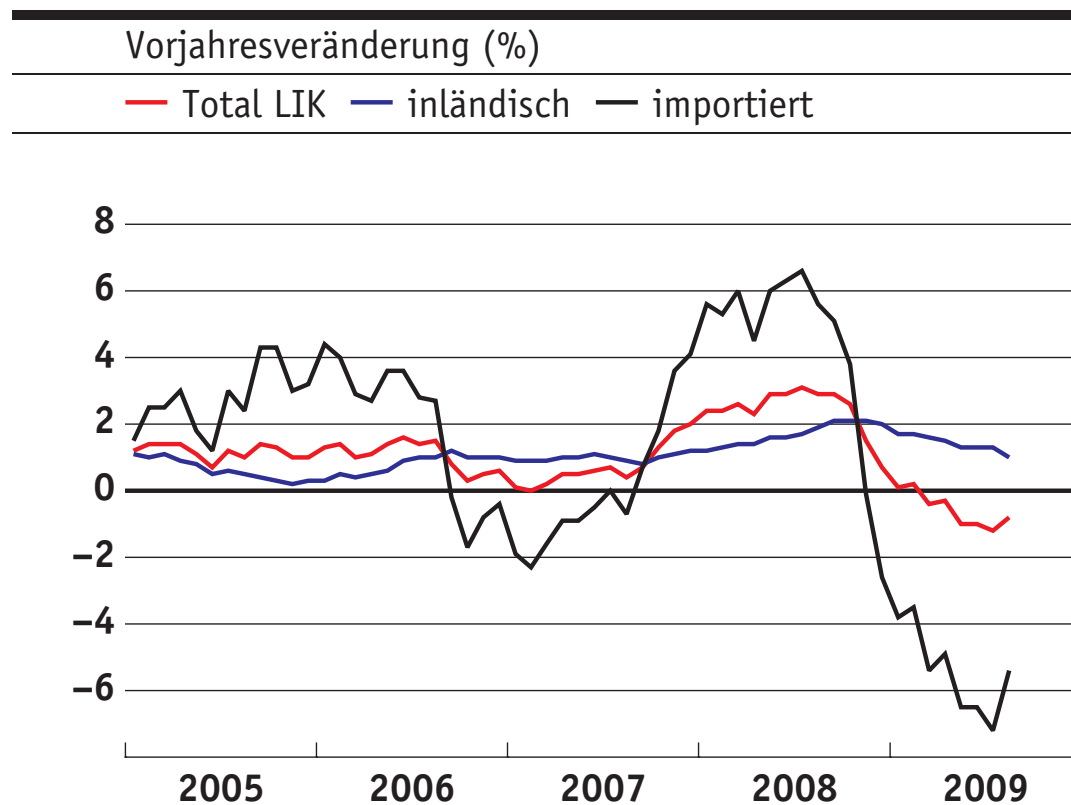
Quelle: SNB Markets Analysis Platform, SECO

Abb. 4. Anteil des Schweizer Frankens an traditionellen Devisengeschäften



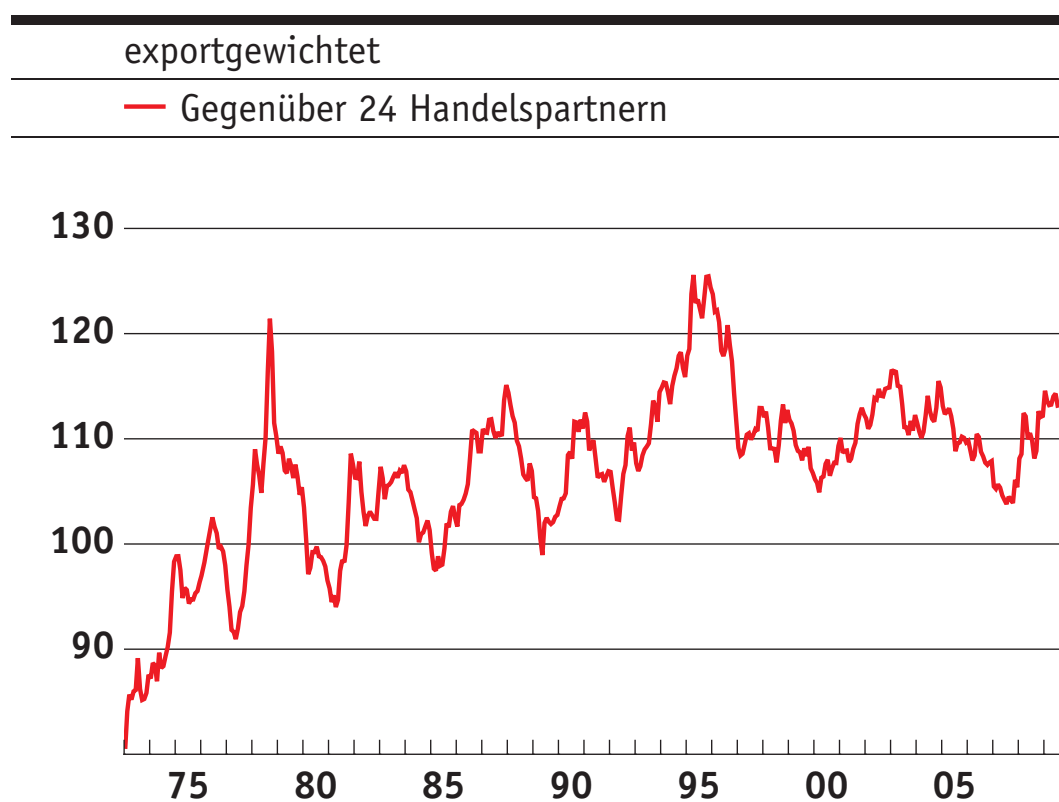
Quelle: SNB Markets Analysis Platform, BIZ

Abb. 5. Inländische und importierte Inflation



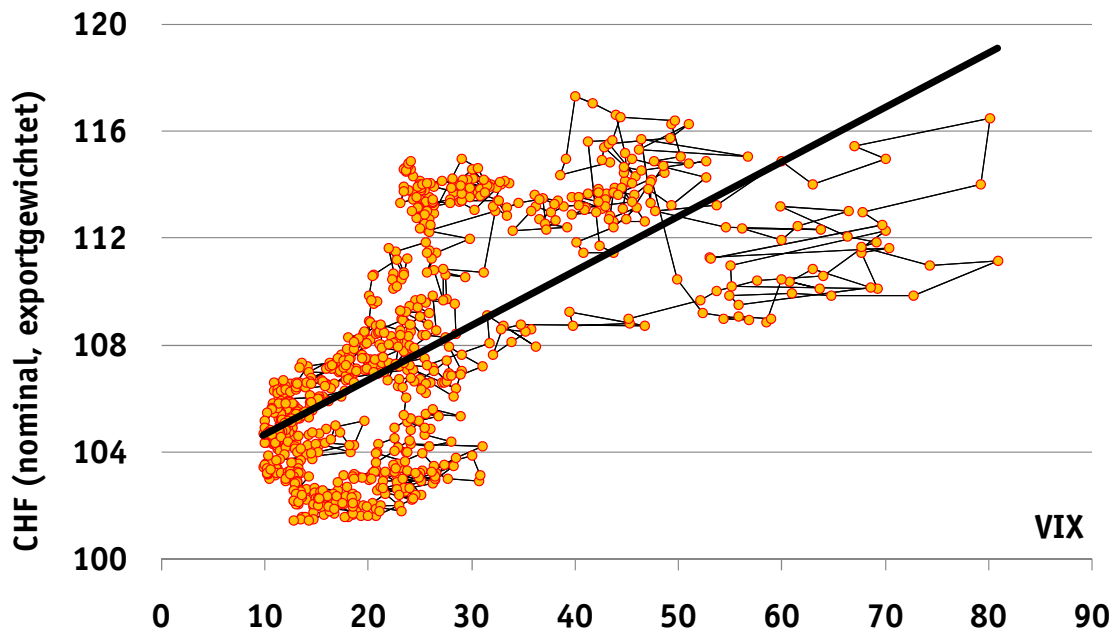
Quelle: SNB Markets Analysis Platform, BFS, SNB

Abb. 6. Realer effektiver Frankenkurs



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, SNB

Abb. 7. Korrelation CHF/VIX (2006-2009)

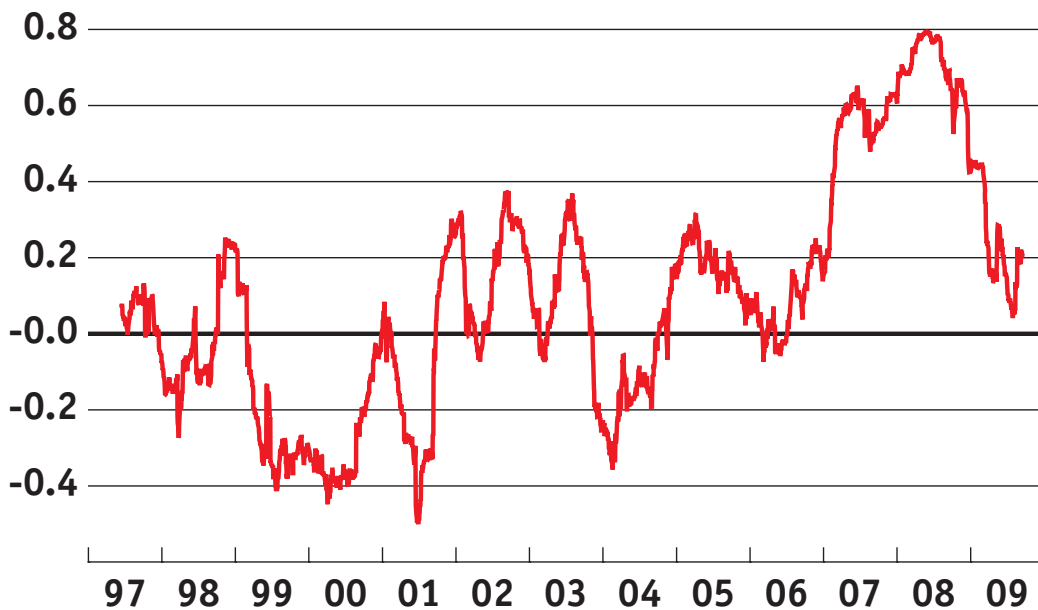


Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg, SNB

Abb. 8. Korrelation CHF/YEN

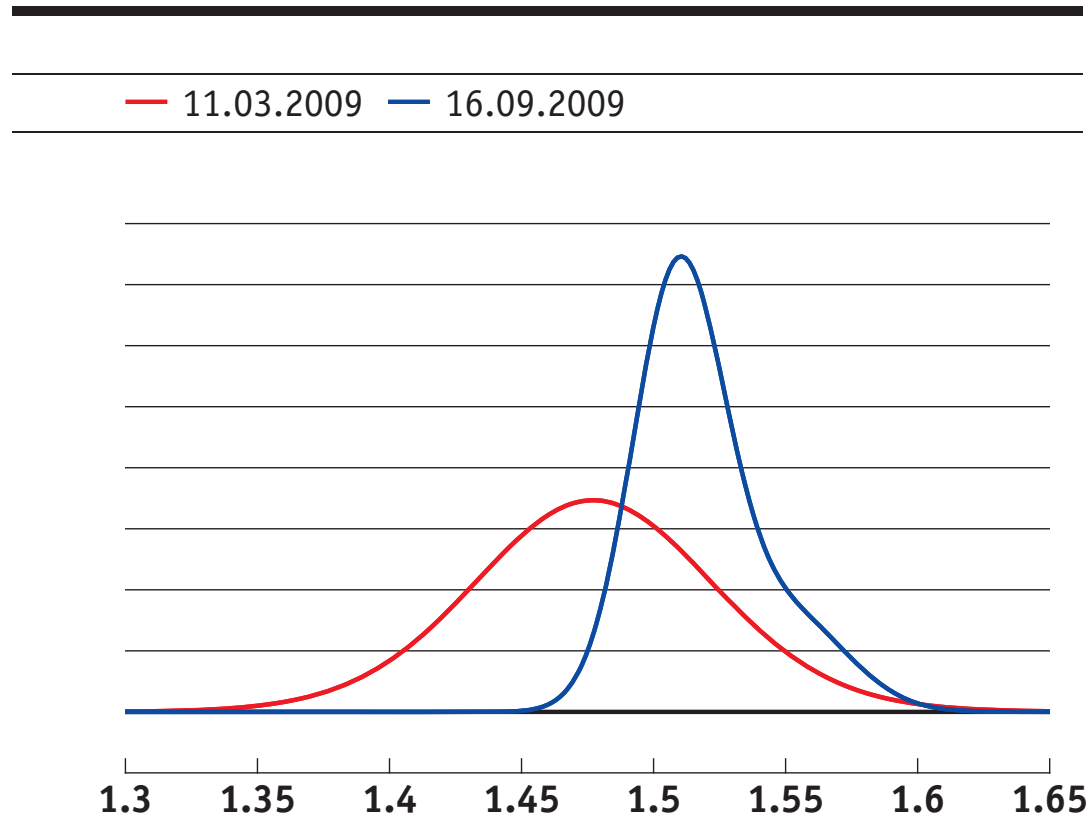
über 100 Handelstage

— aus täglichen Differenzen der nom. eff. Wechselkurse



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bank of England

Abb. 9. EURCHF Erwartungen aus 1M-Optionen



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, SNB