

# Geldpolitik in stürmischen Zeiten am Beispiel der Schweizerischen Nationalbank

Die durch die globale Finanzmarktkrise ausgelöste Weltwirtschaftskrise hat auch die Schweizer Volkswirtschaft mitgerissen. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) reagierte mit einer massiven geldpolitischen Lockerung und ging faktisch zu einer Nullzinspolitik über. Durch den Einsatz unkonventioneller Massnahmen bleibt die SNB weiterhin handlungsfähig. Eine erste Zwischenbilanz dieser Massnahmen fällt positiv aus. Die Risikoprämien am Geld- und Kapitalmarkt sanken. Der Aufwertungsstrend des Frankens gegenüber dem Euro wurde bei abnehmender Volatilität gestoppt. Für den zukünftigen Erhalt der Preisstabilität ist die Festlegung des optimalen Ausstiegszeitpunktes aus der gegenwärtigen Nullzinspolitik zentral.

Im Sommer 2007 endete eine überaus freundliche Schönwetterperiode an den Finanzmärkten. Eine ungewöhnlich lange Phase sehr niedriger Zinsen, tiefer Volatilitäten und eine beispiellose Hausse an den Immobilienmärkten in den USA und Europa mündeten letztendlich in einer Finanzmarktkrise epochalen Ausmasses. Insbesondere nach dem Konkurs der US-Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 nahm der Eskalationsgrad nochmals deutlich zu. Plötzlich wurde aus Vertrauen Unsicherheit, aus Berechenbarkeit Volatilität und aus Risikofreude Risikoaversion. Ein explosionsartiger Anstieg der Risikoprämien und ein jäher Absturz der Aktienkurse waren die Folge (siehe *Grafik 1*).

## Von der Finanzkrise zur Rezession

Die dramatische Zuspitzung der Krise an den internationalen Finanzmärkten im Herbst 2008 griff schnell auf die Weltwirtschaft über und mündete mittlerweile in der tiefsten Rezession seit der Grossen Depression. Ungewöhnlich rasch und synchron erfolgte der konjunkturelle Absturz. Zudem wurden negative Rückkopplungen auf den Bankensektor und die Finanzmärkte ausgelöst, die wiederum zu einer weiteren Verschärfung der Finanzkrise beitrugen. 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. Für 2009 ist mit einem konjunkturell ausgesprochen düsteren Jahr zu rechnen.

Die desolate Nachfragesituation und die unterausgelasteten Kapazitäten sowie die

tieferen Rohölpreise haben weltweit einen massiven Disinflationprozess eingeleitet. In einigen Ländern, so auch in der Schweiz, ist sogar ein Deflationsrisiko entstanden. In der Schweiz ist die Inflation von einem Höchstwert von 3,1% im Juli 2008 bis auf -1,0% im Juni 2009 zurückgefallen.

## Aufgabe der Geldpolitik

Angesichts der eskalierenden Finanzmarkt- und Konjunkturkrise stellte sich akut die Frage, was die Geldpolitik zur Krisenbekämpfung beitragen kann. Generell gilt: Die Geldpolitik kann schnell verändert werden und ihre Wirkung tritt über Liquidität, Zinsen und Wechselkurse im Vergleich zu anderen wirtschaftspolitischen Massnahmen rasch ein. Die Geldpolitik verfolgt dabei drei Stabilitätsziele: Preis-, Konjunktur- und Finanzmarktstabilität. Preisstabilität ist das prioritäre Ziel, in dessen Rahmen die anderen Ziele angestrebt werden. Sie ist die Voraussetzung dafür, dass die anderen Stabilitätsziele erreicht werden können. Die Stabilitätsziele lassen sich in Bezug auf die Wirkungsverzögerung zwischen Ergreifung spezieller geldpolitischer Massnahmen und deren Einwirkung auf das jeweilige Ziel gliedern. Die längste Zeitverzögerung zwischen geldpolitischer Aktion und Zielreaktion findet sich in der Transmission geldpolitischer Impulse auf das Preisniveau. Deshalb zielt die Geldpolitik langfristig vorrangig auf Preisstabilität. In der mittleren Frist von ein bis zwei Jahren steht hingegen die Glättung der Konjunktur im Vordergrund, während kurzfristig die geldpolitischen Massnahmen auf die Sicherung der Finanzmarktstabilität und das Funktionieren des Geldmarktes abzielen.

## Konventionelle Reaktion der Geldpolitik in der Krise

In der Schweiz reagierte die Geldpolitik zügig und entschlossen auf die dramatische Verschlechterung der Finanz- und Wirtschaftslage. Der monetäre Restriktionsgrad wurde massiv gelockert.

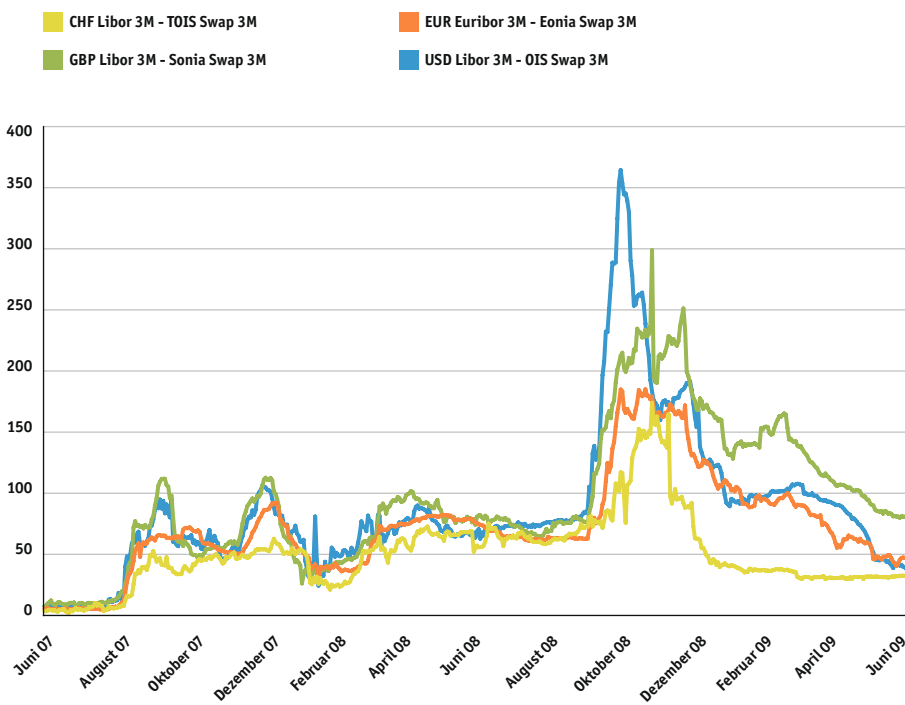
Zunächst standen die Revitalisierung des Geldmarktes und die Stabilität des Finanzsystems im Vordergrund. Den Spannungen



**Prof. Dr. Thomas Jordan**  
Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank SNB, Zürich

Grafik 1

Risikoprämien am Geldmarkt, Juni 2007–Juni 2009



Quelle: Bloomberg / Die Volkswirtschaft

im nationalen und internationalen Franken-Geldmarkt begegnete die SNB, indem dem Bankensystem bei Bedarf grosszügig Liquidität mit verschiedenen Laufzeiten in praktisch unlimitedem Ausmass zur Verfügung gestellt wurde. Die Versorgung des europäischen Marktes mit Franken konnte durch Devisenswap-Abkommen mit der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie der polnischen und ungarischen Zentralbank gewährleistet werden. Dabei gilt es festzuhalten, dass alle Repo- und Swap-Geschäfte, ob national oder international, auf gesicherter Basis und zeitlich limitiert erfolgen. Zur Erhöhung der Flexibilität bei der Liquiditätssteuerung emittierte die SNB zudem eigene Schuldverschreibung (SNB-Bills). Ferner unterstützt die SNB auch eine privatwirtschaftliche Lösung für den Refinanzierungsausgleich 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.

Mit Ausbruch der Finanzkrise kristallisierte sich ebenfalls schnell heraus, dass die Schweizer Grossbanken infolge ihrer Exponierung am Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere sowie ihrer Verpflichtungen auf dem Gebiet von Finanzierungen mit einem

hohen Fremdkapitalanteil (Leveraged-Finance) stark von der Finanzkrise betroffen sein würden. Im Zuge des Lehman-Konkurses im Herbst 2008 geriet insbesondere die UBS in Bedrängnis. Angesichts der systemischen Bedeutung der Grossbank beschloss der Bundesrat, die EBK (heute Finma) und die SNB deshalb Mitte Oktober ein staatliches Massnahmenpaket zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems. Neben der Rekapitalisierung der UBS durch den Bund bildete die Möglichkeit, illiquide Vermögenswerte der UBS im Umfang von höchstens 60 Mrd. US-Dollar auf eine Zweckgesellschaft der Nationalbank (SNB StabFund) zu übertragen, das zentrale Element dieses Massnahmenpakets.

Die seit Ankündigung des UBS-Massnahmenpakets am 16. Oktober 2008 eingetretene Marktentwicklung zeigt, dass die Übertragung illiquider Aktiven von der UBS an den SNB StabFund der Nationalbank zweckmässig und absolut notwendig war. Wären diese Aktiven bei der UBS verblieben und zu Marktpreisen bewertet worden, hätte dies die UBS in den vergangenen Monaten in eine existenzbedrohende Lage gebracht.

Im Zuge des Übergreifens der Finanzmarktkrise auf die realwirtschaftliche Aktivität senkte die SNB zur Konjunkturstabilisierung den angestrebten Wert für den Dreimonats-Libor zwischen September 2008 und März 2009 in fünf Schritten um insgesamt 250 BP auf 0,25%. Bereits zuvor hatte die SNB durch 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 (siehe Grafik 2). Die Steuerung des Dreimonats-Libors erfolgt indirekt über den Repo-Wochensatz, der im Dezember 2008 auf 0,05% gesenkt wurde.

De facto praktizierte die SNB seit Ende 2008 eine Nullzinspolitik. Der Einsatz konventioneller Instrumente stiess somit an eine natürliche Grenze. Dies stellte die SNB vor grosse Herausforderungen, zumal an der Lagebeurteilung im März 2009 die Notwendigkeit für eine weitere dezidierte Lockerung des geldpolitischen Expansionsgrades auftrat. Die wirtschaftliche Lage verschlechterte sich dramatisch und die Deflationsrisiken stiegen markant. Es war eine deutliche Verschärfung der Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt festzustellen. Hinzu kam die akute Gefahr einer fortgesetzten Frankenaufwertung, mithin einer unerwünschten Straffung der monetären Bedingungen.

## Unkonventionelle Massnahmen in der Krise

Vor diesem Hintergrund war die SNB gezwungen, unkonventionelle Massnahmen zu ergreifen. Nur so war es möglich, eine weitere Ausweitung des geldpolitischen Expansionsgrades zu erreichen. Die Massnahmen umfassten zwei Bereiche:

- Zum einen wurde die Fristigkeit der Repo-Geschäfte verlängert;
- zum anderen wurde der Entschluss gefasst, bedarfsgerecht Devisen und Frankenobligationen zu erwerben.

Mit diesen Massnahmen strebt die SNB sowohl eine Ausweitung der Liquidität (quantitative Lockerung, sog. «Quantitative Easing») als auch eine Verringerung bestimmter Risikoprämien (Kreditlockerung, sog. «Credit Easing») an.

## Kauf von Devisen

Die Devisenmarktinterventionen stellen den wichtigsten Teil des unkonventionellen Massnahmenbündels der SNB dar. Die Devisenkäufe dienen als Versicherung gegen eine drohende und unerwünscht starke Aufwertung des Frankens. Sie ergänzen das geldpolitische Instrumentarium in Zeiten der Nullzinspolitik. Die Schweizer Wirtschaft soll vor problematischen Wechselkursbewegungen geschützt werden, die als Folge der Funktion des sicheren Hafens des Frankens eintreten und eine Deflation auslösen können. Ziel ist es, durch rechtzeitiges Eingreifen eine Frankenaufwertung von vornherein zu verhindern. Ziel ist es hingegen nicht, einen Abwertungswettlauf zu beginnen. Bei der Umsetzung der Devisenmarktinterventionen beobachtet die SNB die Entwicklung am Devisenmarkt permanent und entscheidet situativ.

Die Interventionen waren bisher wirkungsvoll. Die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro konnte gestoppt werden. Die Volatilität des Euro-Franken-Kurses ist deutlich zurückgegangen. Im Bedarfsfall wird die SNB weiter am Devisenmarkt intervenieren, um eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Die SNB befindet sich dabei in einer Position der Stärke. In einem Nullzinsumfeld und bei einer Politik der quantitativen Lockerung sitzt die SNB gegenüber Marktteilnehmern, die auf eine Aufwertung des Frankens setzen, am längeren Hebel. Bei ihren Interventionen muss sie weder auf ein bestimmtes Zinsniveau Rücksicht nehmen noch die Ausdehnung der Geldmenge neutralisieren.

## Kauf von Frankenobligationen

Der Erwerb von Frankenobligationen privater schweizerischer Schuldner soll eine Senkung der Kredit- und Fristigkeitsrisikoprämien auf dem Schweizer Kapitalmarkt herbeiführen. Mit den Käufen werden keine einzelnen Firmen oder bestimmten Wirtschaftssektoren bevorzugt. Vielmehr zielt diese Massnahme darauf ab, generell die Refinanzierung der Unternehmen zu erleichtern. Dabei ist die SNB bestrebt, mit minimalem Kapitaleinsatz die grösstmögliche Wirkung auf die Risikoaufschläge und die Kapitalmarktliquidität zu erzielen.

Neben den Käufen am Sekundärmarkt ist die SNB auch am Primärmarkt aktiv. Dadurch fördert sie direkt die Neuaufnahme von Kapital. Anfänglich lag der Fokus ausschliesslich auf Pfandbriefanleihen. Seit Anfang April erwirbt die SNB auch Unternehmensanleihen. In diesen beiden Segmenten sollte die Wirkung auf den Gesamtmarkt am grössten sein. Grundsätzlich werden nur marktgängige Anleihen zu Marktpreisen gekauft. Abgesehen von den Pfandbriefen wurden keine Anleihen von Finanzinstituten erworben und ebenso keine Mengenbeschränkung festgelegt.

Auch bei den Obligationenkäufen fällt eine erste Zwischenbilanz des Einsatzes unkonventioneller Massnahmen positiv aus. Die Risikoprämien sind deutlich zurückgekommen, allerdings auch unterstützt durch eine günstige Stimmung an den Finanzmärkten. Ausdruck der positiven Wirkung ist ebenfalls die in den vergangenen Wochen zunehmend rege Emissionstätigkeit am Schweizer Kapitalmarkt.

## Ausblick

Die Schweizer Volkswirtschaft befindet sich in der schärfsten Rezession seit 1975. Für das Gesamtjahr 2009 rechnet die SNB mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandprodukts in einer Grössenordnung von 2,5% bis 3,0%. Gemäss der jüngsten SNB-Prognose wird die Inflation im Jahresverlauf 2009 weiter nachgeben und einen Tiefpunkt von gut -1% aufweisen. Die durchschnittliche Teuerung wird 2009 voraussichtlich bei -0,5% liegen. Die sich gegenwärtig im Ausland abzeichnende Bodenbildung wichtiger Konjunkturindikatoren und die jüngsten Erholungstendenzen an den Finanzmärkten lassen hoffen, dass auch hierzulande die konjunkturelle Talsohle bald durchschritten wird. Im Verlauf des Jahres 2010 erwartet die SNB daher eine leichte Konjunkturerholung, wobei die Inflation 2010 und 2011 mit einer durchschnittlichen Jahresteuierung von 0,4% und

Kasten 1

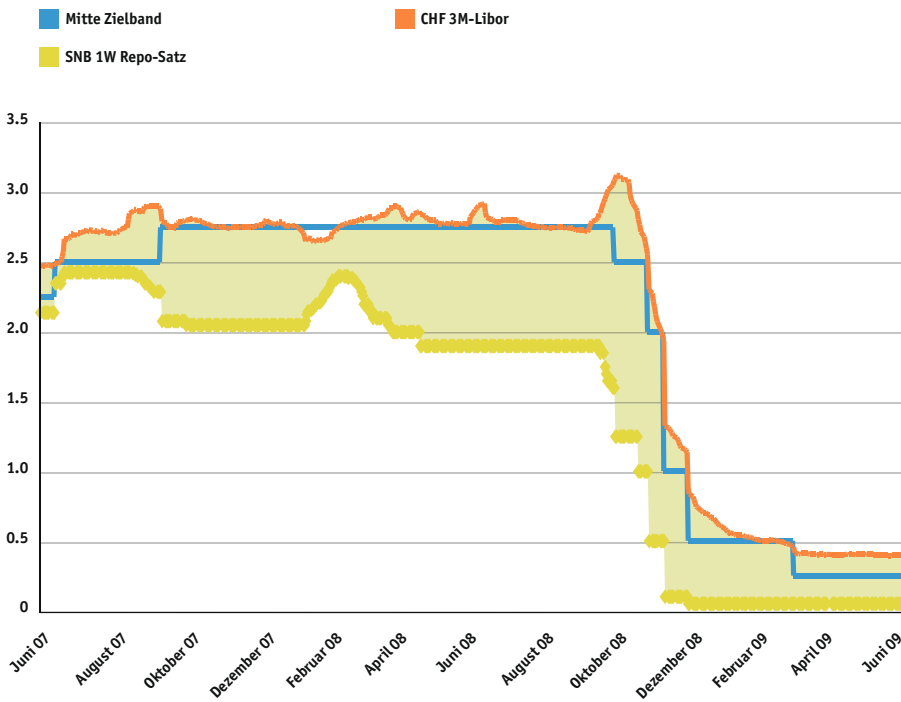
### Instrumenten-Ziel-Konflikt der Zentralbanken

Den Zentralbanken wird oft unterstellt, in einen Instrumenten-Ziel-Konflikt zu geraten, d.h., mit einem Instrument (gewöhnlich ein Kurzfristzins) mehrere Ziele verfolgen zu wollen. In der Theorie wird – durchaus schlüssig – argumentiert, dass dies nicht möglich ist. Wie die Praxis allerdings zeigt, schränkt dieser Instrumenten-Ziel-Konflikt die Zentralbanken nicht unbedingt ein. Dies hat drei Gründe:

- Erstens sind die Stabilitätsziele nicht gegensätzlicher Natur, sondern bedingen einander. Eine langfristig auf Preisstabilität abzielende Geldpolitik stabilisiert ebenfalls Konjunktur und Finanzmärkte. Zudem hängt die Fähigkeit einer Zentralbank, einen Beitrag zur Stabilisierung der Konjunktur und der Finanzmärkte zu leisten, wiederum wesentlich davon ab, wie erfolgreich sie bei der Erhaltung der Preisstabilität ist. Erst bei einer nachhaltigen Preisstabilität kann die Zentralbank in einem genügenden Ausmass auf andere Störungen reagieren.
- Zweitens können mit einem Instrument gleichwohl mehrere Ziele erreicht werden. Massgeblich hierfür sind die je nach Ziel unterschiedlichen Wirkungsverzögerungen. Beispielsweise müssen geldpolitische Massnahmen, die auf eine kurzfristige Finanzmarktstabilisierung oder mittelfristige Konjunkturglättung ausgerichtet sind, langfristig nicht zur Gefahr der Preisstabilität werden, wenn rechtzeitig ein geldpolitisches Gegensteuern einsetzt.
- Drittens ist die Geldpolitik nicht völlig mono-instrumental, sondern verfügt über eine ganze Palette unterschiedlicher Instrumente und Massnahmen, die bedürfnisgerecht und zieladäquat eingesetzt werden können. Dies hat gerade die geldpolitische Reaktion auf die jüngste Krise gezeigt.

Grafik 2

Wirkungsvolle SNB-Geldpolitik, Juni 2007–Juni 2009



Quelle: SNB / Die Volkswirtschaft

0,7% ebenfalls wieder leicht positiv werden dürfte.

Die bisherigen Massnahmen der SNB in der Krise haben einen Beitrag geleistet, um Schlimmeres von der Schweizer Volkswirtschaft abzuwehren. Zudem hat die SNB gezeigt, dass sie auch in der Nullzinswelt weiterhin über geldpolitische Handlungsmöglichkeiten verfügt, um flexibel auf eine unerwünschte Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen reagieren zu können. Gleichzeitig darf der heutige Einsatz unkonventioneller Massnahmen den Erhalt der Preisstabilität in der mittleren und langen Frist nicht gefährden. Allerdings muss die SNB auch darauf achten, dass die zukünftige Normalisierung der Geldpolitik eine dannzumal einsetzende Konjunkturerholung nicht abwürgt. Insofern ist die Frage, wie die mittelfristig notwendige Rückführung der massiven Liquiditätsausweitung optimal erfolgen soll, für die SNB absolut zentral.

Zwar ist der Liquiditätsabbau für die SNB technisch zügig und problemlos durchführbar, da viele unkonventionelle Massnahmen bei Nichterneuerung automatisch auslaufen und mit den SNB Bills ein effizientes Abschöpfungsinstrument zur Verfügung steht. In der praktischen Umsetzung stellt die Normalisierung der Geldpolitik die SNB aber trotzdem vor grosse Herausforderungen. Die optimale Exit-Strategie muss beispielsweise angeben, in welcher Reihenfolge und mit welcher Geschwindigkeit die Aufhebung der unkonventionellen Massnahmen erfolgen soll. Überdies birgt die Festlegung des optimalen Ausstiegszeitpunktes in Realzeit erhebliche Schwierigkeiten. 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 werden die erforderlichen Korrekturmassnahmen unpopulär sein. Die SNB wird daher auch politischem Druck und öffentlicher Kritik standhalten müssen, um die Normalisierung ihrer Geldpolitik rechtzeitig einleiten zu können.

Kasten 2

Die UBS-Transaktion

Die UBS-Transaktion sah vor, dass die UBS illiquide Wertpapiere und andere Vermögenswerte im Wert von höchstens 60 Mrd. US-Dollar auf die SNB StabFund übertragen kann. Die Übertragung der Vermögenswerte erfolgte zu Preisen per Ende September 2008, und zwar entweder zum Buchwert der UBS oder zum Wert, den die SNB aufgrund unabhängiger Expertisen feststellte, wobei die jeweils tiefere Bewertung verwendet wurde. Seit Anfang April ist die Übertragung der Aktiven abgeschlossen. Insgesamt wurden letztlich Aktiven im Umfang von 38,7 Mrd. US-Dollar übertragen. Der Übernahmepreis lag dabei rund 1 Mrd. US-Dollar unter den Buchwerten der UBS per Ende September 2008.

Die Finanzierung des SNB StabFund steht auf zwei Säulen:

- Zum einen erhält dieser Eigenkapital, indem die SNB der UBS eine Kaufoption auf die Fondsanteile zum Preis von 10% der übernommenen Vermögenswerte verkauft;
- zum anderen gewährt die SNB dem StabFund ein Darlehen über 90% der übernommenen Vermögenswerte.

Da in den übertragenen 38,7 Mrd. US-Dollar auch beträchtliche Verpflichtungen in Form von Derivaten enthalten sind, die zum Zeitpunkt der Übernahme noch keiner Finanzierung seitens der SNB bedurften, lag die Initialfinanzierung des StabFund deutlich unter dem Übernahmepreis. Sie bestand aus einem Kredit der SNB an den StabFund von 26,6 Mrd. US-Dollar und der von der UBS finanzierten Eigenkapitaltranche von 3,9 Mrd. US-Dollar. Der Kredit der SNB an den Stab-

Fund ist zu rund 80% in US-Dollar denominated. Ursprünglich refinanzierte die SNB den Dollarkredit an den StabFund vollumfänglich über die Swap-Fazilität mit der Federal Reserve Bank. Mittlerweile erfolgt die Refinanzierung des Darlehens weitgehend über die Ausgabe von SNB-US-Dollar-Bills und den Abschluss von mehrjährigen Depotgeschäften.

Die bisherige Marktentwicklung hat die Aktiven des StabFund stark getroffen. Dennoch sind die Aussichten intakt, dass der StabFund das Darlehen letztlich zurückbezahlen kann. Einerseits können sich die Märkte wieder erholen; andererseits generieren die Aktiven bisher relativ robuste Cashflows. Zur Abdeckung etwaiger Verluste dient primär die Kapitaleinlage der UBS. Darüber hinaus hat die SNB einen Anspruch auf 100 Mio. UBS-Aktien, falls der StabFund mit Verlust liquidiert werden müsste.

Das Portfolio des StabFund umfasst mehrere Tausend Positionen. Das Bewirtschaftungskonzept baut auf einer langfristigen Ertrags- und Risikobetrachtung auf. Hierzu wird bei denjenigen Aktiven, deren erwarteter Cashflow den aktuellen Marktpreis übersteigt, eine Hold-to-Maturity-Strategie verfolgt. Bei allen anderen Aktiven werden Verkaufsgelegenheiten wahrgenommen. Ziel der Bewirtschaftung ist es, das Darlehen der SNB wenn immer möglich vollumfänglich zurückzubezahlen.