



INTERVIEW MIT PROF. DR. THOMAS JORDAN

Mitglied des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

Prof. Dr. Thomas Jordan spricht über die derzeitige Schwäche des Schweizer Frankens, den Einfluss der Devisen- und Finanzmärkte auf die Schweizer Zinspolitik sowie über die Geldpolitik der SNB und deren Ziele. Zudem gibt er seine Sicht zu strukturierten Produkten wieder.

INTERVIEW: MARTIN SIGNER

payoff: In den vergangenen Jahren hatte die Nationalbank beim Schweizer Franken eher das Problem, dass dieser einen zu hohen Wert gegenüber anderen Währungen hatte. Derzeit ist der Franken jedoch in einer historischen Schwäche. Welche Situation ist Ihnen lieber?

Thomas Jordan: Wir sind in einem System von flexiblen Wechselkursen. Da gibt es Phasen mit einem stärkeren und schwächeren Franken. Der Vorteil von flexiblen Wechselkursen ist, dass sich der Wechselkurs anpassen kann, wenn dies der Trend verlangt, ohne dass dadurch negative Auswirkungen auf die Preisstabilität entstehen.

Umgekehrt kann sich der Wechselkurs vom Trend entfernen und so ein Risiko für die Preisstabilität darstellen. Für die Nationalbank ist es deshalb wichtig, festzustellen, ob eine Veränderung des Wechselkurses eine Verschiebung des Trends an sich oder eine Abweichung vom Trend darstellt. Je nachdem sind die Konsequenzen für die Geldpolitik unterschiedlich.

In welcher Situation sehen Sie den Schweizer Franken derzeit? Sind wir im Trend?

Wir beobachten die Auswirkungen der Franken Abschwächung auf die Preisstabilität ganz genau und haben dies auch bei verschiedenen Gelegenheiten kommuniziert.

Wie beeinflussen die Carry-Trades diese Entwicklung?

Carry-Trades haben davon profitiert, dass die Volatilitäten bei den Zinsen und bei den Wechselkursen sehr tief sind. In einer solchen Situation können Carry-Trades sehr lukrativ sein.

Die Auswirkungen und das Ausmass dieser Trades sind sehr schwierig zu bewerten, doch kann man davon ausgehen, dass sie zur Abschwächung des Frankens beigetragen haben. Die Attraktivität von Carry-Trades wird sinken, sobald die Volatilitäten wieder ansteigen. Die Wahrscheinlichkeit einer weiteren Abnahme der Volatilität ist dabei sicher geringer als diejenige einer Zunahme.

«Wir betreiben mit der Geldpolitik ein Erwartungsmanagement.»

Ist die expansive Geldpolitik der wichtigen Notenbanken für die hohen Aktienkurse verantwortlich?

Grundsätzlich profitieren Aktienkurse von hohen Gewinnerwartungen und, bei tiefen Zinsen, von einem geringen Zinssatz, zu dem die erwarteten Gewinne abdiskontiert werden. Das Gewinnwachstum lag in den letzten Jahren mehrheitlich über den Erwartungen und die Zinsen waren tief. Dazu kam insbesondere in Asien ein hohes Sparvolumen. Im Weiteren sind institutionelle Anleger risikofreudiger geworden und operieren mit einer höheren Aktienquote. Dies stützt in der langen Frist die Aktienkurse.

Sehen Sie Gefahren für die Finanzmärkte durch das hohe Kreditvolumen? Welchen Einfluss haben dabei die Verbriefungen der Risiken?

Als erstes sollte man beachten, dass die Zunahme der Verschuldung vor allem bei Hedgefonds, Private Equity Firmen und teilweise auch Finanzinstituten stattgefunden hat. Bei anderen Firmen beobachtet man einen historisch geringen Verschuldungsgrad. Es ist für die Investmentbanken und deren Risikomanagement ent-

scheidend, dass sie ihre Kredite an diese Schuldner nicht übermässig ausweiten.

Zur Verbriefung: Die Verbriefung von Krediten erlaubt es, diese auf dem Finanzmarkt einfacher zu handeln. Besonders prominent ist dabei der Hypothekarmarkt. Kreditderivate erlauben es zudem, die Kreditrisiken von der eigentlichen Finanzierung zu trennen. So können sie effizient im Markt verteilt werden. Bei strukturierten Produkten muss man zwischen denjenigen für Retailinvestoren und solchen für institutionelle Anleger, beispielsweise CDOs, unterscheiden. Dies sind komplexe Instrumente, deren Bewertung nicht immer klar ist. Für sie besteht häufig kein liquider Markt, und sie werden vielfach nach sogenannten Mark-to-Model-Methoden bewertet. Hier fehlt das Mark-to-Market-Element. Dies könnte bei Stresssituationen zum Problem werden.

Sehen Sie die Schwierigkeiten der Hedgefonds von Bear Stearns in diesem Zusammenhang?

Ja dies könnte ein Beispiel sein, wobei noch nicht alle Fakten klar auf dem Tisch liegen.

Sehen Sie bei höheren Zinsen eine konstante Risikoprämie bei den Renditen von Aktien gegenüber sicheren Obligationen, oder würde diese eher kleiner?

Ausschlaggebend ist die Ursache für den Zinsanstieg. Falls dieser vor dem Hintergrund höherer Produktivität und höherer Rentabilität erfolgt, muss er die Aktienkurse nicht beeinträchtigen. In der klassischen Argumentationsweise sieht es so aus, dass eine restriktivere Politik der Zentralbanken tiefere Gewinne und tiefere Rentabilität impliziert, was natürlich negative

Auswirkungen auf den Aktienmarkt hat. Dies hätte wohl auch eine tiefere Equity Prämie zur Folge.

Wie sehen Sie die Industrie für strukturierte Produkte? Wie sehen Sie die Zukunft?

Man muss auch hier zwischen Produkten für Retailinvestoren und spezialisierte Investoren wie Hedgefonds unterscheiden. Das Ausmass solcher Produkte für Institutionelle nahm wie erwähnt stark zu. Ihr Einfluss auf die Systemstabilität wird sich erst noch weisen müssen. Strukturierte Produkte für Retailinvestoren ermöglichen eigentlich ein optimales Risiko-Return-Profil. Allerdings sind sie oft sehr komplex und für die Anleger nicht richtig durchschaubar. Viele dieser Produkte haben ihre «Feuertaufe» noch nicht bestanden, das heisst sie sind noch nie durch die ganze Phase eines Aktienanstiegs und eines Aktienrückgangs gegangen. Der Beobachtungszeitraum ist für eine Beurteilung dieser Produkte also zu kurz.

Haben die Finanzmärkte einen Einfluss auf die Zinspolitik? Falls ja, in welchem Ausmass und in welchem Zeitrahmen?

Die Geldpolitik wirkt hauptsächlich über die Erwartungen. Die Erwartungen der Finanzmärkte haben direkte Wirkungen auf die Fristenstruktur der Zinsen. Dies wirkt sich auf die Volkswirtschaft als Ganzes aus. Wir von der Nationalbank betreiben ein Erwartungsmanagement. Entwicklungen an den Finanzmärkten haben ihrerseits einen Einfluss auf die makroökono-

mische Situation, in der die Nationalbank mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität operiert.

Ist dies auch ein Grund, warum Sie eine relativ transparente Geldpolitik verfolgen?

Kommunikation und Transparenz tragen wesentlich dazu bei, die Erwartungen auf den Finanzmärkten zu beeinflussen. Indem wir den Finanzmärkten unser Konzept erklären, geben wir ihnen die Grundlagen, um abzuschätzen, wie sich die Zinsen entwickeln könnten. So war bei unserer letzten Pressekonferenz klar, dass bei gleich bleibender Konjunkturdynamik die Geldpolitik noch weiter gestrafft werden muss.

Herzlichen Dank für das Interview

Persönlich

Thomas J. Jordan promovierte an der Universität Bern 1993 zum Dr. rer. pol. Danach absolvierte er bis 1997 einen Forschungsaufenthalt an der Harvard University. 2003 verlieh ihm der Senat der Universität Bern auf Grund seiner ausserordentlichen Leistungen den Titel eines Honorarprofessors. Seit 1998 lehrt Thomas Jordan in Bern und seit 2002 in Zürich das Fach Geldtheorie und Geldpolitik. Seine Karriere bei der Nationalbank begann er 1997 als wissenschaftlicher Berater. 2004 wurde er stellvertretender Leiter des III. Departements (Finanzmärkte). Anfang Mai 2007 wurde er zum Mitglied des Direktoriums befördert, womit er die Leitung des III. Departements übernahm. Thomas Jordan ist verheiratet und Vater zweier Söhne.

«Die Auswirkungen und das Ausmass der Carry-Trades sind sehr schwierig zu bewerten, doch kann man davon ausgehen, dass sie zur Abschwächung des Frankens beigetragen haben.»