

# Bei schlechten Nachrichten werten Franken und Yen auf

Das Wirtschaftsgeschehen spiegelt sich in den Wechselkursen von Franken und Yen: Wenn wichtige Wirtschaftsdaten negativer ausfallen als erwartet, steigt der Aufwertungsdruck.

*Adrian Jäggi, Martin Schlegel, Attilio Zanetti*

**Abstract** Wir haben untersucht, wie Franken und Yen auf makroökonomische Überraschungen und Veränderungen im breiteren Marktumfeld reagieren. Dazu verwendeten wir hochfrequente Daten. Die Ergebnisse zeigen, dass beide Fluchtwährungen traditionell empfindlicher auf makroökonomische Überraschungen reagieren als andere Währungen. Denn makroökonomische Überraschungen beeinflussen sowohl die Unsicherheit als auch die Risikoaversion. Dieser Zusammenhang verstärkt sich in Krisenzeiten. Beide Währungen reagieren zudem stärker auf negative Überraschungen als auf positive. Darüber hinaus reagieren beide auch systematisch auf Veränderungen im allgemeinen Marktumfeld, wie eine Analyse anhand des Finanzdaten-Index VIX und eines Nachrichten-Index von Bloomberg zeigen.

Der Franken wie auch der japanische Yen gelten als sogenannte Fluchtwährungen. In Zeiten erhöhter globaler Unsicherheit und Risikoaversion fungieren diese Währungen typischerweise als sicherer Anlagehafen und werten gegenüber sämtlichen anderen Währungen auf.

Dieses Muster kam in der globalen Finanzkrise ab 2007 deutlich zum Ausdruck, als beide Währungen phasenweise

massiv aufwerteten. Der Aufwertungsdruck und die damit verbundenen gravierenden Auswirkungen für die Realwirtschaft und die Preisstabilität veranlassten sowohl die Schweizerische Nationalbank (SNB) als auch die Bank of Japan zu unkonventionellen Massnahmen. So legte die SNB im September 2011 beispielsweise einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest und kündigte ihre Bereitschaft an, bei Bedarf unlimitierte

Devisenmarktinterventionen zu tätigen. Die Bank of Japan implementierte verschiedene grosse Programme zum Kauf von inländischen Wertschriften, um die monetären Bedingungen weiter zu lockern und die Inflationserwartungen zu stützen. Als Folge dehnten sich die Bilanzen der beiden Notenbanken stark aus.

## Wie reagieren Fluchtwährungen?

Der Status dieser Währungen als «sicherer Hafen» impliziert, dass die Nachfrage nach ihnen steigt, wenn die Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten zunimmt. Dieser Mechanismus scheint intuitiv klar, lässt jedoch einige Fragen offen: Auf welche Informationen reagieren die Fluchtwährungen tatsächlich? Reagieren sie symmetrisch? Hat sich die Reaktion in der Krisenzeit verstärkt?

Naturkatastrophen beeinflussen die Finanzmärkte. Waldbrand in Australien.



Um mehr Klarheit zu schaffen, analysierten wir in einer Studie Hochfrequenzdaten.<sup>1</sup> Konkret verwendeten wir Wechselkursdaten in fünfminütiger Frequenz für den Zeitraum 2000 bis 2013, wobei der Fokus auf dem Franken und dem Yen lag – jeweils gegenüber dem Dollar und dem Euro.

In einem ersten Schritt untersuchten wir den Einfluss makroökonomischer Überraschungen auf die beiden Währungen. Der zugrunde liegende Datensatz deckt Konjunkturindikatoren von insgesamt zehn Volkswirtschaften ab – nebst der Schweiz und Japan betrachteten wir die USA, den Euroraum, Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien, Belgien sowie Grossbritannien. «Überraschungen» definierten wir als Differenz zwischen der Markterwartung und dem realisierten Wert einer makroökonomischen Variable wie beispielsweise dem BIP-Wachstum. Die grundsätzliche Hypothese lautet, dass negative Überraschungen – etwa ein enttäuschendes Wirtschaftswachstum – die Finanzmärkte verunsichern, während positive Überraschungen diese zuversichtlicher stimmen.

Zweitens analysierten wir, wie die beiden Währungen auf die generelle Marktstimmung reagieren. Dazu verwendeten wir einerseits den Volatility Index der Optionsbörse von Chicago (VIX). Der VIX ist ein Standardmass, das die implizite Volatilität von Optionen auf den Aktienindex S&P 500 misst. Andererseits setzten wir einen nachrichtenbasierten Index des Finanzdienstleisters Bloomberg ein. Dem Bloomberg-Index liegt ein Algorithmus zugrunde, der täglich positive und negative Nachrichten zählt und gewichtet. Darunter finden sich beispielsweise politische oder geopolitische Ereignisse, Naturkatastrophen und Terroranschläge – mit anderen Worten: Nachrichten, die den Markt potenziell bewegen. Die Differenz aus positiven und negativen Nachrichten dient dabei als Unsicherheitsbarometer.

## Relevante US-Daten

Insgesamt zeigt die Studie: Makroökonomische Überraschungen sind ein wichtiger Treiber kurzfristiger Schwankungen des Frankens und des Yens. Insbesondere bei negativen Daten aus den USA werten beide

Währungen auf. Enttäuschen beispielsweise die Beschäftigungszahlen der USA in einem bestimmten Monat, werten der Yen wie auch der Franken in der Regel auf. Hingegen beeinflussen reine makroökonomische Überraschungen aus Frankreich, Italien, Spanien, Belgien und Grossbritannien die beiden Währungen nicht signifikant. In Europa ist einzig Deutschland diesbezüglich von Bedeutung, wobei Überraschungen in Bezug auf deutsche Wirtschaftsdaten vor allem den Franken bewegen.

Die Studie bestätigt zudem die Hypothese, dass sich Überraschungen in Zeiten hoher Unsicherheit stärker auf die Fluchtwährungen auswirken als in Zeiten geringer Unsicherheit. Wird die Stichprobe in zwei Perioden unterteilt, sind die Effekte in der Periode seit 2007, also seit der Krise, eindeutig grösser.

Die ausgeprägte Sensitivität gegenüber makroökonomischen Überraschungen ist eine spezifische Eigenschaft von Fluchtwährungen. Demgegenüber reagieren «normale» Währungen wie der australische Dollar, der kanadische Dollar und das britische Pfund weniger auf makroökonomische Überraschungen, wie Regressionen zeigen. Evidenz findet sich auch dafür, dass die beiden Fluchtwährungen Franken und Yen asymmetrisch reagieren: Schlechte Nachrichten aus dem Ausland haben einen grösseren Einfluss als gute Nachrichten. Dies gilt insbesondere für die Krisenzeit.

## Marktumfeld als Faktor

In einem weiteren Schritt ergänzten wir die Regressionsgleichungen durch den VIX und den Bloomberg-Index, die wie erwähnt das generelle Marktumfeld abbilden. Beide Masse beeinflussen die Fluchtwährungen systematisch – beispielsweise reagieren die Finanzmärkte unruhig auf negative politische Nachrichten, welche die Nachhaltigkeit der italienischen Staatsfinanzen infrage stellen. In der Folge geraten Franken und Yen unter Aufwertungsdruck.

Aus der Studie gehen insgesamt vier Resultate hervor: Erstens reagieren die beiden Fluchtwährungen Franken und Yen sensitiver auf makroökonomische Überraschungen als andere Währungen. Zweitens reagieren sie in Krisenzeiten stärker als sonst. Drittens sind die Wechselkurswirkungen asymmetrisch, das heisst, beide

Währungen reagieren stärker auf negative Überraschungen aus dem Ausland als auf positive. Viertens wirkt sich die generelle Marktstimmung zusätzlich auf die Wechselkurse aus. Somit haben wir mit den makroökonomischen Überraschungen und mit dem Marktumfeld zwei Kanäle identifiziert, welche Bewegungen in den Fluchtwährungen auslösen können.



**Adrian Jäggi**

PhD in Economics, wissenschaftlicher Mitarbeiter, Schweizerisches Institut für Aussenwirtschaft und Angewandte Wirtschaftsforschung, Universität St. Gallen



**Martin Schlegel**

Dr. rer. pol., stellvertretendes Direktoriumsmitglied, Schweizerische Nationalbank (SNB), Zürich



**Attilio Zanetti**

Dr. rer. pol., Leiter Organisationseinheit Konjunktur, Schweizerische Nationalbank (SNB), Zürich

Wissenschaftliche Studien aus dem «Swiss Journal of Economics and Statistics» mit einem starken Bezug zur schweizerischen Wirtschaftspolitik erscheinen in einer Kurzfassung in der «Volkswirtschaft».

<sup>1</sup> Jäggi, A., Schlegel, M. und Zanetti, A. (2019). Macroeconomic Surprises, Market Environment, and Safe-Haven Currencies. Swiss Journal of Economics and Statistics Vol. 155.