

## Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig

### *Zur Zins- und Währungssituation*

Die Zinsentwicklung im vergangenen halben Jahr spiegelt die Veränderungen in den Konjunkturerwartungen. Die Zinsbewegungen verliefen jedoch uneinheitlich. Die kurzfristigen Zinssätze gingen insbesondere beim US-Dollar dank den fünf Zinsschritten der amerikanischen Notenbank deutlich zurück. Die langfristigen Zinssätze zogen hingegen in den meisten wichtigen Währungen an und liegen heute höher als zu Jahresbeginn. Als Resultat dieser Entwicklung präsentieren sich die Renditekurven wieder in der für wachsende Wirtschaften "normalen", ansteigenden Form. Beim Anstieg der langfristigen Renditen könnten auch Inflationsrisiken eine Rolle spielen. Die Frankenzinsen folgten dem internationalen Zinstrend nur in abgeschwächter Form. Langfristige Bundesobligationen werfen zur Zeit ähnlich hohe Renditen ab wie zu Jahresbeginn. Die leicht gestiegene Renditedifferenz zwischen Franken- und Euro-Anlagen widerspiegelt den Inflationsunterschied zwischen den beiden Währungsräumen. Auch die Renditedifferenz langfristiger Anleihen in Euro und US-Dollar entspricht in etwa der Inflationsdifferenz. Die Realzinsen haben sich damit international angenähert.

Der US-Dollar zeigte sich seit Jahresbeginn - nach dem kräftigen Rückgang am Ende des vergangenen Jahres - wieder von seiner robusten Seite. Die Dollarerholung wurde unterstützt durch die Erwartung einer nur kurz dauernden Wachstumsverlangsamung in den USA und durch schlechtere konjunkturelle Aussichten in einigen europäischen Ländern. Die auf Fundamentaldaten (Zins- und Wachstumsdifferenzen, Leistungsbilanzsalden) aufbauenden Erklärungen der Wechselkurse liefern uns einmal mehr nur ungenügende Anhaltspunkte für die Bewegungen des Euro-Dollar-Kurses. Die Entwicklung des Frankens war weitgehend geprägt von den transatlantischen Wechselkursveränderungen. Ende Mai notierte der Franken gegenüber dem Dollar rund 6% unter seinem durchschnittlichen Wert des Jahres 2000. Zum Euro bewegte er sich in einer engen Bandbreite. Die Volatilität dieses Währungspaares ist zur Zeit so tief wie seit Frühjahr 2000 nicht mehr. Es wäre allerdings riskant, die momentane Wechselkursstabilität unbesehen in die Zukunft fortzuschreiben. Die Erfahrung lehrt uns, dass sich Wechselkurse schnell und unvorhersehbar verändern können.

Die internationalen Aktienmärkte haben sich stabilisiert und etwas erholt. In einer längerfristigen Betrachtung fällt auf, dass sich verschiedene Aktienmärkte heute stärker gegenseitig zu beeinflussen scheinen als früher und die Entwicklung vielfach im Gleichschritt erfolgt. Einen Spezialfall bildet die Schweiz, deren Börsenentwicklung aufgrund des unterschiedlichen Branchenmixes im Index sogar weniger stark mit anderen internationa-

Bern, 14. Juni 2001

2

len Börsenplätzen korreliert als in früheren Jahren. Eine internationale Diversifikation ist für Schweizer Investoren somit von hohem Wert. Aus dem gleichen Grund sind auch Schweizer Aktien in internationalen Portfolios attraktiv. International ist die branchenmässige Parallelität der Börsenentwicklung augenfällig. Aufgrund der Globalisierung haben viele Unternehmungen ähnliche Produktionsstrukturen und sind im selben internationalen Markt tätig. Änderungen der technologischen Potenziale und der Marktperspektiven schlagen sich somit ähnlich in der Profitabilität aller Unternehmungen einer Branche nieder.

### ***Zur geldpolitischen Bedeutung der Aktienentwicklung***

Die zum Teil heftigen Kurseinbrüche an den internationalen Aktienmärkten, die insbesondere Werte des Technologiesektors betrafen, rückten die Frage nach der geldpolitischen Relevanz der Börsenentwicklung vermehrt in den Vordergrund. Lassen Sie mich zunächst festhalten, dass es die Kernaufgabe der Börsen ist, Bewertungen von Unternehmungen und damit auch Bewertungskorrekturen vorzunehmen. In diesem Sinne gibt es keine „richtige“ Bewertung, sondern nur unterschiedliche Einschätzungen von Zukunftsaussichten. Selbstverständlich erstreckt sich der Stabilitätsauftrag der SNB nicht auf Aktienkurse. Die Frage, ob die Aktienmärkte über- oder unterbewertet sind, fliesst als solche nicht in die geldpolitische Lagebeurteilung ein. Dennoch können Aktienkurse die Geldpolitik in gewissen Situationen indirekt beeinflussen:

Geldpolitisch von Bedeutung wird die Aktienpreisentwicklung gleich wie diejenige anderer Vermögenswerte dann, wenn sie das Wirtschaftsgeschehen beeinflusst. Erstens kann es wegen Kurseinbrüchen zu Störungen im Finanzsystem kommen, was Beeinträchtigungen der Kreditvergabe zur Folge haben kann. Die Geldpolitik kann in solchen Fällen höchstens kurzfristig dämpfend wirken. Zweitens kann eine Veränderung von Vermögenspreisen direkt eine Veränderung der Gesamtnachfrage bewirken. Personen, die sich reicher fühlen, konsumieren mehr; und Firmen, die aufgrund einer hohen Bewertung auf einfache Weise zu günstigem Kapital kommen, investieren mehr. Dieser Vermögenseffekt kann die Transmission der Politik verändern. Wie relevant ist der Vermögenseffekt? In den USA, wo die private Sparquote inzwischen sehr tief und der Aktienbesitz unter den Konsumenten stark verbreitet ist, wird befürchtet, dass ein negativer Vermögenseffekt die wirtschaftliche Abschwächung beschleunigen könnte. Solche Befürchtungen haben sich allerdings bis jetzt noch nicht realisiert. In der Schweiz ist die Sachlage etwas anders: Die Sparquote ist traditionell hoch und stabil. Der Aktienbesitz konzentriert sich zudem bei uns stärker als in den USA auf institutionelle Investoren sowie auf vermögende Privatpersonen - exakte Daten zur Aufteilung des privaten Aktienbesitzes auf die verschiedenen Vermögensklassen fehlen allerdings. Immerhin haben in der Vergangenheit zahlreiche Pensionskassen dank erheblicher Kursgewinne ihren Versicherten Prämienrabatte gewähren können, was zu einer Erhöhung der verfügbaren Lohneinkommen und möglicherweise zu zusätzlichen Konsumausgaben geführt hat. Trotzdem dürfte unter den schweizerischen Verhältnissen der durch Aktienkursschwankungen ausgelöste konjunkturelle Vermögenseffekt nicht stark ins Gewicht fallen. Der Lage am Arbeitsmarkt kommt für Konsumausgaben und Konjunktur eine wesentlich grössere Bedeutung zu.

Bern, 14. Juni 2001

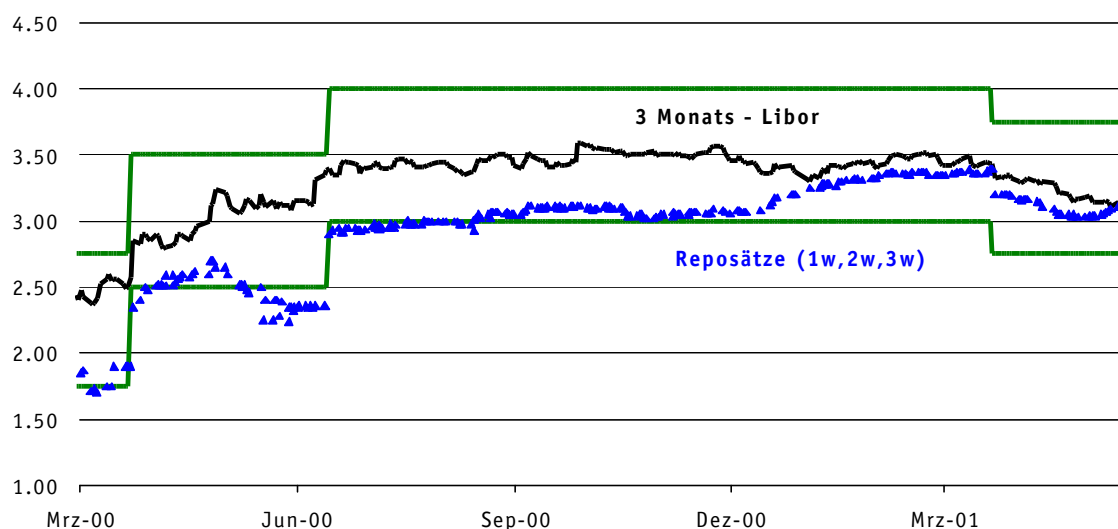
3

Die gelegentlich erhobene Forderung, die Notenbanken sollten bei sich abzeichnenden "unrealistischen" Aktienkursbewegungen präventiv tätig werden und so die Indexschwankungen glätten, ist unrealistisch, ja kontraproduktiv. Unrealistisch, weil sie bei der Notenbank eine tiefere Einsicht in die richtige Bewertung voraussetzt. Und kontraproduktiv, weil ein solches Versprechen die Risikobereitschaft der Anleger erhöhen und so seinerseits gefährliche Verzerrungen auslösen würde. Überdies würde sich die hohe Volatilität der Aktienindexentwicklung auf den geldpolitischen Kurs übertragen, was dem Stabilitätsauftrag diametral zuwiderlaufen würde.

### **Zur geldpolitischen Steuerung**

In den vergangenen fünf Monaten haben wir gesehen, dass sich die Liborsteuerung auch dann zufriedenstellend handhaben lässt, wenn am Markt starke, vom internationalen Umfeld ausgehende Erwartungen auf eine Zinssenkung vorhanden sind. Im zweiten Halbjahr 2000 rechnete der Markt noch mit relativ stabilen Geldmarktzinssätzen. Damit war auch der "Spread" zwischen unseren Reposätzen und dem Libor ziemlich konstant. Als die kurzfristigen Zinsen in den USA rapid zu sinken begannen, entstand auch bei uns Druck auf die Geldmarktsätze. Vor diesem Hintergrund gestaltete sich die Liborsteuerung etwas schwieriger. Um den Libor im angestrebten Bereich in der Mitte unseres Zielbandes zu halten, erhöhten wir die Reposätze und verknappten gleichzeitig die Liquidität. Dadurch verengte sich der Spread zwischen den Reposätzen und dem Dreimonatslibor. Rein technisch hätten wir die Mittel, den Libor stets in der Mitte des Bandes zu halten. Dies entspricht aber nicht in jedem Fall unseren Absichten. Das Liborziel ist bewusst als Band definiert, das gewisse Schwankungen zulässt. Wir haben den Märkten immer wieder signalisiert, dass aus den Reposätzen keine geldpolitischen Signale gelesen werden sollten. Unsere geldpolitischen Absichten werden - abgesehen von unseren Stellungnahmen in der Öffentlichkeit - durch die Lage des Zielbandes signalisiert.

### **Liborsteuerung**



Bern, 14. Juni 2001

4

### ***Zur Entwicklung der geldpolitischen Instrumente***

Seit Beginn des letzten Jahres setzen wir die Geldpolitik ausschliesslich über Repo-Geschäfte um. Auf unser früher wichtigstes Instrument, den Devisenswap, greifen wir nur noch in Ausnahmesituationen zurück. In den letzten eineinhalb Jahren war dies nicht nötig. Repos sind äusserst flexibel einsetzbar. Sie erlauben es uns, unterschiedliche Bedürfnisse mit demselben Instrument abzudecken. Auch die zinslose Intraday-Liquidität stellen wir über dieses Instrument zur Verfügung. Durch die effiziente Abwicklung nach dem Lieferung-gegen-Zahlung Prinzip können die bei Devisenswaps vorhandenen Abwicklungsrisiken weitgehend vermieden werden. Wichtig ist uns, dass bei den Repo-Auktionen - im Gegensatz zu Devisenswaps - eine grosse Zahl von Banken teilnehmen. Die Sicherheiten, die wir akzeptieren, können wir im Verlauf der Zeit - im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben - an veränderte Bedürfnisse anpassen: So akzeptieren wir seit diesem Frühjahr einen dritten Obligationenkorb, bestehend aus in Euro denominierten Pfandbriefen. Dadurch wurde die Teilnahme ausländischer Institute an unseren Repo-Auktionen erleichtert. Deren Interesse dürfte noch zunehmen, wenn im Oktober die neugeschaffene CLS-Bank ihren Betrieb aufnimmt. Diese Bank bietet ein Multiwährungs-Abwicklungssystem für Devisengeschäfte an. Zur Abwicklung benötigen die internationalen Banken Liquidität in verschiedenen Währungen, unter anderem auch Franken. Für einige ausländische Banken könnte es daher interessant sein, die Frankenliquidität direkt bei der SNB zu beziehen.

### **Geldpolitische Instrumente**

