

Jahresend-Mediengespräch, Zürich, 8. Dezember 2000

Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig,
Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Zur Zins- und Währungssituation

Das Jahr 2000 brachte ambivalente Zins- und Währungsentwicklungen. Auf der Zinsseite standen anziehenden kurzfristigen Sätzen stabile bis sinkende langfristige Sätze gegenüber. Angesichts der robusten Wachstumsdynamik mussten die Notenbanken, darunter auch die Nationalbank, ihre massgeblichen Zinssätze im ersten Halbjahr deutlich erhöhen. Erfreulicherweise wurden dadurch die langfristigen Zinssätze eher gedämpft, wozu auch markante Verbesserungen der staatlichen Haushaltsperspektiven beigetragen haben. Angesichts des in der Schweiz und in anderen Ländern beachtlichen Wirtschaftswachstums sind die aktuellen Zinsniveaus im historischen Vergleich bemerkenswert tief. Dies signalisiert gute Chancen für einen weiterhin positiven Konjunkturverlauf mit geringen Teuerungsrisiken.

Die diesjährige Entwicklung des Frankens ist geprägt durch eine zeitweise deutliche Abwertung gegenüber dem US-Dollar und eine Aufwertung gegenüber dem Euro. Als Folge der gegenläufigen Entwicklung blieb der exportgewichtete Kursindex ziemlich stabil. Mit anderen Worten hielten sich positive und negative Wechselkurseffekte gesamtwirtschaftlich in etwa die Waage. Für einzelne Branchen und Unternehmungen können derartige Wechselkursverschiebungen, je nach währungsmässiger Verteilung von Ertrag und Aufwand, natürlich spürbare Auswirkungen haben. Der hohe US-Dollarkurs belebt die Exporte und verteuert die Importe, während der tiefe Eurokurs die Exporte ins Eurogebiet belastet und die Einfuhren erleichtert.

Dass sich der Franken Ende März vom Abschwächungstrend des Euro absetzte, war angesichts der ausgeprägten Konjunkturdynamik und der wieder erreichten Vollbeschäftigung in unserem Land durchaus erwünscht. Diese Bewegung unterstützte das Bemühen der Nationalbank, mit schrittweisen Zinserhöhungen die monetären Bedingungen etwas zu verengen. Die Finanzmärkte interpretierten diese Entwicklung als Bestätigung des eigenständigen geldpolitischen Kurses. Der seither angestiegene Zinsbonus geht einher mit einer wieder bedeutenderen Rolle des Frankens als Diversifikationswährung.

Auf den Devisenmärkten war indessen die anhaltende Schwächetendenz des Euro das zentrale Ereignis des zu Ende gehenden Jahres. Das erwartungsgemäss abnehmende Wachstumsgefälle zwischen den USA und den Ländern der Europäischen Währungsunion vermochte den Euro in den letzten Wochen zu stabilisieren. Wie weit die Interventionen der Zentralbanken dazu beigetragen haben, ist fraglich. Grundsätzlich sind die Erfolgchancen sterilisierter – d.h. in ihren Liquiditätswirkungen neutralisierter – Interventionen begrenzt. Die mit dem Euro gemachte Erfahrung lehrt, dass unser Verständnis der Bestimmungsgründe von kurz- und mittelfristigen Wechselkursbewegungen mangelhaft ist. Umso mehr muss es im grenzüberschreitenden Geschäft darauf ankommen, Wechselkursrisiken rigoros zu erfassen und so zu steuern, dass auch unerwartete Veränderungen wirtschaftlich verkraftbar bleiben.

Zinssteuerung - eine erste Bilanz

Mit dem vor Jahresfrist vorgestellten geldpolitischen Konzept - es beruht auf den drei Pfeilern Definition der Preisstabilität, Inflationsprognose und Libor-Zielband - ist die Nationalbank auf der operativen Ebene zur Zinssteuerung übergegangen, nachdem sie vorher eine vorwiegend mengenorientierte Steuerung betrieb. Welche Erfahrungen wurden dabei gemacht? Lassen Sie mich vorweg die Prinzipien der heutigen Steuerungsmethode in Erinnerung rufen: Das Zielband für den Dreimonats-Libor reflektiert unsere geldpolitischen Absichten. Innerhalb des Zielbandes, das eine Breite von einem Prozentpunkt aufweist, lassen wir den Libor kontrolliert schwanken. In der Regel halten wir diesen Zinssatz im Bereich der Bandmitte. Falls geldpolitisch nötig, können wir ihn in den oberen oder unteren Bandbereich ansteigen oder fallen lassen. Wir steuern den Libor indirekt über Repo-Geschäfte mit Laufzeiten von wenigen Tagen oder Wochen, währenddem sich der Libor auf Anlagen für drei Monate bezieht. Hierin unterscheidet sich unsere Steuerungsmethode vom Leitzins-Regime anderer Notenbanken, die einen ganz kurzfristigen Zinssatz anvisieren und zu diesem Satz direkt Geschäfte tätigen. Wir haben den Dreimonatssatz gewählt, weil er einerseits markttechnischen Störungen weniger ausgesetzt ist und andererseits empfindlicher auf wirtschaftlich relevante Veränderungen reagiert, die aus dem Ausland oder vom Kapitalmarkt her auf den Franken-Geldmarkt einwirken.

Im Rückblick hat sich das neue Steuerungsregime bisher bewährt (vgl. dazu die beiliegende Grafik). Das Zielband und der Libor als Referenzsatz sind in der geldpolitischen Diskussion bereits solide verankert. Erwartungsgemäss war die neue Steuerungspraxis für alle Beteiligten gewöhnungsbedürftig. So konzentrierten sich etliche Marktteilnehmer anfänglich auf die Repo-Sätze als Signalträger, was die Bewegungen des Libor innerhalb des Zielbandes verstärkte. Inzwischen hat sich die Einsicht durchgesetzt, dass die geldpolitischen Signale von Verschiebungen des Zinsbandes - oder allenfalls von der Neupositionierung des Libor innerhalb des Bandes - ausgehen.

Trotz anfänglich von Einzelnen geäussert Bedenken war die Steuerbarkeit des Libor nie in Frage gestellt. Es gelang uns insgesamt gut, ihn auf das jeweils angestrebte Niveau zu steuern, respektive ihn dort zu halten. Dies auch im ersten Halbjahr, als wir das Zielband und die Libor-Position innerhalb des Bandes in relativ kurzen Abständen nach oben verschieben mussten. Gerade in solchen Phasen ist der Libor der bessere geldpolitische Signalträger als der Repo-Satz. Der Repo-Satz unterliegt teils rein technisch bedingten Schwankungen, die zu stabilisieren geldpolitisch kontraproduktiv wäre. Auch an der Breite des Zielbandes wollen wir nichts ändern. Sie bietet uns die nötige Zinsflexibilität, ohne dass die Signalkraft des Zielbandes für den Markt untergraben wird. Mit einem engeren Zielband hätten wir im ersten Halbjahr Zinsschritte in einer Kadenz ankündigen müssen, die der Glaubwürdigkeit und Transparenz des neuen Konzepts abträglich gewesen wäre.

Wesentlich zur positiven Bilanz der Zinssteuerung hat das Repo-Geschäft beigetragen. Die vollautomatische Repo-Handels- und -Abwicklungsplattform gibt uns ein Höchstmass an operativer Flexibilität. Deshalb haben wir anfangs Jahr die ganze Geldmarktsteuerung auf Repos umgestellt und halten die herkömmlichen Instrumente (Devisenswaps, Platzierung von Bundesgeldern) nur noch für Sonderfälle in der Reserve bereit. Repo-Geschäfte können wir tagsüber praktisch jederzeit mit allen am System angeschlossenen Gegenparteien zu variierbaren Konditionen und Beträgen abschliessen und fortlaufend abwickeln.

Dank der Effizienz des Repo-Systems hat sich der Kreis der Teilnehmer auf heute 90 Banken, die unter sich oder mit der Nationalbank Geschäfte abschliessen, erweitert. Von ihnen partizipieren etwa 40 an unseren Repo-Auktionen, darunter inzwischen auch namhafte Institute aus dem Ausland. Der direkte Draht zur Nationalbank bringt den beteiligten Banken Vorteile im Liquiditätsmanagement, vor allem aber verstärkt er den Wettbewerb auf dem Franken-Geldmarkt und fördert damit die Effizienz der Preisbildung, was letztlich allen Beteiligten zugute kommt. Mit dieser Öffnung konnte der Einfluss der Grossbanken auf die Bedingungen am Geldmarkt abgebaut werden. Ihr Anteil am Total der ausstehenden Liquiditätstransaktionen hat sich von über 80% auf mittlerweile rund 50% zurückgebildet.

Seit gut einem Jahr stellt die SNB den Banken über das Repo-Geschäft zusätzlich zinslose Intraday-Liquidität zur Verfügung. Täglich werden Mittel im Umfang von rund zwei Mia. Franken bezogen. Zweck dieses Geschäfts ist die Erleichterung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs. Seit der Einführung des Intraday-Kredits ist der Zahlungsfluss im SIC im Tagesverlauf gleichmässiger geworden. Insbesondere hat sich die Kumulation unerledigter Zahlungsaufträge vor dem täglichen Clearing-Abschluss deutlich zurückgebildet. Diese Massnahme trägt zur Funktionssicherheit unseres Zahlungssystems bei.

Libor-Steuerung im Verlauf des Jahres 2000

