

Embargo: 31. Januar 2008, 13:00

**Geldpolitik und Finanzmärkte:
Was bringt das Jahr 2008?**

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat
Messe Fonds' 2008
Zürich, 31. Januar 2008

* Der Referent dankt Zoltan Szelyes und Marlene Amstad für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

1. Finanzmarktprobleme und makroökonomische Entwicklung

Die Probleme im Zusammenhang mit dem amerikanischen Häuser- und Hypothekenmarkt dominierten die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten im Jahr 2007. Verbriefte und strukturierte Hypothekarkredite tiefer Bonität, sog. Subprime-CDOs, erlitten aufgrund der Verschlechterung des US-Häusermarktes einen starken Wertzerfall. Banken mit grossen Beständen an diesen Wertpapieren mussten signifikante Abschreibungen vornehmen. Die hohen Verluste führten bei den Banken zu einem gegenseitigen Vertrauensverlust und zu einer Verunsicherung über die eigene Liquiditätslage. An den internationalen Geld- und Kreditmärkten kam es daraufhin zu massiven Anspannungen und Verzerrungen.

Trotz der Probleme auf den Finanzmärkten in der zweiten Jahreshälfte entwickelte sich die Weltwirtschaft 2007 robust. Vorlaufende Indikatoren deuten jedoch auf eine Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums im laufenden Jahr hin. Für die wichtigen Regionen der Weltwirtschaft wurden in den letzten Monaten die Prognosen für 2008 nach unten korrigiert. Auch herrschen bezüglich der globalen Wirtschaftsentwicklung zur Zeit höhere Unsicherheiten als üblich. Die Erfahrung zeigt zudem, dass die Wirtschaftsentwicklung nur mit einer bestimmten Verzögerung auf Verwerfungen an den Finanzmärkten reagiert. Im heutigen Umfeld wird es zentral sein, wie ausgeprägt der Rückgang des Konsums der Haushalte und der Investitionen der Unternehmen in den USA aufgrund der restriktiveren Kreditvergabe ausfallen wird. Die europäische und asiatische Wirtschaft werden sich kaum völlig von negativen Entwicklungen in den USA abkoppeln können. Die Frage ist vielmehr, wie gross das Ausmass der Übertragung sein wird.

Den Risiken einer Wachstumsabschwächung stehen höhere Inflationsrisiken gegenüber. Die Inflation ist weltweit in den letzten Monaten angestiegen, und in wichtigen Ländern wurden für 2008 die Prognosen für die Inflation nach oben angepasst. Der Anstieg ist vor allem durch die höheren Energie- und Rohstoffpreise getrieben. Aber auch die Kerninflation ist vielerorts angestiegen.

2. Weitere Normalisierung der Risikoprämien an den Finanzmärkten

Die Verwerfungen im Finanzsektor führten 2007 zu einem deutlichen Anstieg der Risikoprämien. Diese waren in letzten Jahren sehr tief. Auch nach dem erfolgten Anstieg sind diese Prämien im historischen Vergleich immer noch bescheiden. Die höhere ökonomische Unsicherheit in 2008 dürfte dazu führen, dass der Prozess der Anpassung der Risikoprämien weitergeht.

Die Kreditmärkte wurden bereits letztes Jahr von einer stärkeren Risikoaversion der Investoren erfasst. Die Kreditrisikoprämien, gemessen an den Renditedifferenzen zwischen Unternehmensanleihen und risikolosen Staatsanleihen, weiteten sich im letzten Jahr wieder aus. Zwischen 2003 bis 2006 verengte sich diese Renditedifferenz in den meisten Ländern, da die wahrgenommenen Ausfallrisiken aufgrund der robusten wirtschaftlichen Entwicklung abnahmen. Während letztes Jahr in den Kreditmärkten vor allem der Finanzsektor im Vordergrund stand, dürfte in diesem Jahr die Entwicklung der Unternehmensanleihen im High-Yield-Bereich im Vordergrund stehen, da dieses Segment von einer wirtschaftlichen Abschwächung am stärksten betroffen wäre.

Die Aktienmärkte zeigten eine ähnliche Entwicklung wie die Kreditmärkte. Die Aktienmarktvolatilität, gemessen an impliziten Dreimonatsvolatilitäten von verschiedenen Aktienindizes, ging zwischen 2003 und Frühjahr 2007 von über 40% auf unter 20% zurück. Die Finanzmarktprobleme haben nun zu einem Anstieg der Volatilität geführt. Die Aktienmarktvolatilität dürfte in diesem Jahr aufgrund der makroökonomischen Unsicherheiten hoch bleiben oder weiter steigen.

Aus der steigenden Risikoaversion an den Finanzmärkten folgt eine Verschlechterung des Umfelds für Carry Trades. Ein Carry Trader spekuliert darauf, dass die Zinsdifferenz zwischen zwei Währungen für einen bestimmten Zeitraum nicht durch eine Veränderung des Wechselkurses kompensiert wird. So verschuldet sich ein Carry Trader in einer Tiefzinswährung und investiert in einer Hochzinswährung. Beliebte für Carry Trades waren in den letzten Jahren z.B. der Franken und der Yen als Verschuldungswährungen und der neuseeländische und australische Dollar als Anlagewährungen. Investorenpositionierungsdaten geben zwar kein vollständiges Bild dieser Carry Trades, können aber einige Hinweise auf bestimmte Entwicklungen geben. Diese Daten zeigen, dass die Spekulanten ihre starken Longpositionen in Hochzinswährungen zugunsten von Tiefzinswährungen in den letzten Monaten abgebaut haben. Die makroökonomischen

Unsicherheiten dürften dazu führen, dass die Wechselkursvolatilitäten im Jahr 2008 hoch bleiben und daher ein ungünstiges Umfeld für solche Carry Trades bieten. Die höheren Risikoprämien in den verschiedenen Segmenten des Finanzmarktes werden sich insgesamt restriktiv auswirken.

3. Erhöhte Unsicherheiten für die Geldpolitik und Ausblick für die Schweiz

Die Verwerfungen an den Finanzmärkten sowie die grösseren Unsicherheiten über die Konjunktur- und Inflationsentwicklung führen dazu, dass es für die Finanzmarktteilnehmer schwieriger wird, den Kurs der Zentralbanken zu prognostizieren. Die Preise von Geldmarktfutures der wichtigen Währungen weisen deshalb seit einiger Zeit stärkere Schwankungen auf. Der Spielraum der Zentralbanken, auf die Abschwächung der Wirtschaft oder Finanzmarkturbulenzen zu reagieren, hängt stark von der Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen ab.

Für die Schweiz erwartet die Nationalbank aus heutiger Sicht für 2008 eine robuste Wirtschaftsentwicklung. Zwar schwächt sich die Wachstumsdynamik im Vergleich zum Vorjahr ab. Die Konjunktur bleibt aber breit abgestützt und der Arbeitsmarkt entwickelt sich weiter positiv. Die Auftragsbücher der Unternehmungen für 2008 sind in den meisten Sektoren gefüllt und die Konsumentenstimmung bleibt gut. Die Risiken haben jedoch in letzter Zeit zugenommen. So könnte sich die Prognose vom Dezember, die ein Wachstum von rund 2% für 2008 vorsah, bei einer markanten Abkühlung der Weltwirtschaft als zu optimistisch erweisen. Wegen den Preisaufschlägen beim Erdöl dürfte die Inflation in der Schweiz im ersten Halbjahr 2008 auf über 2% ansteigen. Danach sollten sich die Inflationsaussichten wieder verbessern und die Teuerung in den Bereich der Preisstabilität zurückkehren. Die SNB sieht trotz der erhöhten Volatilität an den Börsen zurzeit keinen zusätzlichen Handlungsbedarf. Das Zielband für den Dreimonatslibor mit einem Mittelwert von 2,75% ist für die heutige Wirtschaftssituation angemessen. Die Lagebeurteilung von Mitte März 2008 wird Gelegenheit geben, Inflations- und Konjunkturaussichten mit neuen Daten zu beurteilen. Die SNB verfolgt die ökonomische Entwicklung zeitnah und kann bei völlig unerwarteten Ereignissen mit grosser Tragweite rasch und flexibel reagieren.

Geldpolitik und Finanzmärkte: Was bringt das Jahr 2008?

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums

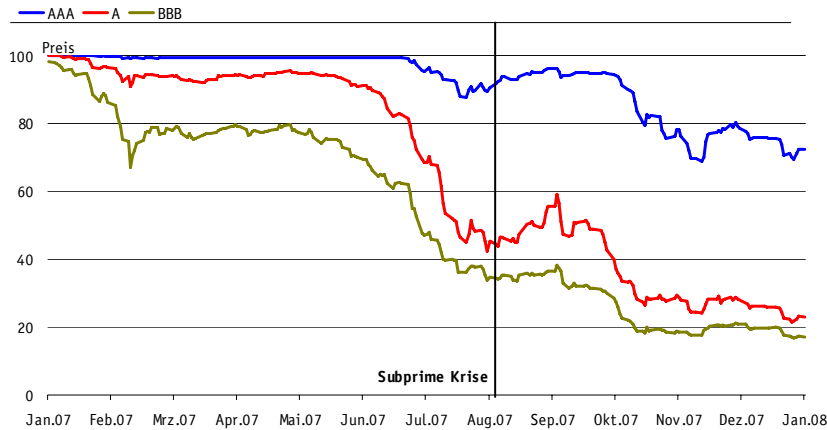
Messe FONDS'08
Zürich, 31.01.2008

Überblick

- ◆ Makroökonomie
 - ◆ Finanzmärkte
 - ◆ Geldpolitik und Ausblick Schweiz
-

Probleme wegen US Subprime Krise

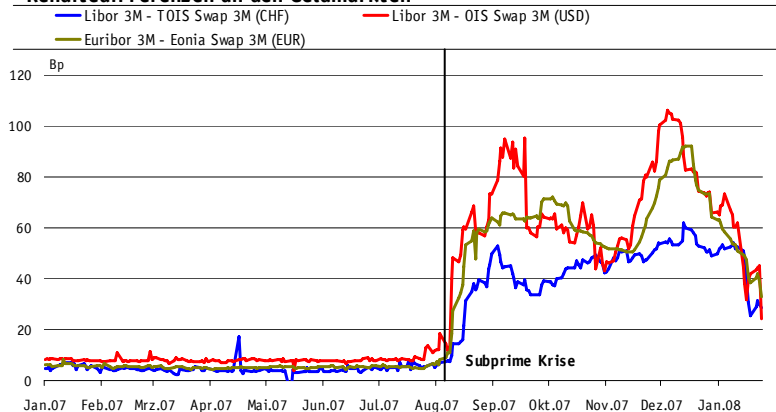
ABX-HE 2007/1 Indizes



Quelle: Reuters, SNB

Höhere Unsicherheiten am Geldmarkt

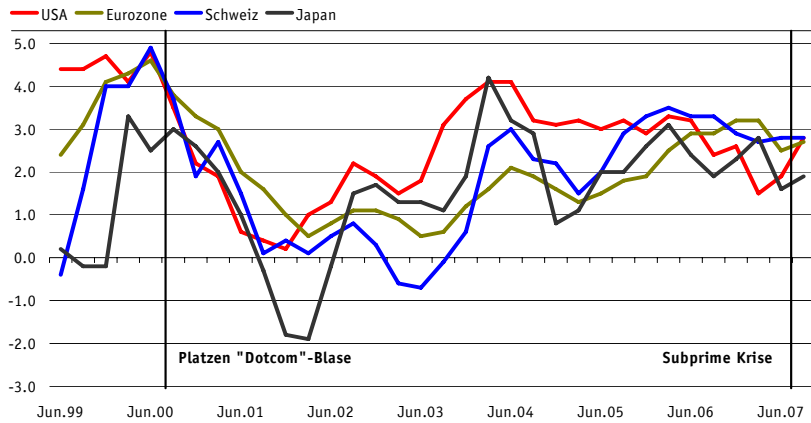
Renditedifferenzen an den Geldmärkten



Quelle: Bloomberg, SNB

Bisher robuste Weltwirtschaft

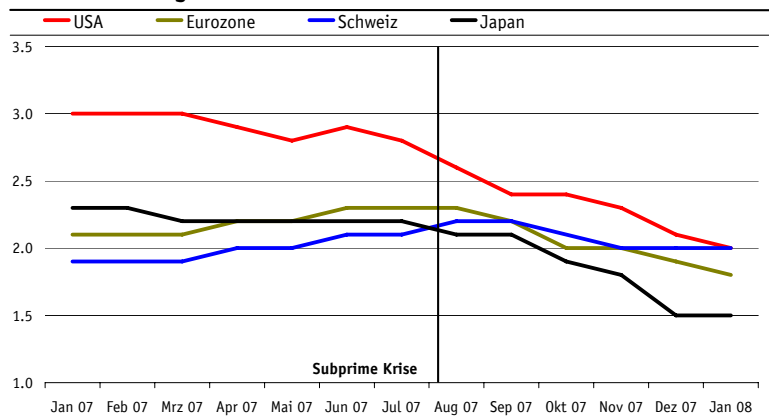
Wachstumsrate des realen BIPs in % zum Vorjahr



Quelle: Bloomberg, SNB

Zunehmende Konjunkturrisiken

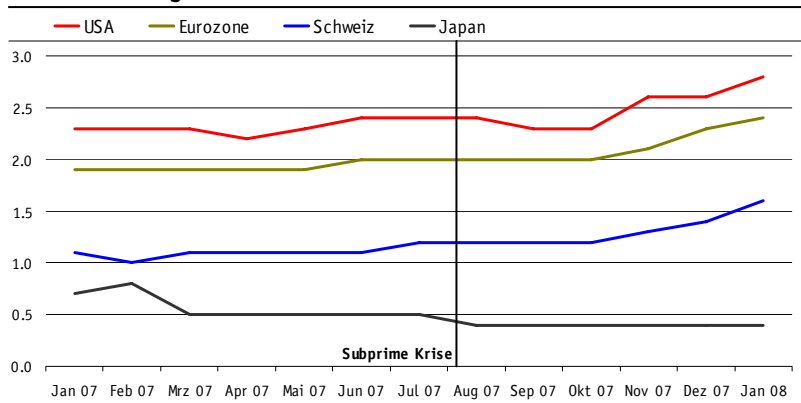
"Consensus-Prognose" Mittelwert für BIP-Wachstum 2008 in %



Quelle: Consensus, SNB

Zunehmende Inflationsrisiken

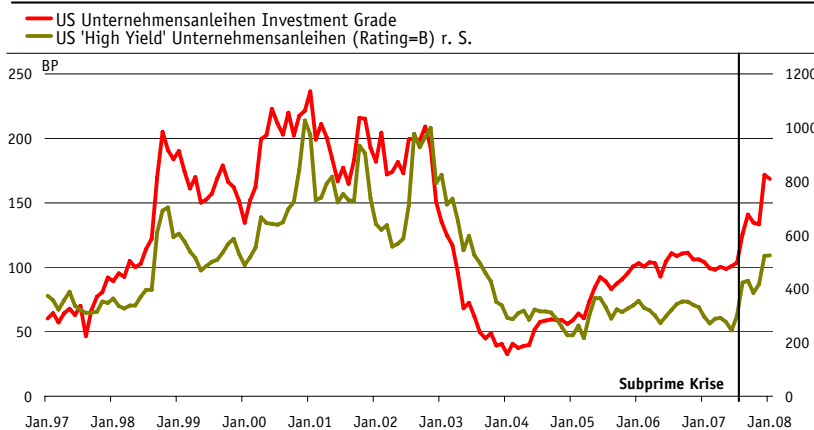
"Consensus-Prognose" Mittelwert für Inflation 2008 in %



Quelle: Consensus, SNB

Steigende Credit Spreads

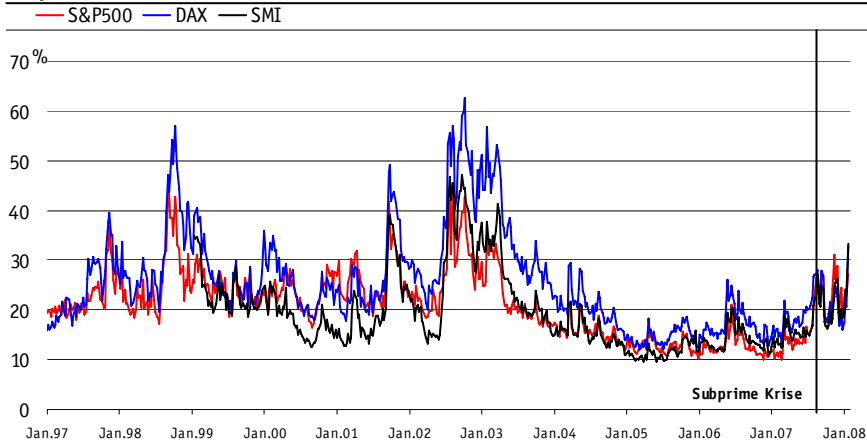
Renditedifferenzen zu 10-jährigen US- Staatsanleihen



Quelle: Datastream, SNB

Normalisierung der Aktienmarktvolatilität

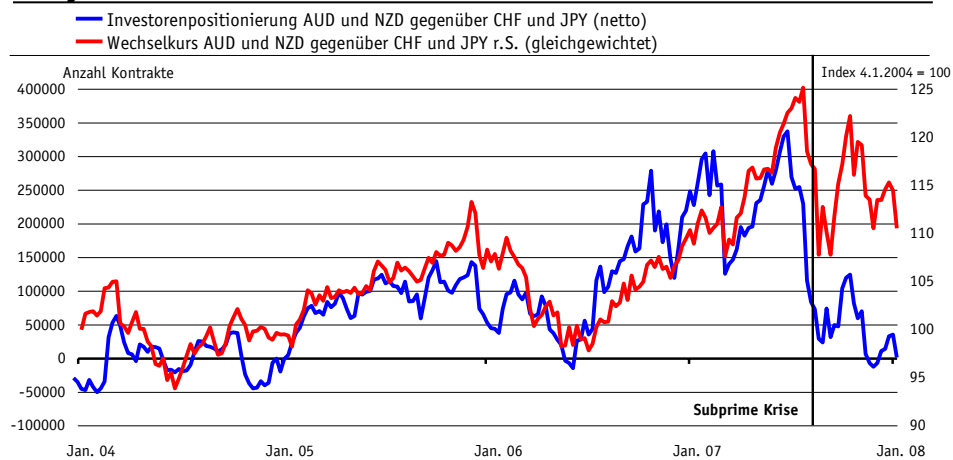
Implizite Aktienmarktvolatilitäten



Quelle: Datastream, SNB

Verschlechterung des Carry-Trade Umfelds

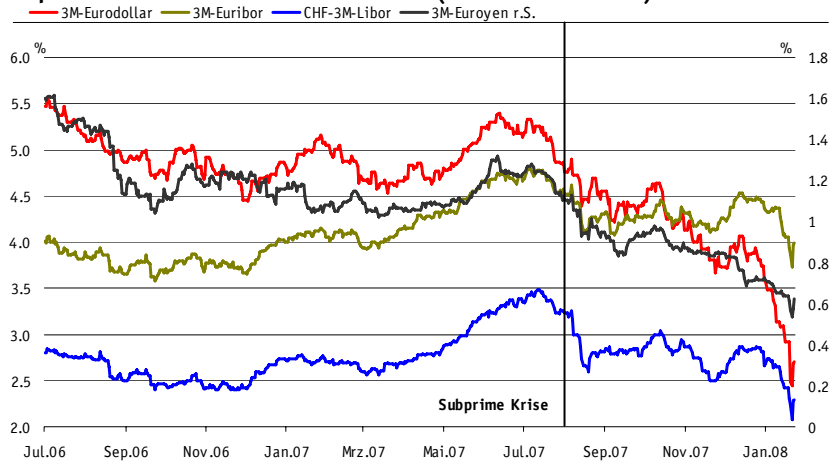
Carry Trades und Wechselkurse



Quelle: Bloomberg, SNB

Höhere Unsicherheiten über die Geldpolitik

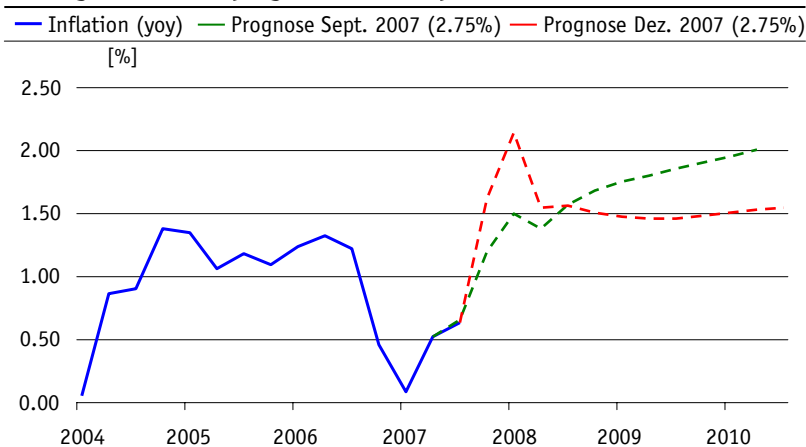
Implizite Renditen auf Geldmarktfutures (Juni 2008 Kontrakt)



Quelle: Bloomberg, SNB

Langfristige Inflationserwartungen zentral

Bedingte Inflationsprognosen vom September und Dezember



Quelle: SNB

Aussichten 2008

- ◆ Globale Abschwächung bei steigenden Inflationsrisiken
- ◆ Unsichere Auswirkungen der Kreditkrise auf die Realwirtschaft
- ◆ Weitere Normalisierung der Risikoprämien
- ◆ Schweizer Wirtschaft trotz Risiken in einer guten Lage