

Embargo: 27. März 2008, 18:00

**Aktuelle geldpolitische Herausforderungen für
die Schweizerische Nationalbank**

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat Geldmarkt-Apéro, 27. März 2008, Zürich

* Der Referent dankt Dr. Caesar Lack und Dr. Marlene Amstad für ihre Unterstützung bei der Vorbereitung dieser Präsentation.

1. Einleitung

Bis zum Sommer 2007 konnten die Zentralbanken während mehreren Jahren weltweit in einem sehr freundlichen Umfeld agieren: die Inflationsraten waren tief, die Wirtschaft wuchs stark, und die Finanzmärkte florierten. Seither haben sich diese günstigen Umstände jedoch in ihr Gegenteil verkehrt: die Finanzmärkte befinden sich in einer schweren Krise, das Wirtschaftswachstum schwächt sich ab und die Inflationsraten sind weltweit im Steigen begriffen. Im Verlauf von nur wenigen Monaten wurde die Geldpolitik somit gleichzeitig an mehreren Fronten vor Herausforderungen gestellt. Nach einer kurzen Beschreibung der Finanzmarktkrise wird im Folgenden auf diese Herausforderungen aus der Sicht der Nationalbank eingegangen. Danach werden einige Schlussfolgerungen gezogen.

2. Finanzmarktkrise

Das Epizentrum der gegenwärtigen Finanzmarktkrise liegt im amerikanischen Immobilienmarkt. Die Häuserpreise in den USA hatten dank günstiger makroökonomischer Bedingungen und innovativer Hypothekarprodukte in den letzten Jahren einen beispiellosen Boom erlebt, der 2006 seinen Höhepunkt erreichte. Seither sind die Häuserpreise deutlich rückläufig. Der Anfang 2007 einsetzende Preisrückgang verbriefter Subprime-Hypotheken war der eigentliche Auslöser der weltweiten Finanzmarktkrise. Der US-Immobilienmarkt war jedoch nicht nur der Auslöser der Krise, sondern er bleibt weiterhin ein zentraler Bestimmungsgrund für deren zukünftigen Verlauf. So könnte ein weiterer starker Rückgang der Häuserpreise dazu führen, dass neben den bisher schon weitgehend offengelegten Verlusten im drittclassigen (Subprime) Bereich zusätzliche Verluste in den Segmenten der zweitclassigen (Alt-A) und erstklassigen (Prime) Hypotheken anfallen und so das Bankensystem zusätzlich belasten würden.

Die zunächst auf die verbrieften Subprime-Hypotheken beschränkte Krise breitete sich in den vergangenen Monaten rasch auf andere Finanzmarktsegmente aus – die Risikoprämien auf Unternehmensanleihen stiegen stark an, und die Aktienpreise fielen deutlich. Besonders stark von der Krise betroffen waren in den vergangenen Wochen die Finanzinstitute: ihre Aktien mussten die deutlichsten Kurseinbussen hinnehmen, und die rasant gestiegenen Credit Default Swap-Prämien widerspiegeln einen markanten Anstieg der von den Finanzmärkten erwarteten Konkurswahrscheinlichkeiten. Als Folge der Krise und der damit einhergehenden Lockerung der amerikanischen Geldpolitik verzeichnete zudem der Dollar einen signifikanten Wertverlust und fiel auf ein Allzeittief gegenüber vielen Währungen, so auch dem Franken.

3. Herausforderungen bezüglich Wirtschaftswachstum

Viele Indikatoren deuten darauf hin, dass die Finanzmarktkrise auch Spuren in der Realwirtschaft hinterlassen wird. So sind in den vergangenen Monaten die Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums in den grössten Wirtschaftsregionen im Jahr 2008 nach unten angepasst worden. Dies gilt insbesondere für die USA. Für dieses Jahr prognostizierte die SNB anlässlich ihrer Lagebeurteilung vom 13. März für die Schweiz ein Wachstum des Bruttoinlandprodukts (BIP) von 1,5%-2,0%. Dies entspricht einer spürbaren Wachstumsver-

langsamung, nachdem das Schweizer BIP im letzten Jahr um rund 3% angestiegen war. Trotzdem dürfte die Konjunktur relativ robust bleiben. Insbesondere die nach wie vor positiven Entwicklungen in der Industrie und beim Konsum wirken als Gegengewicht zu den Geschehnissen im Finanzsektor.

Der schweizerische Wirtschaftsaufschwung der vergangenen Jahre ist zu einem grossen Teil der Exportnachfrage zu verdanken: rund die Hälfte des Wachstums der letzten drei Jahre ist dem Anstieg der Nettoexporte zuzuschreiben. Die schweizerischen Exporte gehen zum grössten Teil in den europäischen Raum: gemessen an den Warenexporten waren dies im vergangenen Jahr 63%. Betrachtet man nur den Anstieg der Exporte der letzten drei Jahre, dann steht wiederum Europa mit 71% an der Spitze. Noch immer geht nur ein relativ geringer Anteil der Warenexporte nach Asien, in die Länder der ehemaligen Sowjetunion und in die Opec-Staaten (insgesamt 13%), und auch der Beitrag dieser Länder zum Exportwachstum ist mit insgesamt 17% relativ bescheiden. Eine Abkoppelung Asiens und der erdölexportierenden Länder von der Weltkonjunktur würde somit wohl nicht ausreichen, um das Schweizer Exportwachstum signifikant zu stützen. Zentral für die schweizerische Exportwirtschaft ist, wie sich die Nachfrage aus Europa und somit die europäische Konjunktur entwickelt. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsgrund der Exportnachfrage ist der Aussenwert des Frankens. Der tiefe Frankenkurs der letzten Jahre, insbesondere gegenüber dem Euro, dürfte die Nachfrage nach Schweizer Exporten stark gestützt haben.

Neben den Exporten ist für die Schweizer Konjunktur auch der Finanzsektor sehr wichtig. Wie die BIP-Zahlen gemäss dem Produktionsansatz zeigen, trägt der Finanzsektor rund 13% zur schweizerischen Wertschöpfung bei, was im internationalen Vergleich sehr viel ist. Sein Beitrag am BIP-Wachstum der letzten drei Jahre war noch deutlich grösser – der Finanzsektor trug fast ein Drittel zum gesamten Wirtschaftswachstum bei, ebensoviel wie die Industrie. Die Wertschöpfung im Finanzsektor ist zudem hoch korreliert mit der internationalen Börsenentwicklung.

Die Schweizer Konjunktur ist somit eng mit der europäischen Konjunktur, der internationalen Börsenentwicklung und dem Aussenwert des Frankens verflochten. Die Entwicklungen dieser Parameter in den letzten Monaten bestätigen die Erwartung der Nationalbank, dass sich die Konjunktur in der Schweiz in diesem Jahr abschwächen wird. Die Wirtschaft dürfte zwar nur knapp unter ihrem Potenzial wachsen, aber die Unsicherheit über den weiteren Gang der Wirtschaft ist im Moment besonders gross. Die Herausforderung für die Nationalbank wird es sein, die Folgen der Finanzkrise für die Konjunktur möglichst genau einzuschätzen und deren Implikationen für die Geldpolitik richtig und frühzeitig zu erfassen.

4. Herausforderungen bezüglich der Inflation

Das erstrangige Ziel der Nationalbank ist es, mittel- und langfristig Preisstabilität zu gewährleisten. Nachdem die Preise von Rohstoffen und Agrarprodukten schon seit längerem im Steigen begriffen sind, ist seit einigen Monaten weltweit auch ein deutlicher Anstieg der Konsumentenpreise zu verzeichnen. Dabei schlägt sich insbesondere die Erhöhung der Energiepreise nun deutlich in den Konsumentenpreisen nieder. In der Schweiz ist der Anstieg der Jahresinflationsrate von 0% vor einem Jahr auf aktuell 2,4% rund zur Hälfte auf die steigenden Preise für Erdölprodukte zurückzuführen. Auch die Kerninflation ist jedoch in

den letzten Monaten leicht angestiegen. Was die höheren Produzentenpreise betrifft, so besteht das Risiko, dass die Produzenten versuchen werden, ihre gestiegenen Kosten vermehrt auf die Preise von Gütern für die Endverbraucher zu überwälzen. Die SNB erwartet jedoch trotzdem, dass die Inflationsrate im Laufe des Jahres wieder unter die Marke von 2% fallen wird. Der Inflationsdruck dürfte sich bei stabilen Energiepreisen und auch aufgrund des festeren Frankens wieder abschwächen.

Die Herausforderung für die Nationalbank wie auch für andere Notenbanken besteht an der Inflationsfront darin, trotz aller Massnahmen im Zusammenhang mit der Finanzmarktkrise die Verankerung der Inflationserwartungen und die Glaubwürdigkeit ihrer auf langfristige Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik nicht zu gefährden.

5. Herausforderungen bezüglich des Geldmarktes

Der Geldmarkt ist zentral für die Stabilität des Bankensystems. Die Finanzmarktkrise spielt sich zu einem nicht unwesentlichen Teil im Geldmarkt ab. Der tief greifende Vertrauensverlust zwischen den Finanzmarktteilnehmern und die Unsicherheit über die eigene Liquiditätssituation haben dazu geführt, dass die ungesicherten Geldmärkte weltweit sehr illiquid geworden sind. Nach August und Dezember 2007 hat vor einigen Wochen die dritte Welle von Verzerrungen am Geldmarkt begonnen. Davon zeugen die Risikoprämien für Geldmarktkredite, die in allen wichtigen Währungen stark angestiegen sind. Selbst für solvente Marktteilnehmer ist die Refinanzierung am Geldmarkt sehr schwierig geworden. Hohe und volatile Risikoprämien erschweren zudem die Implementierung der Geldpolitik.

Das geldpolitische Konzept der Nationalbank hat sich in der Finanzmarktkrise bisher als äusserst tauglich und flexibel erwiesen. Im Gegensatz zu vielen andern Notenbanken steuert die SNB nicht die ganz kurzfristigen Geldmarktsätze, sondern den Dreimonats-Libor. Der Anstieg der Risikoprämie im Dreimonats-Libor wurde von der SNB durch eine Senkung des kurzfristigen Reposatzes kompensiert. So konnte der geldpolitisch zentrale Dreimonats-Libor über die letzten Monate relativ stabil gehalten werden. Dies im Gegensatz beispielsweise zum Euroraum. Dort schwankte der Dreimonats-Libor stark, während die für Investitionen weniger ausschlaggebenden ganz kurzfristigen Sätze in den vergangenen Monaten relativ konstant blieben. Die Nationalbank absorbierte somit die Veränderungen in der Risikoprämie und stabilisierte so die Kreditkosten für Kreditnehmer, deren Kredit-Konditionen an die Entwicklung des Libors gebunden sind.

Die Finanzmarktkrise führte im Geldmarkt auch zu einer erhöhten Nachfrage nach Dollar-Liquidität ausserhalb der USA. Die SNB hat daher im Rahmen einer konzertierten Aktion von führenden Notenbanken erstmals in ihrer über 100-jährigen Geschichte den Banken Dollar-Liquidität angeboten. Diese wird ihr von der amerikanischen Notenbank im Rahmen eines Swap-Abkommens zur Verfügung gestellt. In dieser Woche hat mittlerweile die dritte Auktion im Umfang von 6 Mrd. US-Dollar stattgefunden. In Anbetracht der Krise plant die SNB, Liquidität in US-Dollar zur Verfügung zu stellen, so lange sie dies als nötig erachtet.

Für die Nationalbank stellen sich im Geldmarkt zwei Herausforderungen. Zum einen muss sie versuchen, den angestrebten Dreimonats-Libor trotz volatiler Risikoprämien und Zinserwartungen möglichst nahe am angestrebten Ziel zu halten. Zum anderen muss sie durch ihre

Operationen und durch die Auswahl ihrer Instrumente zum Funktionieren des Geldmarktes beitragen.

6. Schlussfolgerungen

Die Nationalbank rechnet für 2008 mit einem BIP-Wachstum von 1,5% bis 2,0% und mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2%. Die mit diesen Prognosen verbundenen Unsicherheiten sind indes sehr gross. Bei der Wachstumsentwicklung sind die Risiken wohl eher nach unten, bei der Inflation nach oben gerichtet. Weil die Schweiz eine kleine und offene Volkswirtschaft ist, hängt der Gang der Schweizer Konjunktur stark von der Weltkonjunktur und den internationalen Finanzmärkten ab. Der starke Anstieg der Wechselkursvolatilität beim Franken und der Anstieg der Risikoprämien bewirken heftige Veränderungen der monetären Rahmenbedingungen. Nicht nur die Entwicklungen bei Inflation und Wachstum, sondern auch die volatilen Wechselkurse und Risikoprämien erschweren somit die Aufgabe der Nationalbank. Zudem dürfte auch die Finanzmarktkrise noch nicht ausgestanden sein. Die Nationalbank muss in dieser schwierigen Situation versuchen, in der kurzen Frist durch eine geschickte Implementierung der Geldpolitik möglichst stabilisierend auf den Geldmarkt einzuwirken. Sie muss zudem ihre Geldpolitik derart festlegen, dass sie sich einerseits in der mittleren Frist nicht nachteilig auf die Wirtschaftsentwicklung auswirkt und andererseits in der langen Frist die Preisstabilität garantiert. Trotz verschiedener Innovationen im geldpolitischen Instrumentarium sind die Möglichkeiten der Nationalbank in diesem komplexen Umfeld jedoch begrenzt. Insbesondere können die Zentralbanken das geschwundene Vertrauen unter den Finanzmarktteilnehmern nicht ohne weiteres wiederherstellen. Bei der Bewältigung der Probleme im Finanzmarkt müssen daher nicht nur die Zentralbanken in die Pflicht genommen werden. Vielmehr müssen auch die Banken und anderen Finanzmarktteilnehmer durch vertrauensfördernde Massnahmen versuchen, das Funktionieren der Märkte wieder herzustellen.

Aktuelle geldpolitische Herausforderungen

Thomas J. Jordan

Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

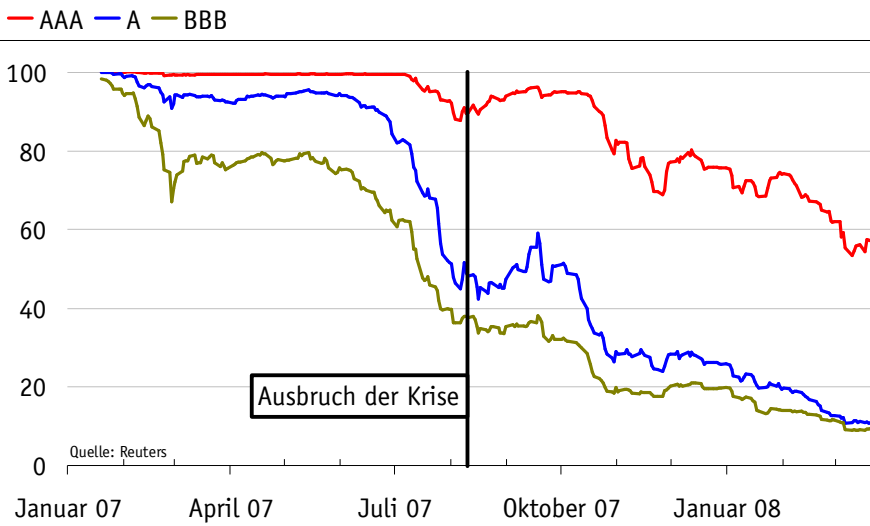
Geldmarkt-Apéro, 27. März 2008, Zürich

Agenda

- Finanzmarktkrise
- Herausforderung Wachstum
- Herausforderung Inflation
- Herausforderung Geldmarkt
- Schlussfolgerungen

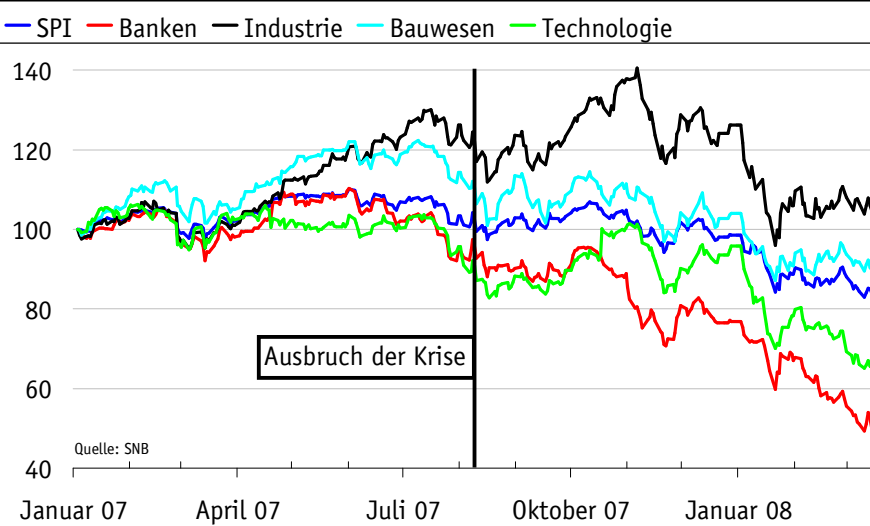
Verbriefte Subprime-Hypotheken

ABX Indizes (Subprime COs)



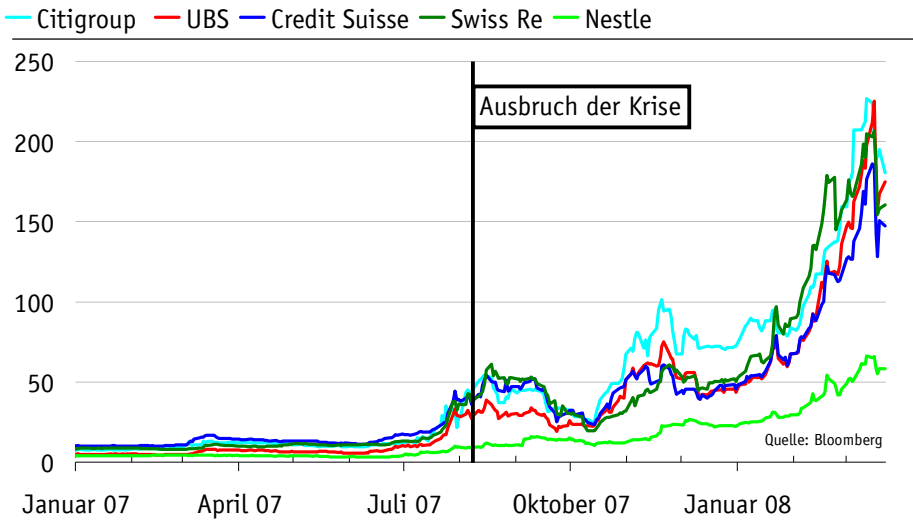
Rückgang der Aktienmärkte

SPI-Sektoren (Jan. 2007=100)



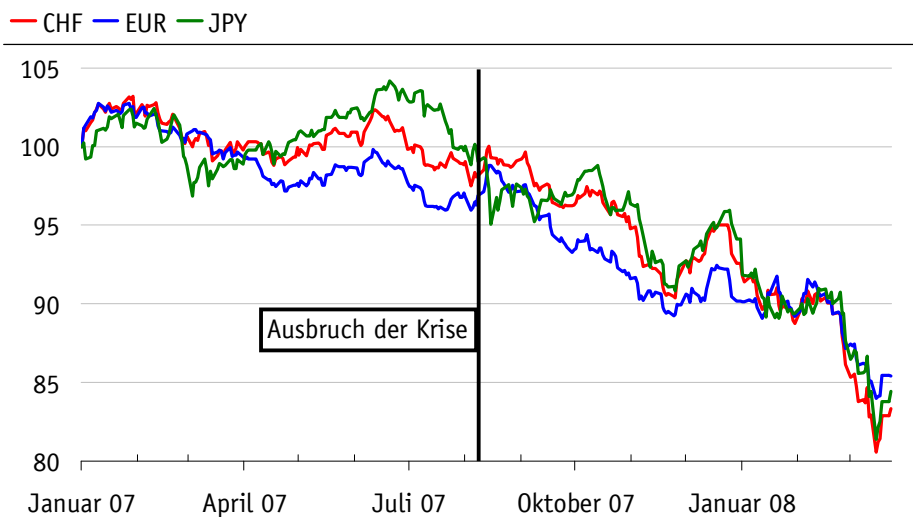
Anstieg der Risikoprämien

Credit Default Swaps (Prämie in Basispunkten)



Fall des Dollars

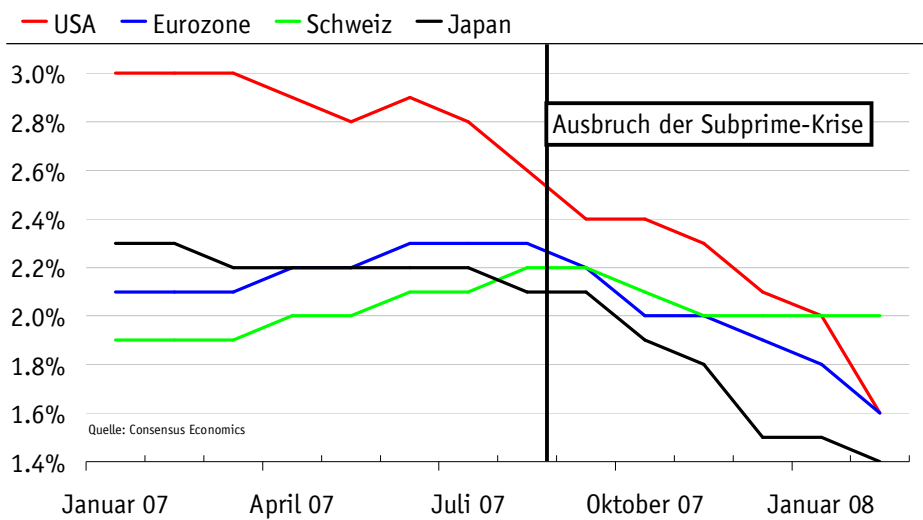
Wechselkurse gegenüber USD (standardisiert, Periodenbeginn = 100)



Herausforderung Wachstum

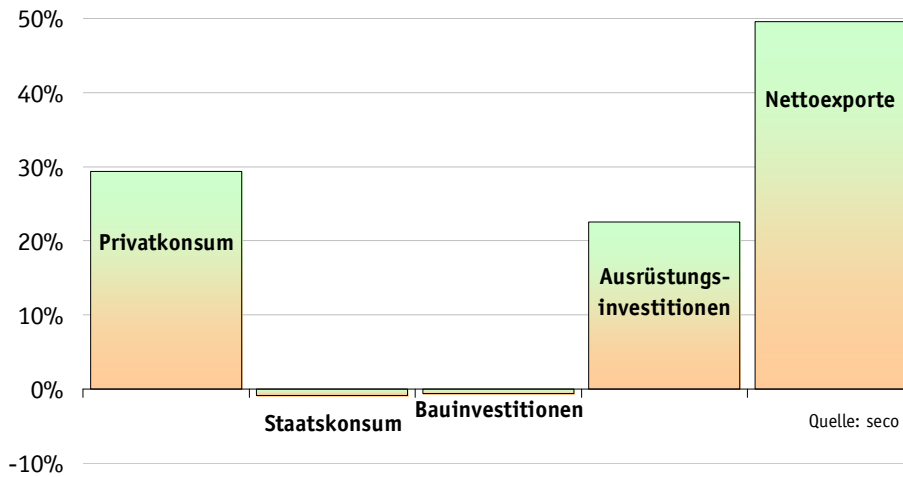
Zunehmende Konjunkturrisiken

"Consensus"-Prognosen BIP-Wachstum 2008



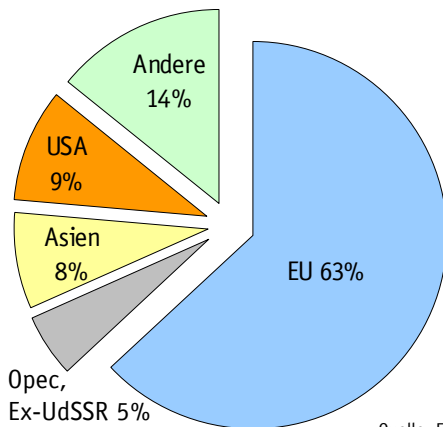
Schweiz: exportgetriebenes Wachstum

Beiträge zum realen BIP-Wachstum der letzten drei Jahre

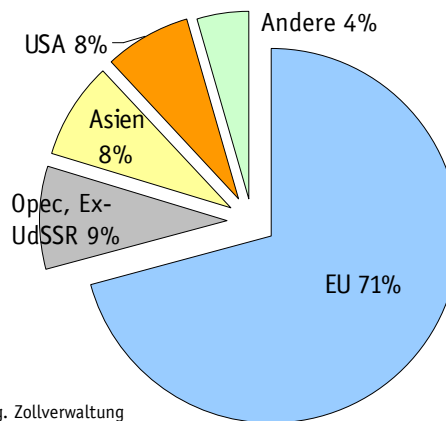


Exportdestinationen: Niveau und Wachstum

CH-Warenexporte 2007 nach Regionen

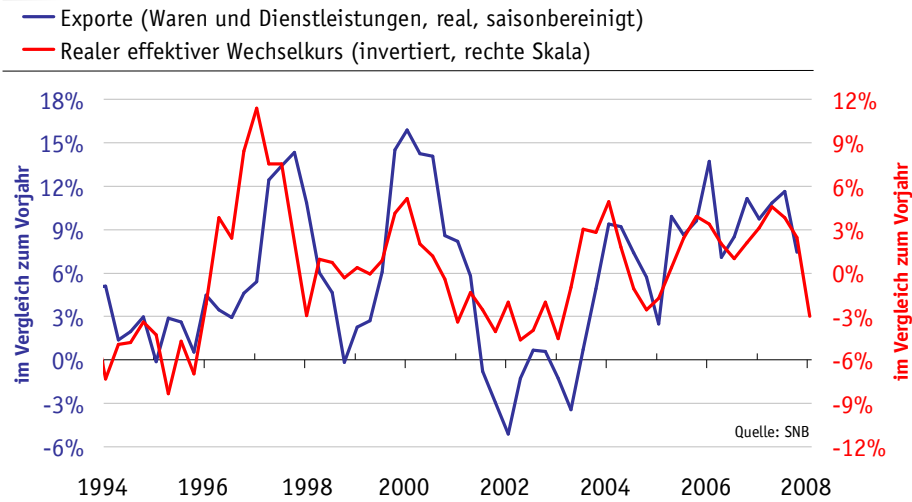


Beiträge zum Wachstum der Warenexporte der letzten drei Jahre



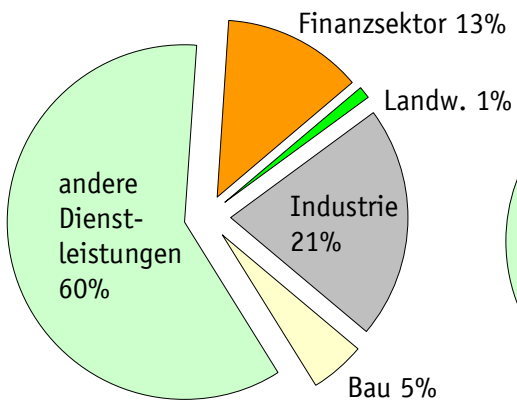
Exportwachstum und Wechselkurs

Exporte und CHF-Wechselkurs

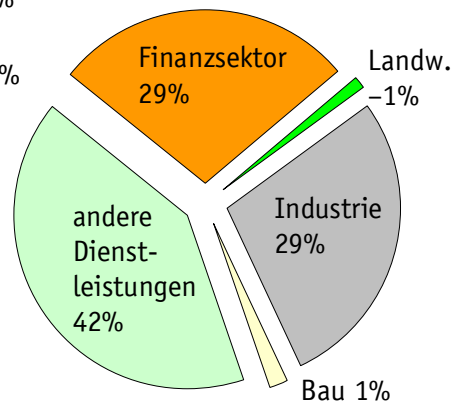


Wirtschaftssektoren: Niveau und Wachstum

Wertschöpfung 2007 nach Branchen (in % des Total)



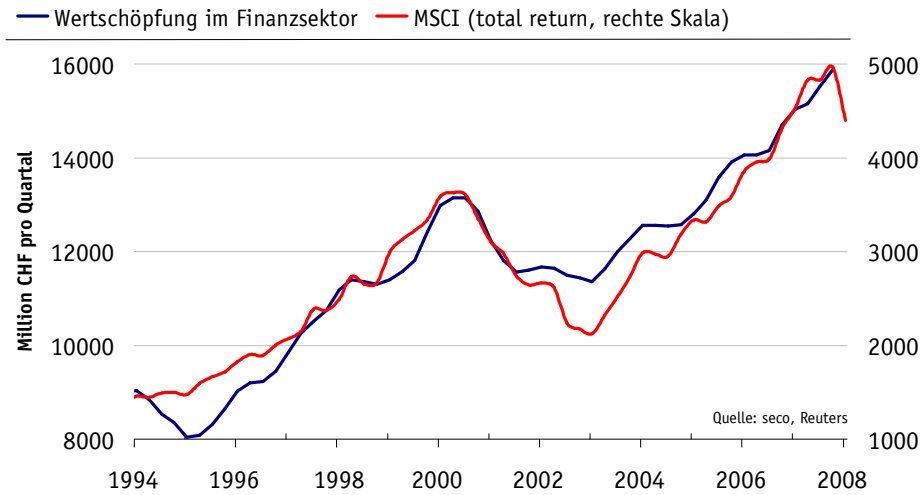
Beitrag zum Wertschöpfungswachstum der letzten drei Jahre



Quelle: seco

Finanzsektor und Börse

Wertschöpfung im Finanzsektor und Börsenentwicklung



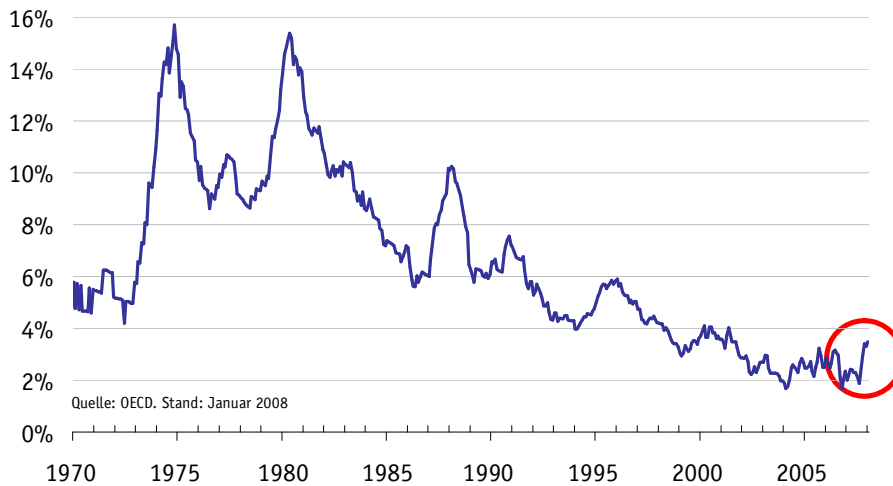
Fazit zur Herausforderung Wachstum

- Schweizer Konjunktur getrieben durch:
 - Exportnachfrage, vor allem aus Europa
 - Entwicklungen an den globalen Finanzmärkten
- Herausforderung an die Geldpolitik:
 - Korrekte Einschätzung der weiteren Konjunktur-entwicklung
 - Korrekte Abschätzung der geldpolitischen Wirkungs- und Handlungsmöglichkeiten

Herausforderung Inflation

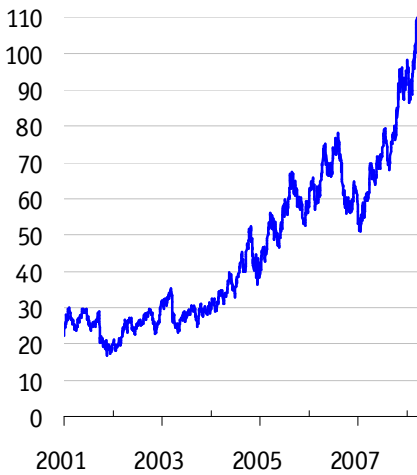
Rückkehr der Inflation?

Inflation in OECD-Ländern

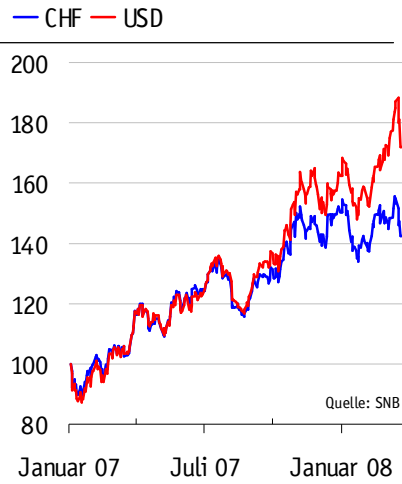


Rohstoff-Hausse

Oelpreis (USD/barrel)



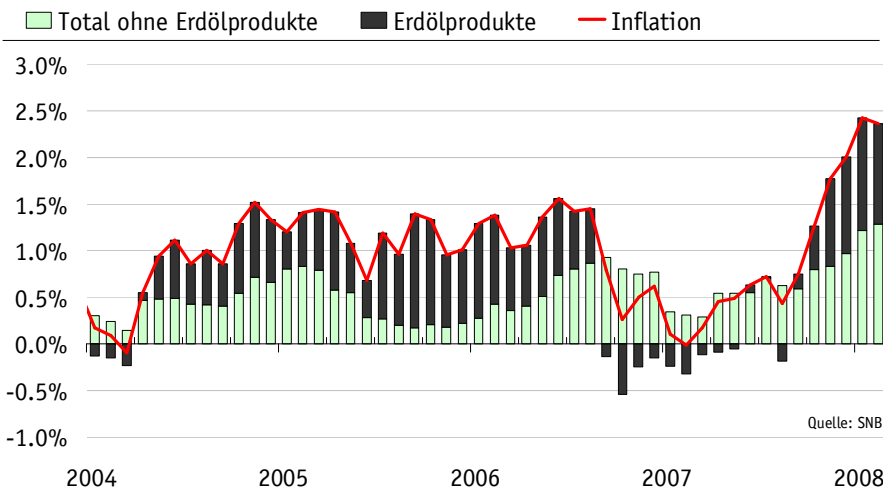
Oelpreis (Jan. 07=100)



Quelle: SNB

Inflation in der Schweiz

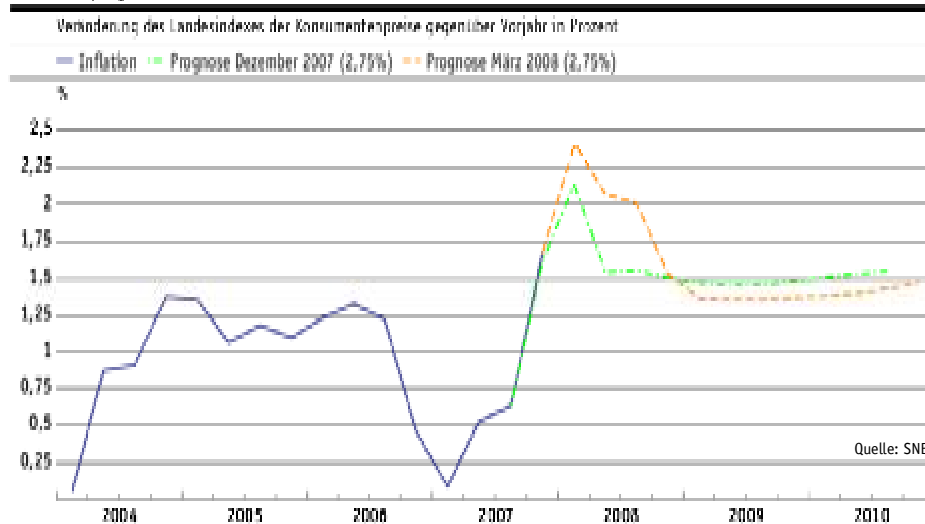
Beiträge zur CH-Inflationsrate



Quelle: SNB

Aktuelle Inflationsprognose

Inflationsprognose Dezember 2007 mit Libor 2,75% und März 2008 mit Libor 2,75%



Fazit zur Herausforderung Inflation

- Von zentraler Bedeutung für Inflation:
 - Auf globaler Ebene: Rohstoffpreise
 - In der Schweiz: Frankenkurs, Konjunktur
- Herausforderung an die Geldpolitik:
 - Verankerung der Inflationserwartungen bewahren
 - Keine Gefährdung der Preisstabilität durch geldpolitische Massnahmen in der Krise

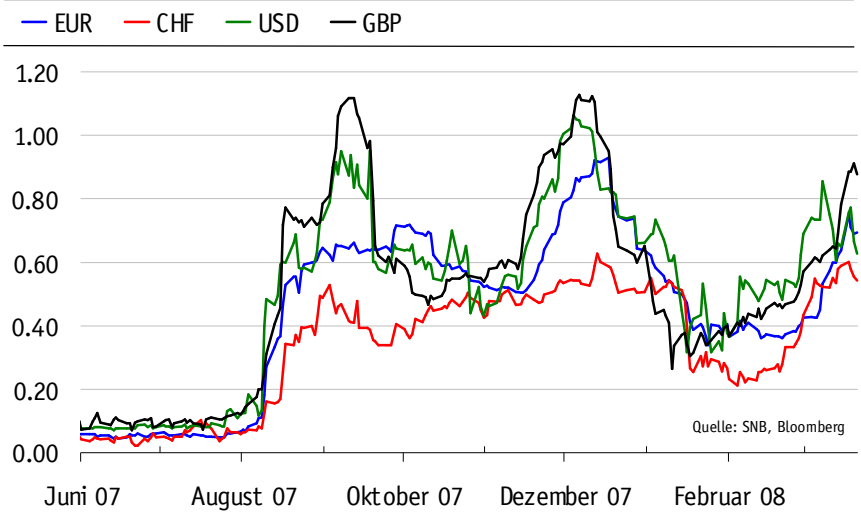
Herausforderung Geldmarkt

Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf den Geldmarkt

- Vertrauensverlust zwischen Banken
- Anstieg des Liquiditätsbedarfs der Banken
- Hohe Nachfrage nach USD-Liquidität
- Austrocknen des ungesicherten Geldmarktes
- Knappheit an Collateral mit hoher Qualität

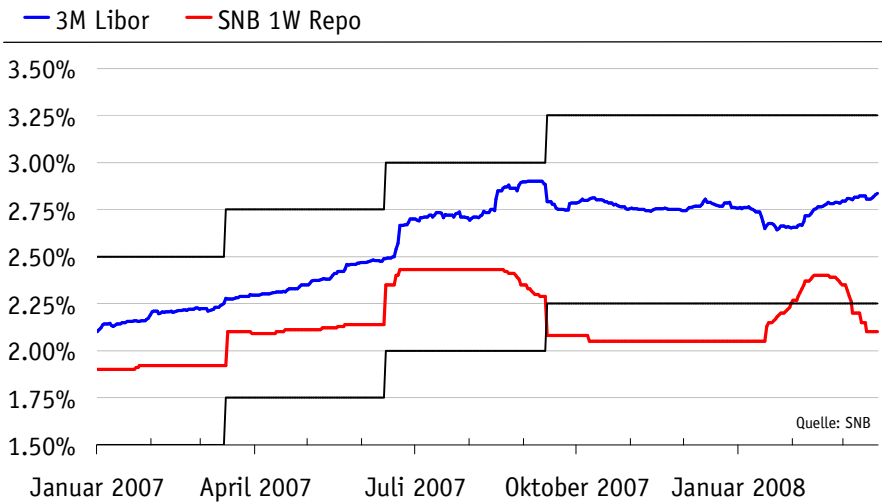
Anstieg der Risikoprämien

Spread zwischen 3M LIBOR und TOIS (bzw. OIS)



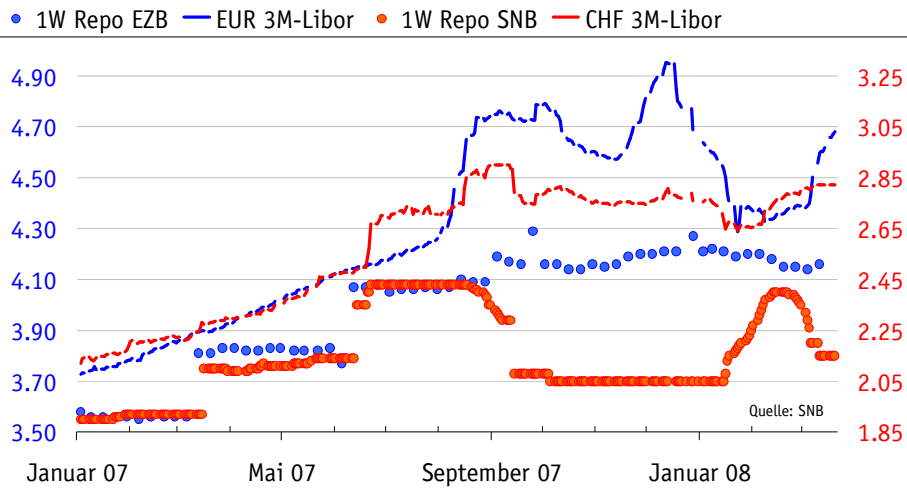
Flexibles Konzept der SNB

Geldmarkt Schweiz

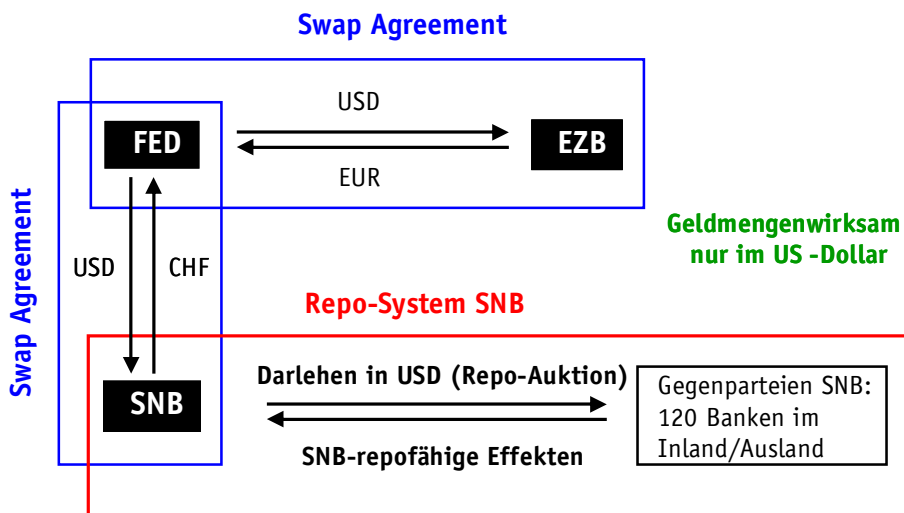


Vergleich Schweiz - Europa

1W Repo und 3M-Libor



Koordinierte Zentralbankmassnahmen



Fazit zur Herausforderung Geldmarkt

- Krisenbewährtes SNB-Konzept:
 - Erlaubt flexible Steuerung
 - Stabilisiert Restriktionsgrad der Geldpolitik
- Herausforderung an Geldpolitik:
 - Umgang mit volatilen Risikoprämien
 - Funktionieren der Geldmärkte verbessern

Schlussfolgerung: Herausfordernde Zeiten

- Komplexes Umfeld:
 - Finanzstabilität, Wachstumsabschwächung, Inflationsrisiken
- Kurzfristige Herausforderung:
 - Stabilisierung des Geldmarktes
- Mittelfristige Herausforderung:
 - Vermeidung unnötiger Wachstumseinbussen
- Mittel bis langfristige Herausforderung:
 - Sicherung der Preisstabilität
- Begrenzte Möglichkeiten für Nationalbank

