

Die neue Umsetzung der Geldpolitik und ihre Auswirkungen auf den Geldmarkt (Zusammenfassung)

Dewet Moser, Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank, Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank, Zürich, 24.03.2011

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) setzte seit ihrem Bestehen die Geldpolitik durch Zuführung befristeter Liquidität um. Das Bankensystem befand sich traditionell gegenüber der SNB in einem Liquiditätsdefizit. Durch die Zuführung von lediglich befristeter Liquidität zwang die SNB die Banken, laufend neue Liquidität nachzufragen. Über die zugeführte Liquiditätsmenge und deren Zinssatz steuerte die SNB den Geldmarkt. Im Rahmen der Devisenkäufe von März 2009 bis Juni 2010 wurde dem Bankensystem unbefristete Liquidität von insgesamt 191 Mrd. Franken zugeführt (siehe Abb. 1). In der Folge entstand aus dem Liquiditätsdefizit des Bankensystems ein massiver Liquiditätsüberschuss (siehe Abb. 2). Die Nachfrage der Banken nach Liquidität bildete sich schrittweise zurück und kam im Mai 2010 zum Erliegen.

Die Banken können die im System vorhandene Überschussliquidität nicht eigenständig abbauen. Einzig die SNB ist in der Lage, die Gesamtliquidität zu steuern. Die vorhandene Überschussliquidität erforderte ein neues Verfahren zur Umsetzung der Geldpolitik. Am geldpolitischen Konzept an sich mit der Definition der Preisstabilität, der Inflationsprognose und der Festlegung eines Zielbandes für den Dreimonats-Libor wurden keine Änderungen vorgenommen. Der Erhalt der Preisstabilität ist und bleibt das oberste Ziel.

Das neue Verfahren zur Zinssteuerung beruht auf liquiditätsabschöpfenden Offenmarktoperationen (Ausgabe von SNB Bills und Repo-Geschäfte) und wurde im Sommer 2010 eingeführt (siehe Abb. 3). Die Emissionen von SNB Bills verfolgen das Ziel, einen Grossteil der Liquidität zu binden. Dadurch können die Giro Guthaben der inländischen Banken reduziert werden. Dank des gewählten Auktionsverfahrens (Zinstender mit amerikanischer Zuteilungsmethode) wird die Preisfindung dem Markt überlassen. Die Zinssteuerung steht somit bei den SNB Bills nicht im Vordergrund. Mit den Repo-Operationen wird ebenfalls Liquidität abgeschöpft (siehe Abb. 4), jedoch zu einem von der SNB vorgegebenen fixen Preis (Mengentender). Die Repo-Operationen dienen folglich, wie unter dem bisherigen geldpolitischen Verfahren, der Steuerung des Dreimonats-Libors. Daneben führt die SNB bei Bedarf Feinsteuerungsoperationen durch, um allzu grosse Schwankungen im Tagesgeldsatz zu glätten.

Mittlerweile beträgt das ausstehende Volumen der liquiditätsabschöpfenden Operationen insgesamt 140 Mrd. Franken. Trotz dieses hohen Betrags liegt der Dreimonats-Libor nach wie vor unter 25 Basispunkten. Um den Libor auf den innerhalb des Zielbandes angestrebten Wert zu führen, müsste die Überschussliquidität abgebaut werden (siehe Abb. 5). Der Umfang der noch vorhandenen Überschussliquidität ist allerdings nicht genau bekannt. Dieser hängt vom Liquiditätspolster ab, das die Banken zusätzlich zum Mindestreserveverfordernis halten wollen. Steigt das Zinsniveau, und nehmen die Unsicherheiten an den Finanzmärkten ab, werden die Banken ihr Liquiditätspolster voraussichtlich reduzieren. Der SARON (Swiss Average Rate Overnight) stellt als Referenzsatz für das Tagesgeld einen guten Indikator für

das Ausmass der Überschussliquidität dar. Solange der SARON nahe bei Null ist, dürfte Überschussliquidität vorhanden sein.

Im Mai 2010 verzeichneten die Giro Guthaben im Wochendurchschnitt einen Höchststand von 104 Mrd. Franken. Seither wurden sie durch Abschöpfungsmaßnahmen auf zuletzt rund 25 Mrd. Franken abgebaut (siehe Abb. 6). Die Emission der SNB Bills erfolgt in verschiedenen Laufzeiten. Wöchentlich werden SNB Bills mit einer Laufzeit von einem Monat emittiert. Parallel dazu werden alternierend SNB Bills mit einer Laufzeit von drei, sechs oder zwölf Monaten angeboten. Das ausstehende Volumen der SNB Bills erreichte innert einiger Monate über 100 Mrd. Franken. Anfangs bestand das ausstehende Volumen fast vollständig aus SNB Bills mit der Laufzeit von einem Monat. Im Verlauf des Jahres konnte der Anteil der längerfristigen SNB Bills indes auf zwei Drittel erhöht werden. Inzwischen hat sich das Bankensystem an die Liquiditätsabschöpfung gewöhnt. Dies zeigt sich auch daran, dass sich die Zinssätze der SNB Bills in allen Laufzeiten inzwischen unter den jeweiligen Libor-Sätzen bewegen.

Mit den SNB Bills wurde die zuvor geschaffene unbefristete Liquidität teilweise wieder gebunden. Dadurch wurde die Voraussetzung zur allmählichen Normalisierung der Verhältnisse am Geldmarkt geschaffen. Geldpolitisch sind die Abschöpfungsmaßnahmen jedoch unbedeutend, solange die Überschussliquidität nicht vollständig abgebaut wird und die Zinsen nahe Null bleiben. Somit hatten die Emissionen von SNB Bills bislang kaum eine geldpolitische Wirkung. Im aktuellen Zinsumfeld können SNB Bills und Giro Guthaben nahezu als Substitut betrachtet werden.

Die neue Umsetzung der Geldpolitik hat am Geldmarkt einige Veränderungen bewirkt. Die SNB steht nicht mehr als Refinanzierungsquelle zur Verfügung. Der Kreis der Gegenparteien der SNB besteht neuerdings primär aus inländischen Banken, die ihre Überschussliquidität anlegen wollen. Banken, welche Liquidität benötigen, müssen diese am Markt beschaffen. Somit ist ein liquider und effizienter Interbankenmarkt essentiell für die Liquiditätsbewirtschaftung der Banken. Von der SNB kann Liquidität nur zur kurzfristigen Überbrückung unvorhergesehener Liquiditätsengpässe über die Engpassfinanzierungsfazilität zum Sonderzins bezogen werden.

In den letzten zwei Jahren verringerte sich das Handelsvolumen am Repo-Interbankenmarkt aufgrund der hohen Überschussliquidität und des tiefen Zinsniveaus deutlich (siehe Abb. 7). Die Aktivität kam jedoch nie zum Erliegen, und der tägliche Umsatz betrug durchschnittlich 7 Mrd. Franken. Der Umsatz am unbesicherten Geldmarkt erlitt aufgrund des Vertrauensverlustes einen grösseren Rückgang und hat das Niveau von vor der Krise nicht mehr erreicht. Das Handelsvolumen am besicherten Geldmarkt hat sich stärker erholt als am unbesicherten Geldmarkt. Dies kann auf die teilweise Umlagerung vom unbesicherten auf den besicherten Geldmarkt zurückgeführt werden und spricht für die Effizienz des Repo-Systems. Entsprechend hat sich die Bedeutung der auf dem Repo-Geschäft basierenden Swiss Reference Rates vergrössert. Das Repo-Geschäft hat sich somit auch in den turbulenten Zeiten der letzten Jahre für die Liquiditätsbewirtschaftung der Banken bewährt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich der Geldmarkt an das veränderte Umfeld und an die liquiditätsabschöpfenden Operationen der SNB gewöhnt hat. Dank der Flexibilität des Instrumentariums konnte das Verfahren zur Umsetzung der Geldpolitik problemlos der neuen Liquiditätssituation angepasst werden. Die Verhältnisse am Geldmarkt haben sich allmählich normalisiert. Zur Bewirtschaftung der Liquidität dürften die Banken auch künftig

vermehrt auf den besonders widerstandsfähigen besicherten Geldmarkt setzen. Ein funktionierender Geldmarkt bleibt eine wichtige Voraussetzung für eine effiziente Umsetzung der Geldpolitik.

Abb. 1

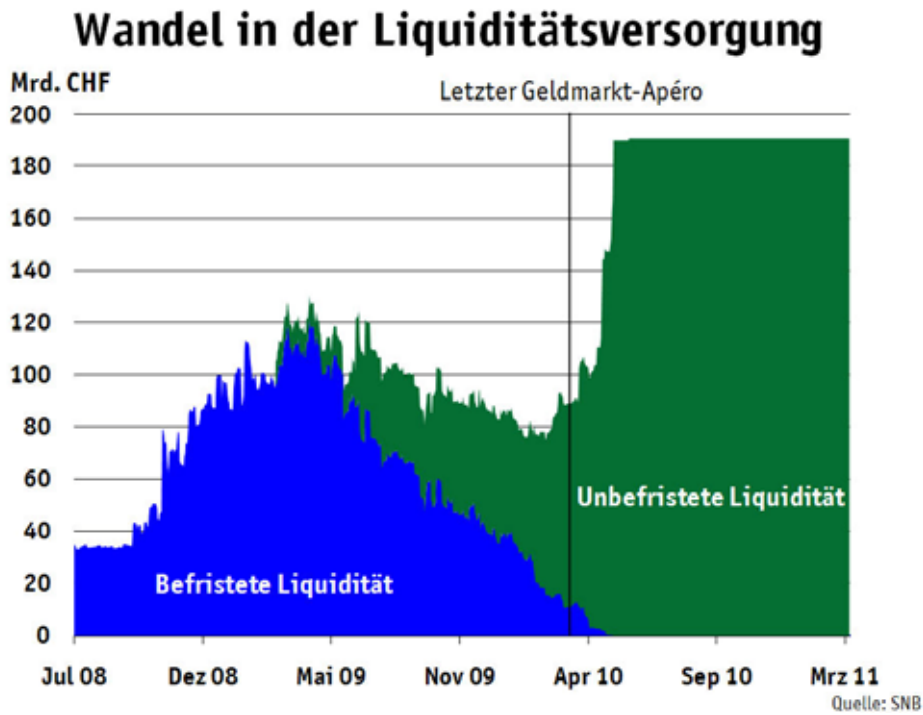


Abb. 2

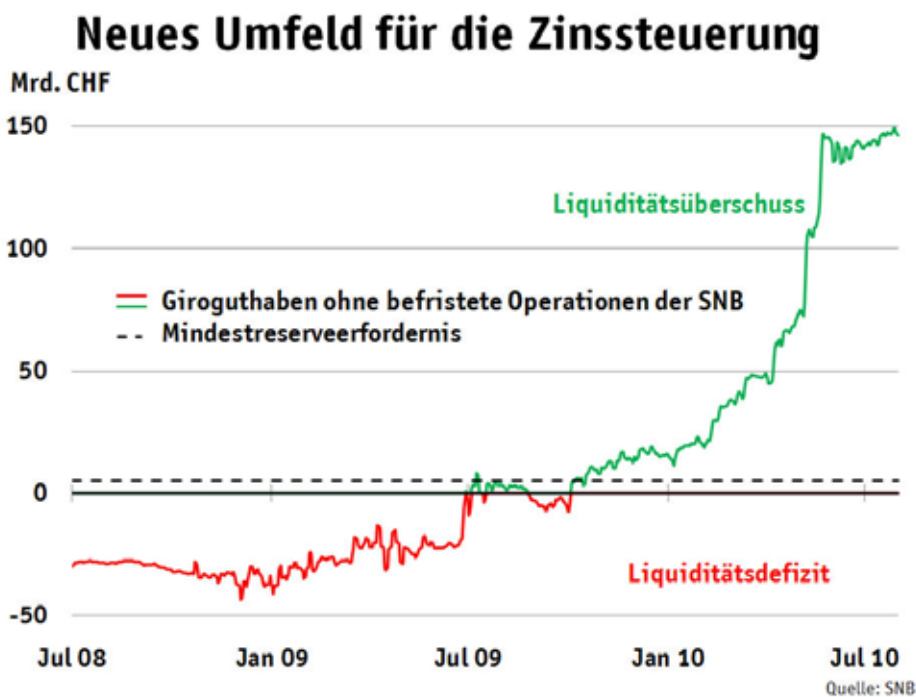
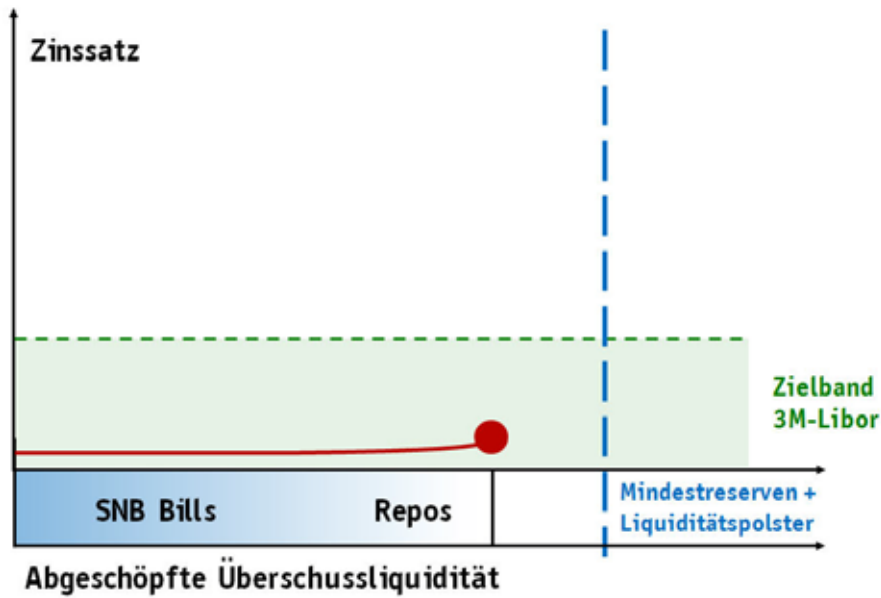


Abb. 3

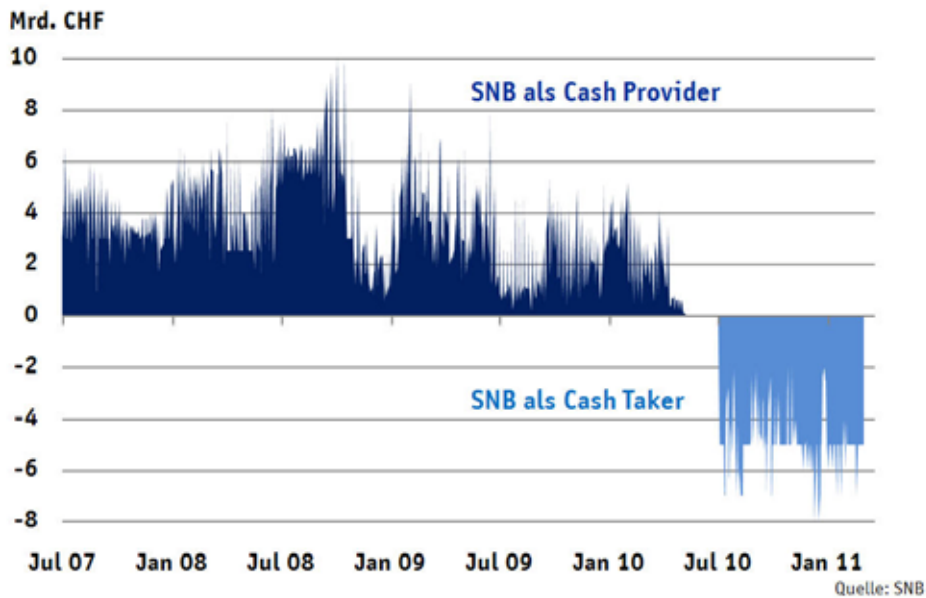
Zinssteuerung durch Abschöpfung



Quelle: SNB

Abb. 4

Regimewechsel in den Repo-Auktionen



Quelle: SNB

Abb. 5

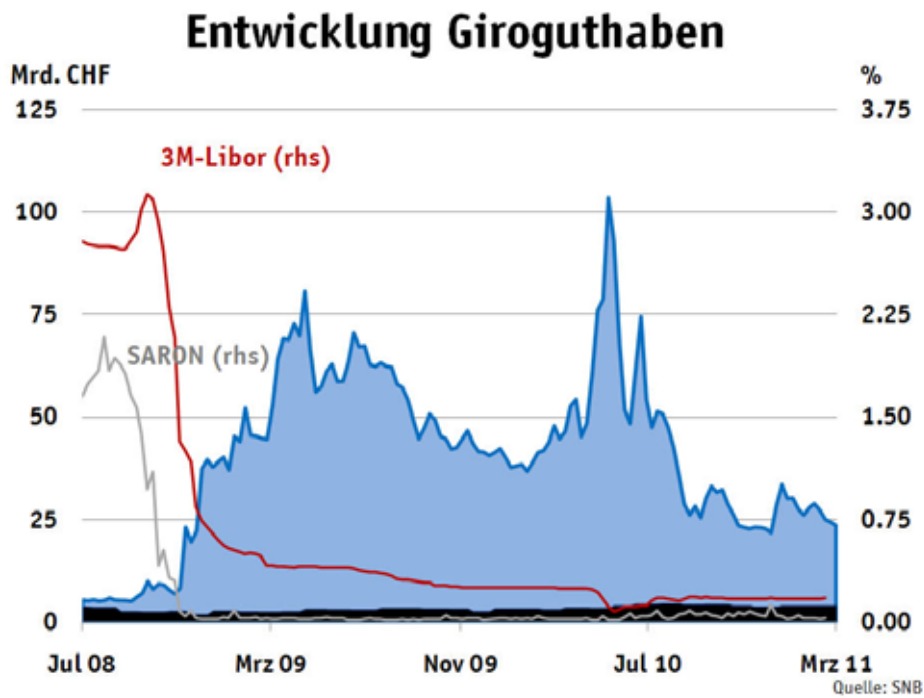


Abb. 6

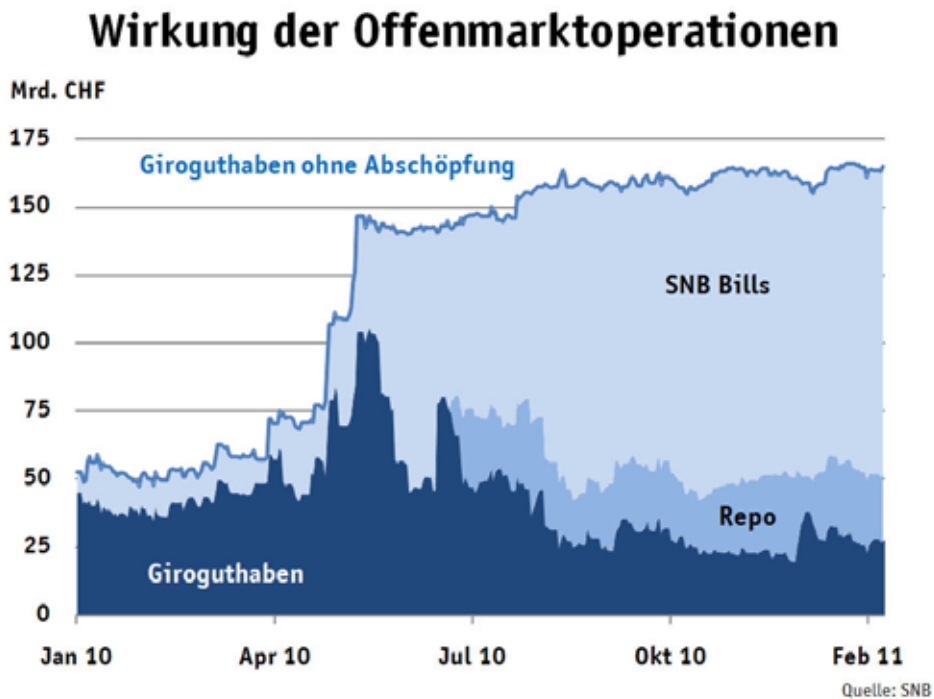


Abb. 7

Besicherter Geldmarkt

