

Embargo: 01. November 2007, 18:00

**Geldpolitik in einem Umfeld
grösserer Unsicherheit**

Thomas J. Jordan*

Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Kurzfassung Referat Geldmarkt-Apéro 01. November 2007

* Der Referent dankt Nicole Brändle, Marlene Amstad und Vincent Crettol für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages.

1. Einleitung

Ängste im Zusammenhang mit dem Umfang und der Verteilung von Verlusten aus US „Subprime“ Hypotheken führten in den letzten drei Monaten zu grossen Anspannungen auf den Geld- und Kreditmärkten praktisch aller Währungen. In vielen Marktsegmenten kam es zu einem globalen „Flight-to-quality“ und zu einer Vertrauenskrise zwischen den Finanzmarktakteuren. Es fand ein generelles „Re-pricing of risk“ statt, das heisst, die Anleger verlangen eine höhere Kompensation für die eingegangenen Risiken. Diese Entwicklungen waren auch in der Schweiz zu spüren. So erhöhte sich beispielsweise der Dreimonats-Libor, der wirtschaftlich relevanteste Franken-Geldmarktsatz, im August deutlich. Die Vertrauenskrise am Geldmarkt betrifft die Schweizerische Nationalbank (SNB) direkt bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik. Die SNB legt gemäss ihrem geldpolitischen Konzept als operatives Ziel jeweils ein Zielband für den Dreimonats-Libor fest. Wegen seiner Rolle als Referenzzinssatz wirken sich Änderungen des Dreimonats-Libors sofort auch auf andere Zinssätze aus. Eine Erhöhung des Dreimonats-Libor verteuert die Kreditvergabe der Banken und dämpft die Investitionsaktivitäten.

Die Höhe des Dreimonats-Libor wird grundsätzlich durch zwei Faktoren beeinflusst: Einerseits durch die Erwartungen über die Höhe des Zinssatzes für gesicherte Geldmarktgeschäfte, den sog. Repo-Geschäften. Andererseits durch die erwartete Höhe der Risikoprämie als Entschädigung für das eingegangene Risiko auf ungesicherten Geldmarktgeschäften.

Die Nationalbank übt einen Einfluss auf den Dreimonats-Libor aus, indem sie einerseits mit ihren geldpolitischen Operationen die aktuellen Bedingungen im Repo-Markt bestimmt, und andererseits über die Festlegung des Zielbandes und über ihre Kommunikation die Erwartungen über zukünftige geldpolitische Operationen beeinflusst. Der Dreimonats-Libor kann aber auch ansteigen, wenn sich die in ihm enthaltene Risikoprämie erhöht. Die Vertrauenskrise unter den Banken, die durch die Geschehnisse im US Subprime Hypothekenmarkt ausgelöst wurde, führte zu einer markanten Erhöhung der Risikoprämie und somit zu einem höheren Dreimonats-Libor. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik wurde dadurch erhöht, ohne dass die SNB die Bedingungen bei ihren geldpolitischen Operationen änderte. Für die SNB ist es daher zentral, sich mit dem Thema Risikoprämie

auseinanderzusetzen, und zu verstehen, welche Faktoren für eine Veränderung der Risikoprämie ausschlaggebend sind.

2. Determinanten der Risikoprämien

Eine Risikoprämie entschädigt den Investor für das zusätzliche Risiko, das er beim Halten einer riskanten im Vergleich zu einer risikolosen Kapitalanlage eingeht. Diese Risikoprämie wird grundsätzlich durch zwei Faktoren beeinflusst: das Risiko der Anlage selbst und den Risikoappetit der Investoren. Die Risiken der Anlage selbst werden wiederum unterteilt in Komponenten wie Liquiditätsrisiken und Kreditrisiken. Der Investor will für diese Risiken entschädigt werden. Ausserdem hat seine Einstellung gegenüber diesen Risiken einen Einfluss auf die Risikoprämie, was meist als Risikoappetit bezeichnet wird. Der Risikoappetit wird unter anderem durch die Präferenzen der Investoren in Bezug auf die Risikonahme (Risikoaversion) und die Liquidität sowie durch das vorherrschende Niveau an Unsicherheit bestimmt. Hier spielt das makroökonomische Umfeld und die schwierig erfassbare „Investoren- und Konsumentenstimmung“ eine Rolle. Oft haben Faktoren, die zu höheren zugrunde liegenden Risiken führen, auch einen dämpfenden Einfluss auf den Risikoappetit.

2.1 Entwicklung der zugrunde liegenden Risiken

Die gegenwärtige Krise hat ihren Ursprung im US Subprime Hypothekenmarkt. Vor dem Hintergrund stagnierender respektive fallender Häuserpreise und steigender Hypothekarzinsen erhöhten sich Zahlungsrückstände und Ausfallraten in diesem Segment stark. Das Kreditrisiko hat sich im Subprime Bereich deutlich erhöht. Dies hat einerseits eine direkte Auswirkung auf die Vergabe neuer Hypotheken. Andererseits ist auch der Markt für bestehende Hypotheken betroffen. Ein grosser Anteil dieser Hypotheken wurde zu handelbaren Wertschriften und strukturierten Anlageprodukten (zum Beispiel als Collateralized Debt Obligations CDO) verbrieft und an Investoren weiterverkauft. Viele dieser Wertschriften büssten im Verlauf der Krise massiv an Wert ein. Zudem kam es zu Herabstufungen dieser Wertpapiere durch die Rating-Agenturen, was den Druck auf die

Preise weiter verstärkte. Vielfach existierte gar kein Markt mehr, und die Wertschriften konnten weder gehandelt noch bewertet werden. Das Liquiditätsrisiko beim Halten dieser Wertschriften hat sich markant erhöht.

Ein beachtlicher Teil der verbrieften Subprime Hypotheken und der strukturierten Produkte wurde von speziellen Zweckgesellschaften bzw. Investment-Vehikeln (sog. Conduits) gekauft. Diese finanzieren sich mit der Ausgabe von kurzfristigen Asset Backed Commercial Paper (ABCP). Die Refinanzierung bzw. das Erneuern dieser ABCP war zwischenzeitlich kaum mehr oder nur für sehr kurze Laufzeiten möglich. Das Refinanzierungsrisiko hat sich für diese Investment-Vehikel deutlich verschärft. Die Ausgabe von Commercial Paper, die seit Anfang 2005 stark angestiegen war, ging massiv zurück. Die entsprechenden Aufschläge gegenüber Libor schossen in die Höhe, haben sich aber mittlerweile wieder ein wenig zurückgebildet. Diese Investment-Vehikel werden in der Regel nicht in den Bilanzen der Banken geführt. Viele Banken gewährten aber Kreditlimiten, die beansprucht werden können, wenn sich die Zweckgesellschaften nicht mehr über den Kapitalmarkt finanzieren können. Schwierigkeiten der Zweckgesellschaften führen somit für die direkt betroffenen Banken zu Verlusten und verschlechtern ihr Kreditrating. Für die übrigen Banken erhöht sich das Gegenpartierisiko vor allem für ungesicherte Geldmarktgeschäfte. Wenn unklar ist, ob und wie stark einzelne Finanzinstitute und Unternehmungen von solchen Verlusten betroffen sind, dann hat das problematische Auswirkungen für das Funktionieren des Geldmarktes.

2.2 Entwicklung des Risikoappetits

Die Probleme im US Hypothekenmarkt haben weltweit zu grösserer Unsicherheit für die Investoren geführt. Es waren auch Märkte und Länder stark betroffen, die den Risiken des Subprime Sektors oder dem US Immobilienmarkt im Allgemeinen kaum oder nur indirekt ausgesetzt sind. Dabei dürften die Auswirkungen auf den „Risikoappetit“ der Investoren eine zentrale Rolle gespielt haben.

Den Risikoappetit zu messen, ist kein einfaches Unterfangen. Es gibt zahlreiche, zum Teil sehr unterschiedliche Ansätze, die von komplexen theoretischen Modellen bis zu einfach anwendbaren, praktischen Methoden reichen. Zur Illustration werden hier drei Aspekte des

Risikoappetits betrachtet: die allgemeine Risikopräferenz, die Liquiditätspräferenz und die Marktroumsicherheit.

Die verschiedenen Ansätze und Messmethoden zeigen alle einen deutlichen Rückgang der Risikopräferenz an. Zu einem gewissen Grad handelt es sich dabei um eine Rückkehr auf ein „normales“ Niveau. Vor Ausbruch der jüngsten Finanzmarktkrise waren sich die Investoren möglicherweise der eingegangenen Risiken nicht genügend bewusst. Die hohe Verfügbarkeit von Krediten sowie das sehr günstige makroökonomische Umfeld mit geringen Volatilitäten haben die Investoren in ihrem Streben nach Rendite zu sehr hoher Risikonahme verleitet.

Stark zugenommen hat in den letzten Monaten auch die Liquiditätspräferenz. Viele Finanzmarktteilnehmer, insbesondere Banken, horten heute Liquidität, auch wenn ihnen dabei Erträge entgehen. Sie sind im Moment sehr vorsichtig, sich gegenseitig Geld für länger als einige Wochen auszuleihen. Die Zunahme der Liquiditätspräferenz ist am Anstieg der Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und dem TOIS Swapsatz für drei Monate deutlich abzulesen. Für viele Banken kommt im Moment Liquidität vor Rentabilität.

Ebenfalls zugenommen haben dürfte die Unsicherheit über die makroökonomische Entwicklung. Wie stark die US Konjunktur von den Geschehnissen auf den Finanzmärkten betroffen sein wird, und wie stark sich eine eventuelle deutlichere Abschwächung in den USA auf andere Länder auswirkt, ist im Moment noch unklar. Zwar geht der Konsensus davon aus, dass die globale Konjunktur auch in Zukunft robust bleiben wird. Der Konjunkturausblick ist jedoch eindeutig mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Ein solches Umfeld dürfte die Finanzmarktakteure dazu bewegen, ihren Risikoappetit eher einzuschränken.

2.3 Auswirkungen auf die Risikoprämien

Der aktuelle Anstieg der Risikoprämien dürfte sowohl auf eine Erhöhung der Risiken der Anlagen selbst, insbesondere der Kredit- und Liquiditätsrisiken, als auch auf einen tieferen Risikoappetit der Investoren zurückzuführen sein. Je nach Marktsegment ist der Anstieg der Risikoprämien unterschiedlich ausgefallen. Dies reflektiert die unterschiedliche Risikoexposition der verschiedenen Teilmärkte. Es kann aber auch durch einen unterschiedlichen Risikoappetit der beteiligten Akteure erklärt werden. So scheinen die Aktieninvestoren im Moment optimistischer zu sein als die Teilnehmer im Kredit- und

Geldmarkt. Neben dem generellen Anstieg der Risikoprämien scheint sich auch deren Volatilität erhöht zu haben. Dies hängt mit der erhöhten Unsicherheit über Ausmass und Dauer der derzeitigen Krise zusammen. Aber auch das schlechte Funktionieren einzelner Märkte wie insbesondere des Geldmarktes führt zu volatilen Risikoprämien.

Wie werden sich die Risikoprämien weiterentwickeln? Lange Zeit waren die Risikoprämien sehr gering und widerspiegelten möglicherweise das tatsächliche Risiko nicht vollständig. In vielen Segmenten ist der Anstieg der Prämien daher vor allem eine Normalisierung. Ein Rückgang ist hier nicht zu erwarten, vielmehr liegen die Prämien eher noch unter dem historischen Durchschnitt. Dafür spricht auch, dass der US Häusermarkt die Talsohle wohl noch nicht erreicht hat und die Unsicherheit über die globale Wirtschaftsentwicklung zugenommen hat. In einigen Marktsegmenten hingegen scheint der Anstieg der Risikoprämien eher ein temporäres Überschiessen und auf die Intransparenz und das schlechte Funktionieren bestimmter Märkte zurückzuführen zu sein. So dürfte die starke Präferenz für das Halten von Liquidität wieder zurückgehen, sobald der Geldmarkt besser funktioniert. Auch dürften die extremen Prämien bei einigen strukturierten Produkten mit der Zeit wieder sinken. Wenn die Preise dieser Produkte tief genug fallen, kommen meist neue Investoren auf den Markt, die diese Anlagen als lohnenswerte Investitionen ansehen. Diese Investoren, oft sind es Hedge-Funds, üben dann einen stabilisierenden Einfluss auf die Märkte und Preise aus. Die Volatilität bei den Risikoprämien dürfte aber noch einige Zeit anhalten.

3. Bedeutung der Risikoprämien für die SNB

Für die SNB haben Veränderungen der Risikoprämien aus zwei Gründen eine grosse Bedeutung. Zum einen wirken Risikoprämien als ökonomisches Signal und zum anderen beeinflussen sie den Restriktionsgrad der Geldpolitik.

Zusammen mit dem risikolosen Zinssatz bestimmen die Risikoprämien die Konditionen, zu welchen die Wirtschaftsakteure Kredite aufnehmen können. Durch diese Konditionen werden Signale für Investitionen und Konsum vermittelt. Es ist aus Sicht einer Zentralbank wichtig, dass diese Signale nicht verzerrt sind, das heisst, dass sie die zugrunde liegenden Risiken

und relativen Knappheitsverhältnisse korrekt widerspiegeln. Zwar ist es kaum je möglich zu bestimmen, ob sich bestimmte Risikoprämien genau auf einem „richtigen“, das heisst fundamental gerechtfertigtem Niveau befinden. Trotzdem kann man festhalten, dass Extremwerte bei diesen Prämien immer gewisse Risiken in sich bergen. Sehr tiefe Risikoprämien können zu Verzerrungen und Fehlallokationen in der Realwirtschaft führen. Investitionsprojekte, die nur dank einer tiefen Risikoprämie rentabel erscheinen, werden bei einer Neueinschätzung rasch unrentabel. Auch sehr hohe Risikoprämien können problematisch sein. Sie würden die Investitionstätigkeit und den Konsum stark beeinträchtigen und so das Wachstum der Realwirtschaft vermindern. Wie die jüngsten Turbulenzen wiederum bestätigen, kommt es nach Erreichen von Extremwerten oft zu abrupten und unkontrollierten Korrekturen bei den Risikoprämien. Dies kann zu Instabilitäten auf den Finanzmärkten führen und die Funktionsweise der betroffenen Märkte in Mitleidenschaft ziehen.

Unabhängig davon, ob die Risikoprämien ihren Fundamentalwerten entsprechen oder nicht, haben sie einen Einfluss auf den Restriktionsgrad der Geldpolitik. Die Zentralbanken müssen daher Veränderungen der Risikoprämien bei ihren geldpolitischen Entscheiden berücksichtigen. Das operative Ziel im geldpolitischen Konzept der SNB ist der Dreimonats-Libor. Dieser Zinssatz enthält eine Kreditrisiko- und eine Liquiditätsprämie. Dadurch beachtet die SNB Änderungen in den Risikoprämien bei ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung systematisch. Eine hohe Volatilität der Risikoprämie erschwert aber die Umsetzung der Geldpolitik. Sie führt zu stetig ändernden monetären Bedingungen und kann auch die Steuerung des Dreimonats-Libors erschweren.

4. Geldpolitischer Ausblick

Mit dem geldpolitischen Entscheid von Mitte September führte die Nationalbank eine Entspannung auf dem Franken-Geldmarkt herbei. Nachdem der Dreimonats-Libor im August auf 2,9% angestiegen war, kompensierte die Nationalbank die höhere Risikoprämie weitgehend mit tieferen Reposätzen und führten den Dreimonats-Libor auf rund 2,75% zurück. Die SNB betrachtet dieses Niveau des Dreimonats-Libor für das gegenwärtige wirtschaftliche Umfeld als angemessen.

Die Turbulenzen auf den Finanzmärkten machen jedoch die Einschätzung der Lage schwieriger. Prognosen für Inflation und Konjunktur sowie Aussagen zur Geldpolitik sind daher mit grösseren Unsicherheiten behaftet. Der Wirtschaftsgang in der Schweiz entwickelt sich zwar nach wie vor erwartungsgemäss. Die Nationalbank rechnet mit einem Wachstum von gegen 2,5% für 2007 und von rund 2,0% für 2008. Auch dürfte die Preisstabilität in diesem Zeitraum nicht verletzt werden. Die Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die Schweiz können aber noch nicht abschliessend beurteilt werden. Es wird insbesondere darauf ankommen, wie stark die Abkühlung der Weltwirtschaft ausfällt und wie stark die schweizerische Finanzindustrie von den Turbulenzen betroffen ist. Ein besonderes Risiko stellt nach wie vor der Wechselkurs des Frankens dar: Ein schwacher Franken verteuert tendenziell die Importe. Zwar können Konsumentenpreise lange davon unberührt bleiben. Es besteht aber die Gefahr, dass die Inflation plötzlich stark ansteigt. Ein über lange Zeit ungerechtfertigt schwacher Franken erhöht zudem die Gefahr einer abrupten und starken Aufwertung, die für die Unternehmen erhebliche Anpassungsproblemen schaffen kann.

Die Geldpolitik lässt sich im heutigen Umfeld mehr denn je mit Risikomanagement vergleichen: Es geht darum, Risiken abzuschätzen und grosse Fehler zu vermeiden. Im Moment gilt es vor allem, die Entwicklungen auf den Finanzmärkten zu verstehen und ihre möglichen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung und die Inflationsaussichten zu antizipieren. Vor dem Hintergrund einer robusten Konjunktorentwicklung, gedämpfter Inflation, sowie einer gesunden Wirtschaftsstruktur ist die Ausgangslage für die Nationalbank gut. Sie erlaubt ihr ein ausgewogenes Vorgehen bei der Festlegung der zukünftigen Geldpolitik. Dabei würde die Nationalbank nicht zögern, geldpolitisch zu handeln, falls die Frankenentwicklung die Preisstabilität gefährden würde.

Geldpolitik in einem Umfeld grösserer Unsicherheit

Geldmarkt-Apéro Genf
1. November 2007

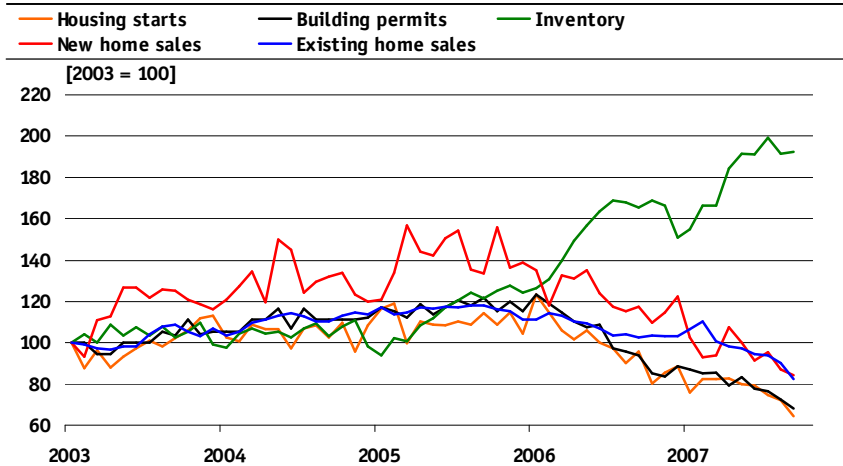
Überblick

1. Einleitung: Unsicherheit und Risikoprämien
2. Determinanten von Risikoprämien
3. Bedeutung der Risikoprämien für die SNB
4. Geldpolitischer Ausblick

1. Einleitung: Unsicherheit und Risikoprämien

Erhöhung der Unsicherheit auf den Finanzmärkten wegen US Häusermarkt

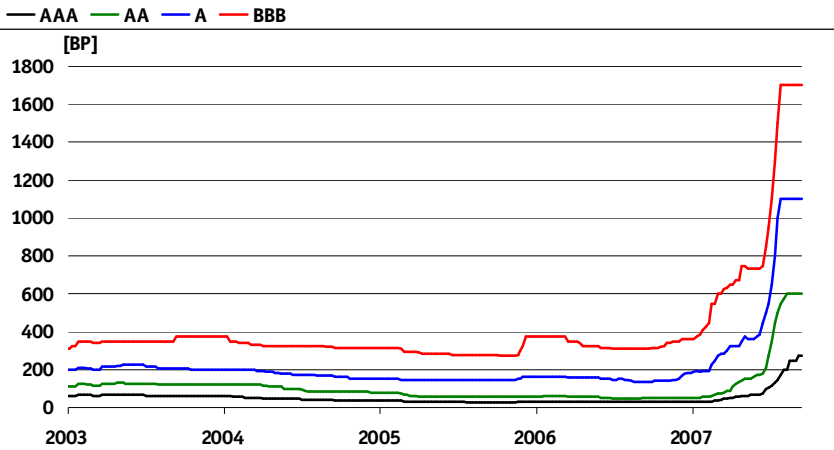
US Häusermarkt



Quelle: Thomson Financial

Erhöhung Risikoprämien auf Subprime CDO

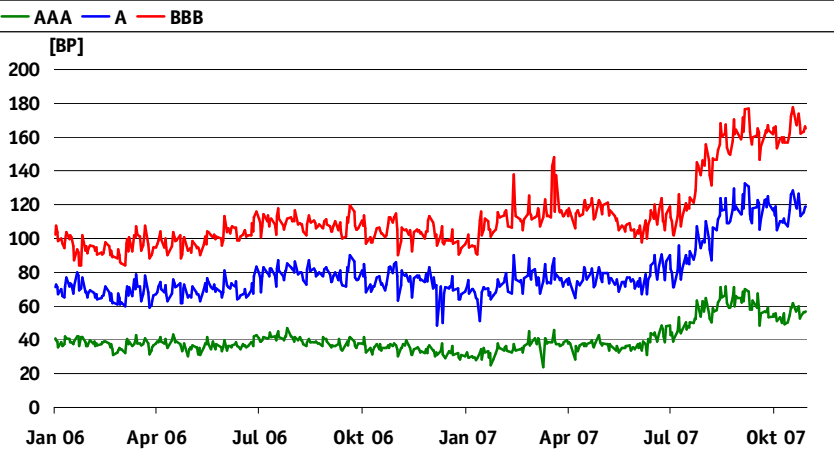
Mit Subprime ABS gesicherte CDO: Renditeaufschlag gegenüber Libor



Quelle: JPMorgan Chase

Auch andere Kreditsegmente betroffen

Renditeaufschlag über US-Staatsanleihen (5 Jahre)

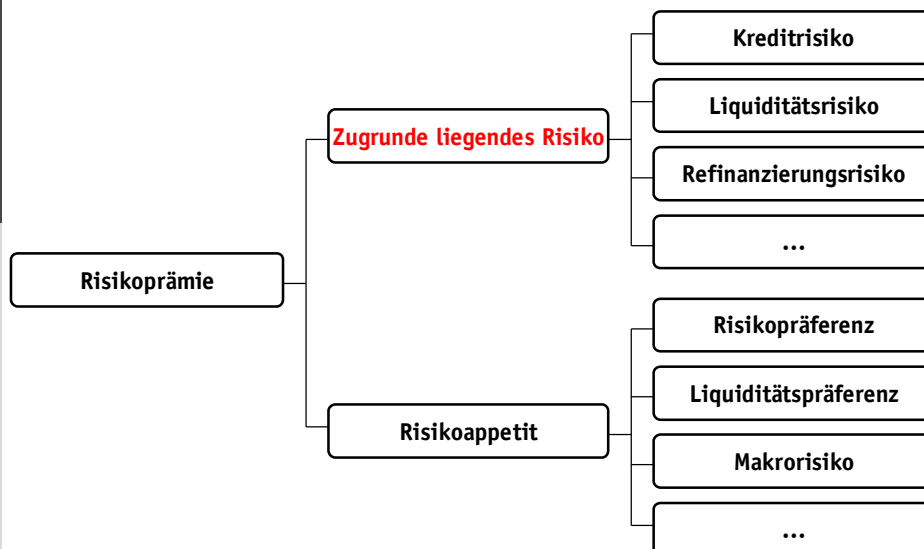


Quelle: Reuters

2. Determinanten von Risikoprämien

7

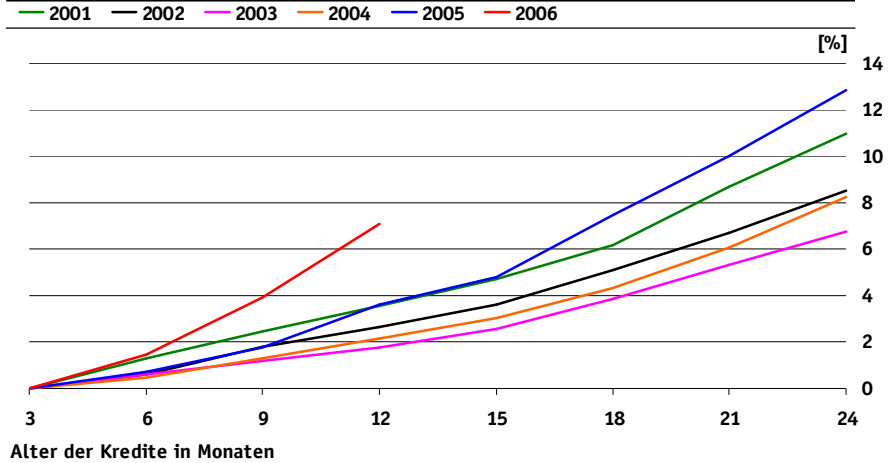
Zugrunde liegendes Risiko



8

Kreditrisiko: steigende Zahlungsrückstände

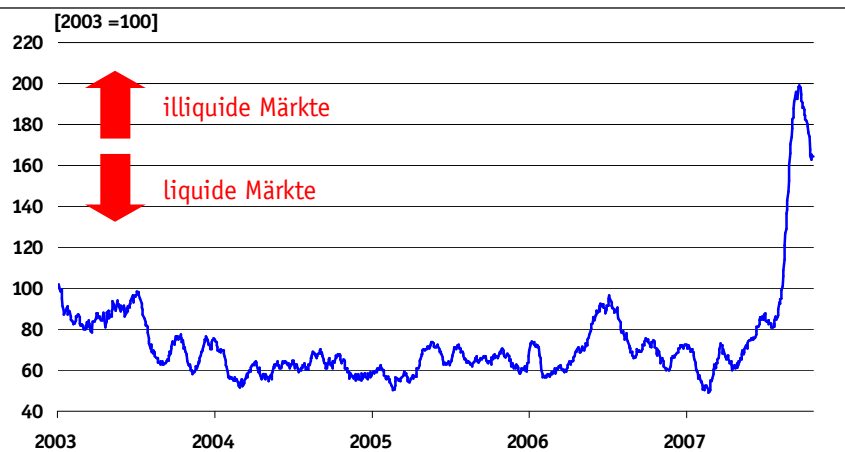
Ausfallquoten für US Subprime Hypotheken nach Jahreskohorten



Quellen: BIZ, LoanPerformance

Liquiditätsrisiko

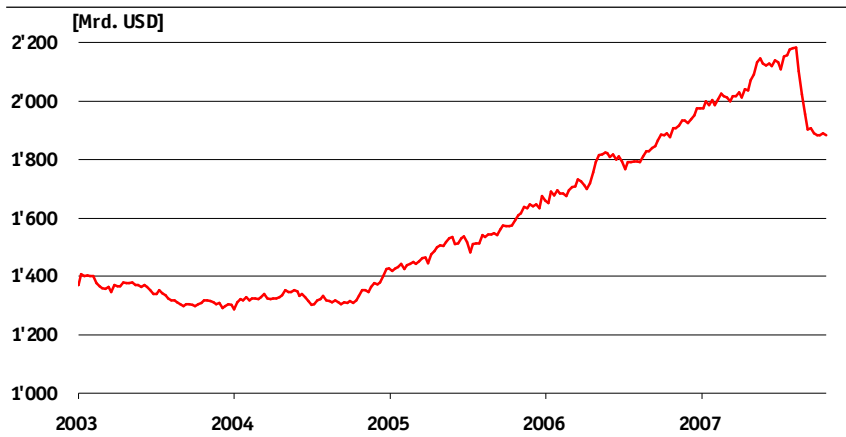
Finanzmarkt-Liquiditätsindex



Quelle: IWF

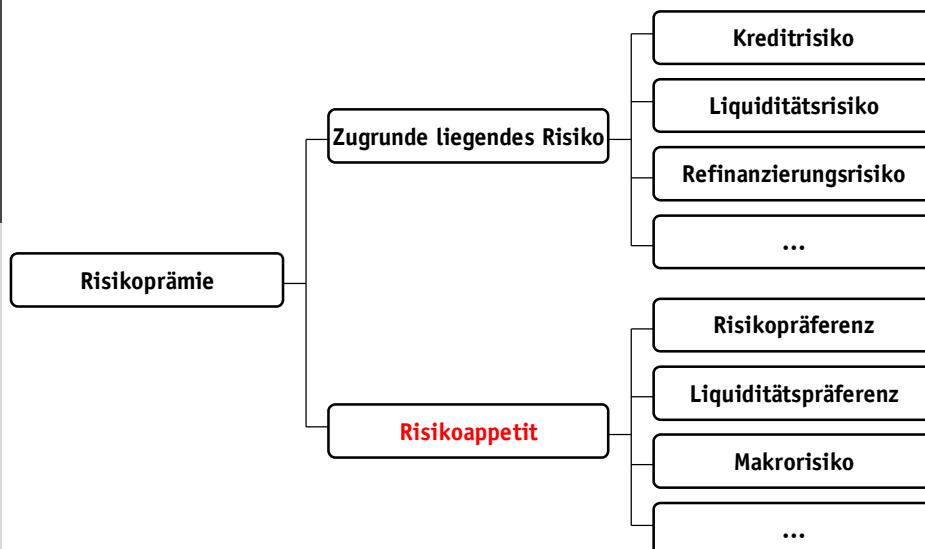
Refinanzierungsrisiko: Schwierigkeit beim Rollen von Commercial Paper

Ausstehendes Volumen an US Commercial Paper



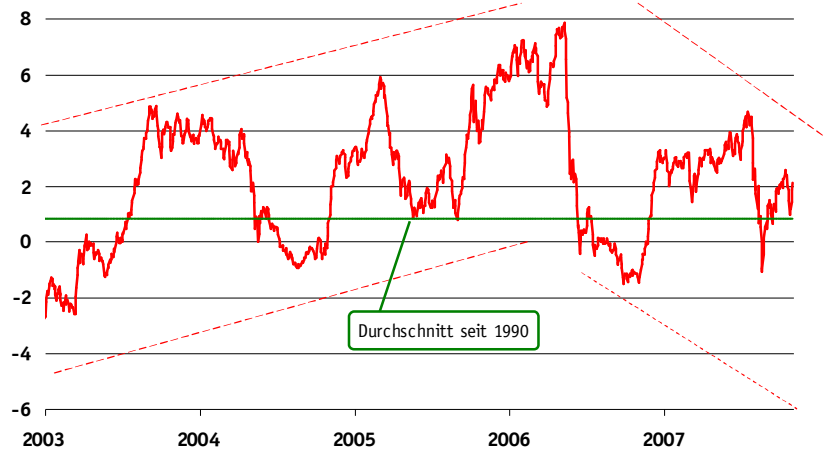
Quelle: Federal Reserve

Risikoappetit



Rückgang der Risikopräferenz

Risikoappetits-Indikator

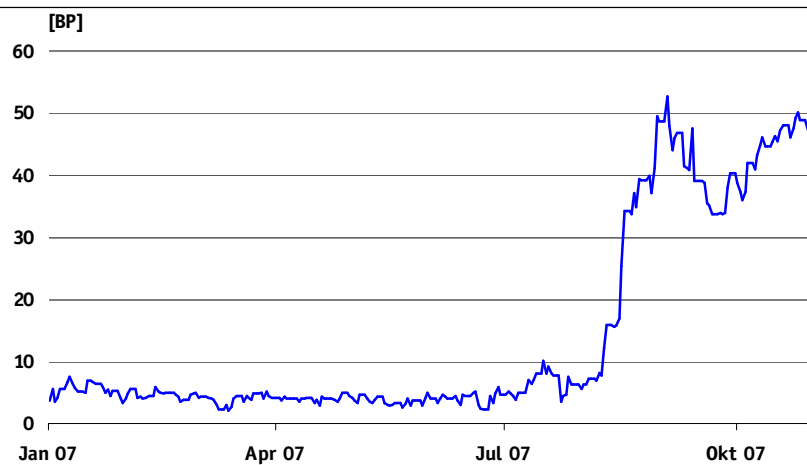


Quelle: Credit Suisse

13

Anstieg der Liquiditätspräferenz

Renditedifferenz zwischen 3M Libor und 3M TOIS Swap (CHF)

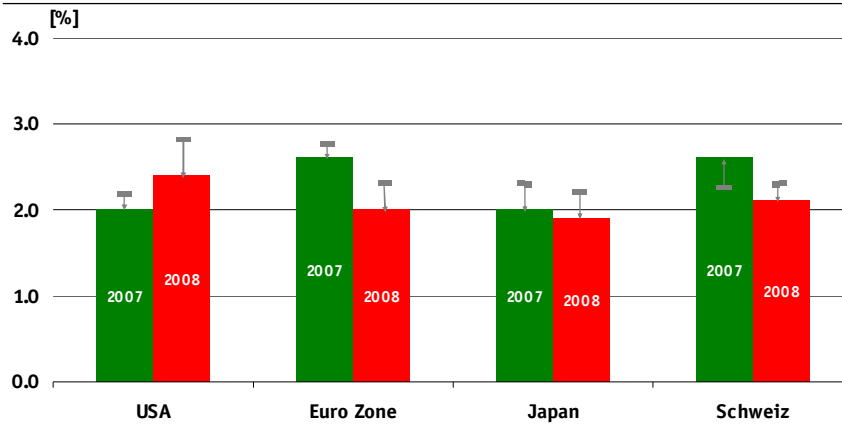


Quelle: Bloomberg

14

Makrorisiko: Ausblick immer noch positiv, aber erhöhte Unsicherheit

Erwartungen reales BIP Wachstum im Oktober (in grau: Prognose Juni)



Quelle: Consensus Economics

15

Fazit Risikoprämien

- **Uneinheitliche** Erhöhung Risikoprämien und hohe **Volatilität**
- **Keine** historischen **Extremwerte** bei vielen Prämien
- **Unsicherheit über Auswirkungen** der Kreditkrise
- Starke **Beeinträchtigung der Funktionsweise** verschiedener Märkte

16

3. Bedeutung der Risikoprämien für die SNB

17

Risikoprämien als ökonomisches Signal

- Risikoprämie: **Signalfunktion** für Allokation von Ressourcen
- Risiken bei extremen Risikoprämien:
 - à Sehr **hoch**: zu wenig Investitionen
 - à Sehr **tief**: Verzerrungen und Fehlallokationen
- Hohe **Volatilität** von Risikoprämien: Beeinträchtigung der **Funktionsweise der Finanzmärkte**

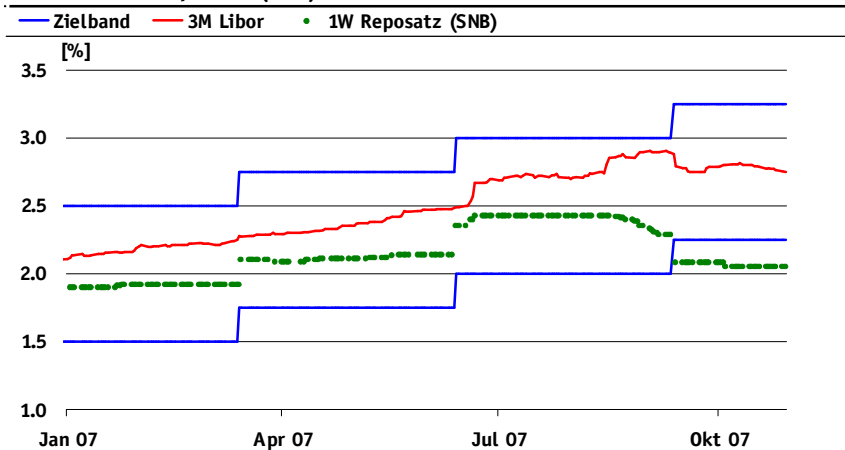
18

Risikoprämien und Geldpolitik

- Einfluss Risikoprämie auf **Restriktionsgrad** der Geldpolitik
- **Erschwerung** Durchführung der Geldpolitik bei **volatilen** Risikoprämien
- **Geldpolitisches Konzept** der SNB: **Berücksichtigung** von Änderungen der Risikoprämie
- **Funktionierender Geldmarkt** für Umsetzung der Geldpolitik und Liquidität im Bankensystem **wichtig**. Grosse Bedeutung des **Repo-Marktes** in Krisensituationen

Flexibilität im Konzept der SNB

3M Libor, 1W Reposatz (SNB) und Zielband



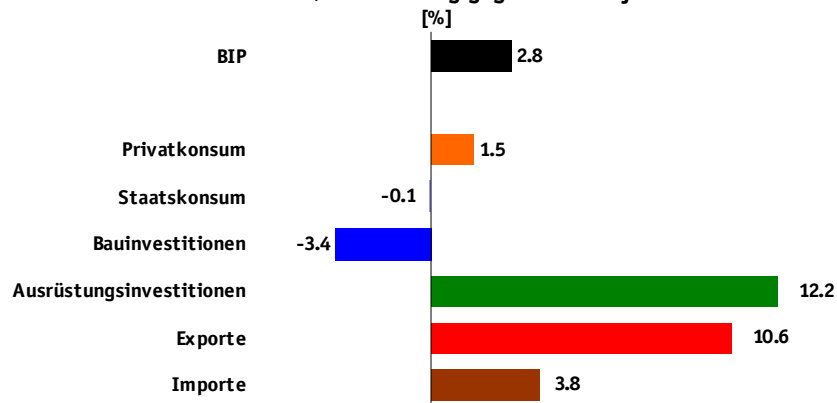
Quelle: SNB

4. Geldpolitischer Ausblick

21

Robustes Wachstum

2.Q. 2007; Veränderung gegenüber Vorjahr

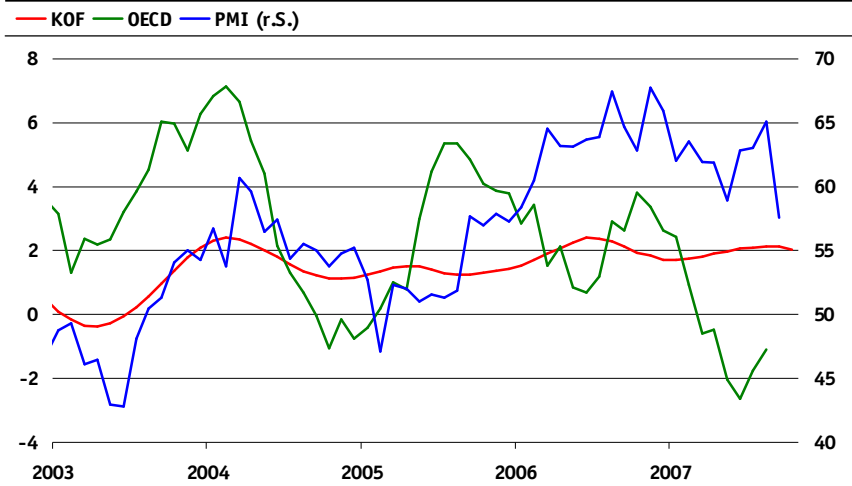


Quelle: Seco

22

Erhöhte Unsicherheit bei Konjunkturaussichten

Vorlaufende Indikatoren für die Schweiz

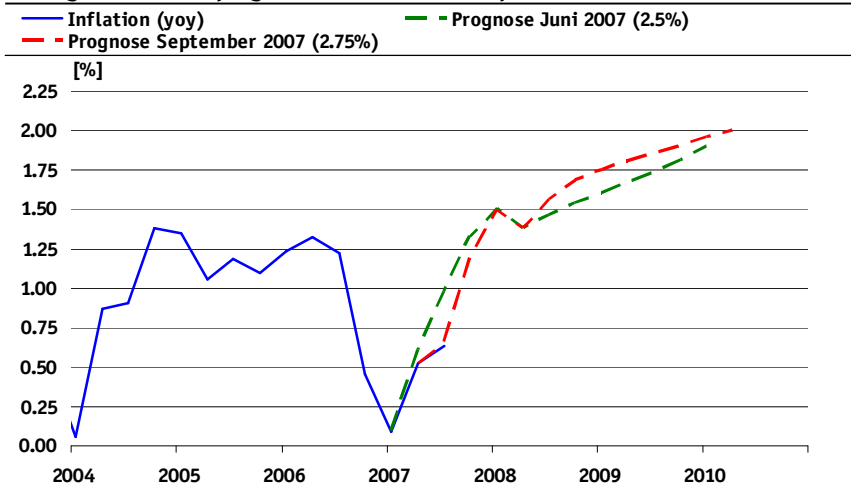


Quellen: Thomson Financial, OECD

23

Günstige Inflationsaussichten

Bedingte Inflationsprognosen vom Juni und September 2007

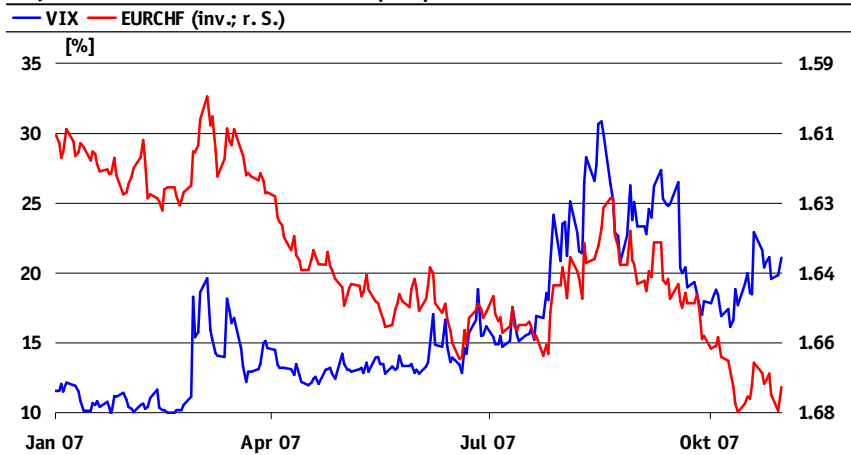


Quelle: SNB

24

EURCHF und Volatilität

Implizite Volatilität des S&P 500 (VIX) und EURCHF



Quellen: Thomson Financial, Reuters

25

Geldpolitische Schlussfolgerungen

- Aussichten für Wachstum und Inflation im Moment mit **grösseren Unsicherheiten** behaftet
- Auswirkungen der jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten **noch nicht abschliessend zu beurteilen; erhöhte Risiken**
- Schweiz in **guter Ausgangslage** (gesunde Wirtschaftsstruktur, robustes Wachstum, gedämpfte Inflation)
- **Risiko CHF:** Safe Haven Effekt oder importierte Inflation
- **Ausgewogenes Vorgehen** und Risikomanagement bei der Festlegung der zukünftigen Geldpolitik

26