

Mediengespräch

Zürich, 13. Dezember 2007

Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan

Bereits im ersten Halbjahr 2007 gab es verschiedentlich Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten. Diese waren aber von kurzer Dauer und blieben isolierte Ereignisse. Das Bild änderte sich in der zweiten Hälfte von 2007 gründlich. Die Subprime-Hypothekarkrise in den USA hatte beträchtliche und in diesem Ausmass nie erwartete Auswirkungen auf die internationalen Finanzmärkte. Ich möchte im Folgenden auf drei Punkte eingehen. Zuerst betrachte ich die Verwerfungen an den internationalen Geldmärkten. Danach gehe ich auf die Reaktionen der Zentralbanken, insbesondere der Nationalbank, ein. Schliesslich möchte ich einige vorläufige Erkenntnisse aus der Krise ziehen.

Gravierende Verwerfungen an den internationalen Geldmärkten

Die Subprime-Hypothekarkrise in den USA übertrug sich anfangs August schockartig auf die Geldmärkte der wichtigsten Währungen. Sie traf damit den Lebensnerv des internationalen Finanzsystems. Funktionierende Geldmärkte sind existentiell für den Liquiditätsausgleich zwischen den Finanzmarktteilnehmern und letztlich für die Zahlungs- und Überlebensfähigkeit der Banken. Mit den Geldmärkten gerieten auch die Zentralbanken ins Rampenlicht. An den Geldmärkten setzen sie ihre Geldpolitik um, indem sie über die Liquiditätsversorgung das Zinsniveau beeinflussen. Die Zentralbanken sind zudem die einzigen Marktteilnehmer, welche die in den Interbank-Zahlungssystemen verwendete Liquidität schaffen können.

Die in den vergangenen Monaten beobachteten Verwerfungen an den internationalen Geldmärkten sind historisch einmalig. Meldungen und Gerüchte über hohe Subprime-Positionen bei Banken führten zu einem abrupten Vertrauensverlust in international tätige Finanzinstitute. Zudem sind diese Banken teils über ihre eigene zukünftige Liquiditätssituation verunsichert. In der Folge begannen die Banken daher Liquidität zu horten und übten grosse Zurückhaltung bei der gegenseitigen Kreditgewährung. Der Markt für unbesicherte Darlehen über längere Laufzeiten zwischen Banken brach zusammen und jener für Devisenswaps trocknete phasenweise aus. Unbesicherte Gelder für mehr als ein paar Tage oder Wochen Laufzeit sind seither für Banken nicht mehr oder nur noch mit markanten Zinsaufschlägen erhältlich.

Die Verwerfungen an den Geldmärkten wurden durch drei Faktoren verschärft: Erstens erwiesen sich vermeintlich erstklassige und liquide Wertpapierbestände der Banken als illiquid und versagten damit als Quelle zusätzlicher Liquidität. Zweitens stockte auch die Liquiditätszufuhr zu den Banken von Seiten anderer Finanzmarktteilnehmer. Deren Vertrauen

Zürich, 13. Dezember 2007

2

in die Banken litt, weil sich sicher geglaubte Geldmarktanlagen auf einen Schlag als risikant herausstellten. Damit wurden drittens auch die Anlagevehikel, welche die Banken ausserhalb ihrer Bilanzen aufbauten, zum Bumerang. Weil sich diese Anlagegesellschaften plötzlich nicht mehr am Markt refinanzieren konnten, mussten die Banken mit eigener Liquidität einspringen.

Der Liquiditätsengpass manifestierte sich zunächst primär im US-Dollar-Geldmarkt. Dies einerseits, weil die Subprime-Verluste und Refinanzierungsbedürfnisse vor allem auf US-Dollar-Positionen anfielen; andererseits darum, weil das Horten von Liquidität ebenfalls vorab in US-Dollar erfolgte. Besonders knapp war die Dollar-Liquidität für europäische Banken. Entsprechend übertrugen sich die Spannungen rasch vom Dollar- auf den Euro-, aber auch den Frankengeldmarkt. Das Ausmass der Verwerfungen an diesen drei Geldmärkten ist aus der Abbildung 1 ersichtlich. Sie zeigt den Verlauf der Risikoprämien am Beispiel von Dreimonatsgeldern. Waren diese Risikoprämien vor der Krise vernachlässigbar klein, so betragen sie nun je nach Währung zwischen 50 und 100 Basispunkten. Die Grafik zeigt auch, dass die Krise bisher in zwei Wellen auftrat. Nachdem sich die Lage im Oktober etwas normalisierte, kam es ab Mitte November nach dem Bekanntwerden von neuen Verlusten bei den Banken erneut zu deutlichen Anspannungen.

Stabilisierung durch die Zentralbanken

Die Zentralbanken sind durch die Turbulenzen am Geldmarkt gefordert. Zwar ist die Art und Weise, wie sie ihren jeweiligen Geldmarkt steuern, unterschiedlich; doch letztlich stellen die Zentralbanken so viel Liquidität zur Verfügung, wie notwendig ist, um den geldpolitischen Leitzinssatz auf dem angestrebten Niveau zu halten.

Die SNB reagierte rasch und führte dem Markt als erste Zentralbank überhaupt bereits am 9. August mittels Feinsteuerungsmassnahmen zusätzliche Liquidität zu. An den folgenden Tagen stellten wir dem Bankensystem im Rahmen der ordentlichen Auktionen weiterhin grosszügig Mittel zur Verfügung. Dadurch erreichten wir am Tagesgeldmarkt schnell eine Entspannung. Um die Ausschläge des Tagesgeldsatzes in beide Richtungen zu dämpfen, haben wir seither konsequent Feinsteuerungsmassnahmen durchgeführt. Auf diese Weise ist es uns gelungen, den sehr kurzfristigen Frankengeldmarkt zu stabilisieren.

Den Anstieg der Risikoprämien im Interbanken-Geschäft konnten wir aber nicht verhindern, da er weitgehend unabhängig von unseren Massnahmen ist. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, stieg der Dreimonats-Libor in Franken bis Mitte September 2007 auf 2,90% und damit deutlich über das von uns angestrebte Niveau an. Allerdings war der Anstieg des Libor im internationalen Vergleich gering. Mit dem geldpolitischen Entscheid vom 13. September strebten wir dann eine weitergehende Entspannung am Frankengeldmarkt in Form einer Rückführung des Dreimonats-Libors auf rund 2,75% an. Zu diesem Zweck stellten wir den Banken noch am Tag der Lagebeurteilung erstmals seit Einführung des Repo-Instrumentariums überhaupt Gelder für eine Laufzeit von drei Monaten zur Verfügung. Gleichzeitig senkten wir den für unsere Geschäfte verwendeten Reposatz signifikant. Ziel dieser Massnahme war es, durch einen tieferen Reposatz die höheren Risikoprämien zu kompensieren und den Dreimonats-Libor in die Mitte des Zielbandes zurückzuführen. Die gewünschte Reaktion erfolgte innert weniger Tage und der Dreimonats-Libor stabilisierte

Zürich, 13. Dezember 2007

3

sich bei 2,75%. Damit neutralisierten wir die geldpolitische Wirkung der höheren Risikoprämie. Wie wir vor kurzem angekündigt haben, werden wir den Geldmarkt auch im Hinblick auf den Jahresultimo grosszügig mit Liquidität versorgen und dazu auch längerfristige Repogeschäfte durchführen.

Auf der operativen Ebene erwies sich die Steuerung des Dreimonats-Libor aufgrund der hohen und schwankenden Risikoprämie als Herausforderung. Gleichzeitig kamen die Vorteile unserer operativen Flexibilität klar zum Tragen. Weil wir in der Regel täglich und mit kurzfristigen Repogeschäften am Markt präsent sind, konnten wir die Liquiditätsmassnahmen den jeweiligen Marktverhältnissen anpassen. Diese Flexibilität nutzten wir während der letzten Monate konsequent, indem wir dem Bankensystem einerseits grosszügig Wochengeld zu graduell tieferen Reposätzen zuführten und andererseits nicht benötigte Liquidität wieder abschöpften, sobald der Tagesgeldsatz zurückkam. So konnte die Gesamtliquidität im Bankensystem auf einem angemessenen Niveau belassen werden. Wie Sie aus Abbildung 3 sehen, veränderte sich die durchschnittliche Höhe der Giro Guthaben der Banken im Vergleich der Mindestreserveperioden in diesem Jahr nur wenig.

Auch unsere übrigen operativen Prozesse bewährten sich in den Turbulenzen gut. Der Zahlungsverkehr zwischen den Banken im SIC funktionierte jederzeit reibungslos, wobei die Banken vermehrt von Innertagskrediten der SNB Gebrauch machten. Zur Überbrückung von Liquiditätsengpässen am Tagesende bietet die Nationalbank den Banken eine Engpassfinanzierungsfazität an. Über diese Fazität kann eine Bank bei Bedarf temporär Liquidität beziehen, sofern sie bei uns über eine Limite verfügt und sofern diese Limite dauernd mit notenbankfähigen Wertschriften gedeckt ist. Die dauernde Deckung der Limiten stellt sicher, dass die Banken auch in kritischen Situationen über ein Liquiditätspolster verfügen. Die effektive Beanspruchung der Limiten ist in der Regel bescheiden und blieb es auch über die vergangenen Monate.

Erkenntnisse

Lassen Sie mich einige vorläufige Erkenntnisse aus der gegenwärtigen Krise ziehen. Ich möchte auf vier Punkte eingehen: Erstens zeigen die weltweiten Verwerfungen am Geldmarkt exemplarisch, wie stark die internationalen Finanzmärkte heute integriert sind. Lokale Krisen können sich in Windeseile über den ganzen Globus ausbreiten. Die Krise im Geldmarkt dürfte noch nicht überstanden sein. Auf den Finanzmärkten ist das Vertrauen zwischen den Teilnehmern nach wie vor ungenügend. Der Druck auf jene Teilnehmer, die sich nur noch sehr kurzfristig am Markt refinanzieren können, bleibt hoch. Die Verzerrungen am Geldmarkt dürften anhalten, solange Unsicherheit über die Tragweite der Kreditprobleme vorhanden ist.

Zweitens haben die Zentralbanken mit enger gegenseitiger Konsultation und gezielten Massnahmen wesentlich zur Beruhigung und Stabilisierung der Geldmärkte beigetragen. Die Nationalbank hat rasch auf die Anspannungen am Frankengeldmarkt reagiert. Die Flexibilität unseres geldpolitischen Instrumentariums hat sich in diesem schwierigen Umfeld bewährt. Die Massnahmen haben vor allem eine Beruhigung der sehr kurzfristigen Zinsen gebracht. Die Schwierigkeiten bei der Refinanzierung der Banken bei längeren Fristigkeiten und die Erhöhung der Risikoprämien im Geldmarkt sind durch den Vertrauensverlust

Zürich, 13. Dezember 2007

4

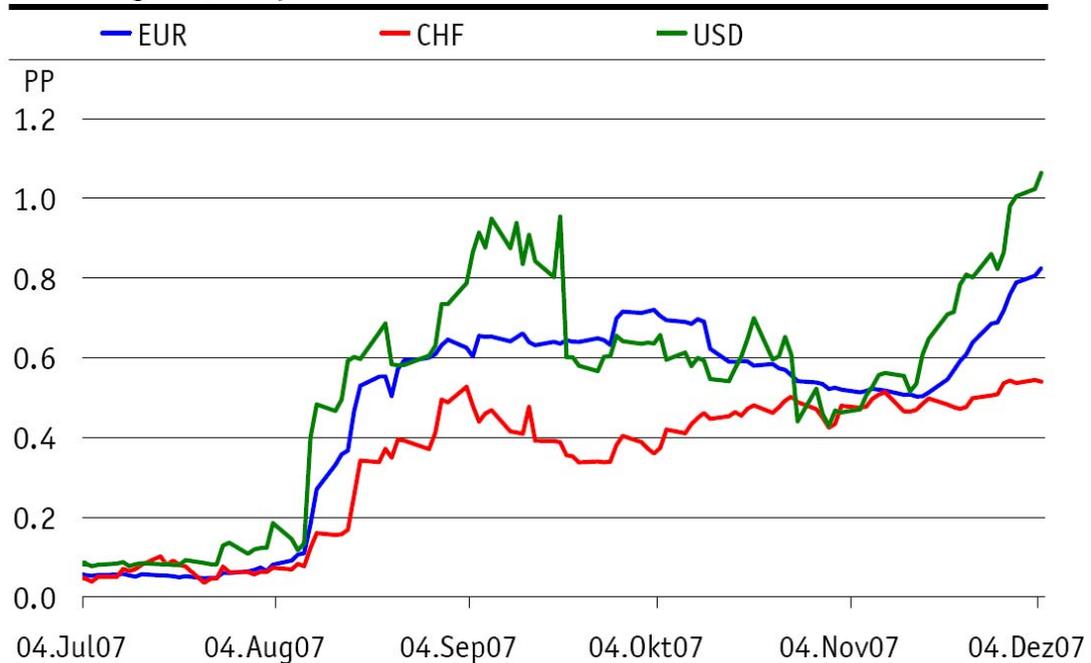
entstanden. Dieser Mangel an Vertrauen kann nicht einfach durch zusätzliche Liquidität der Zentralbanken kompensiert werden. Vielmehr müssen die Finanzmarktteilnehmer selber die wesentlichen Schritte zur Wiederherstellung dieses Vertrauens unternehmen.

Drittens zeigt die Krise am Geldmarkt erneut mit aller Deutlichkeit, dass das Liquiditätsmanagement eine absolute Kernaufgabe jeder Bank ist und in den direkten Verantwortungsbereich der Geschäftsleitung gehört. Liquiditätsvorsorge beginnt in guten Zeiten. Entscheidend ist die Haltung von genügend liquiden Aktiven. Dafür eignen sich nur erstklassige Wertpapiere. Diese können auch unter erschwerten Bedingungen an den Märkten veräussert oder über Repogeschäfte mobilisiert werden. Im akuten Krisenfall ist die Verfügbarkeit von genügend Liquidität zusammen mit einer hohen Eigenmittelkraft absolut zentral.

Schliesslich darf ich viertens feststellen, dass sich im Frankengeldmarkt das Repogeschäft über die Swiss Value Chain dank der konsequenten Minimierung von Risiken als krisenresistente Quelle für Liquidität erwiesen hat. Der Repo-Markt erlaubt unabhängig von Kreditlimiten eine rasche Refinanzierung am Interbanken-Markt und leistet damit einen wichtigen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems. Für die SNB ist es daher wichtig, dass sich alle im Frankengeldmarkt aktiven in- und ausländischen Banken direkt am Schweizer Reposystem anschliessen.

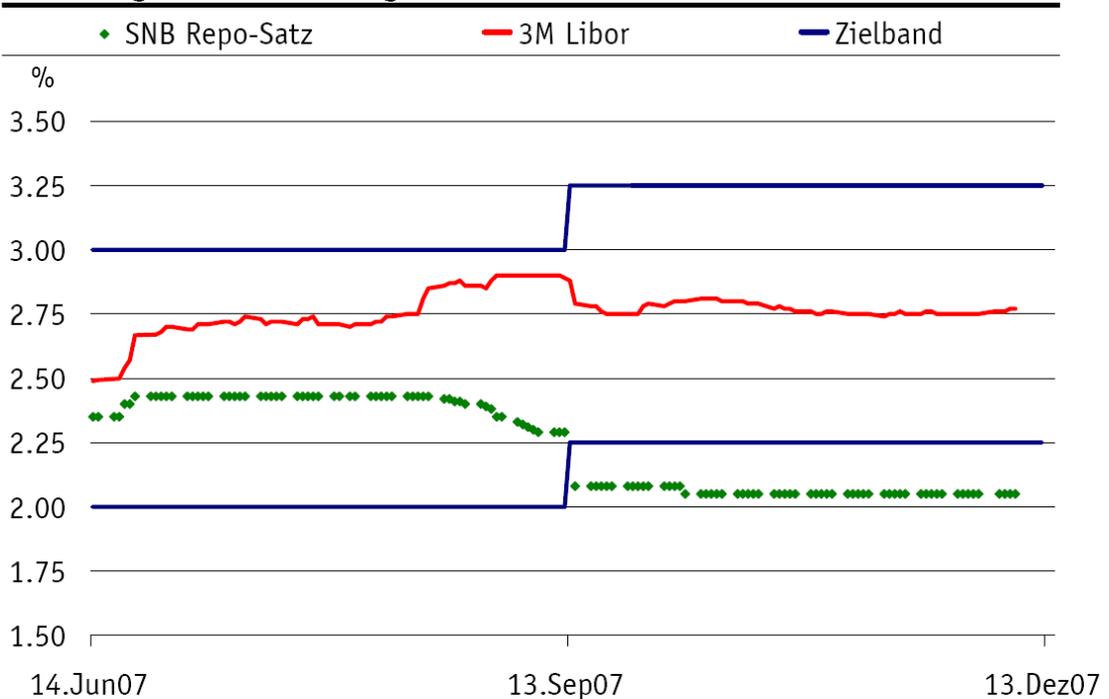
Zürich, 13. Dezember 2007

Abbildung 1: Risikoprämien*



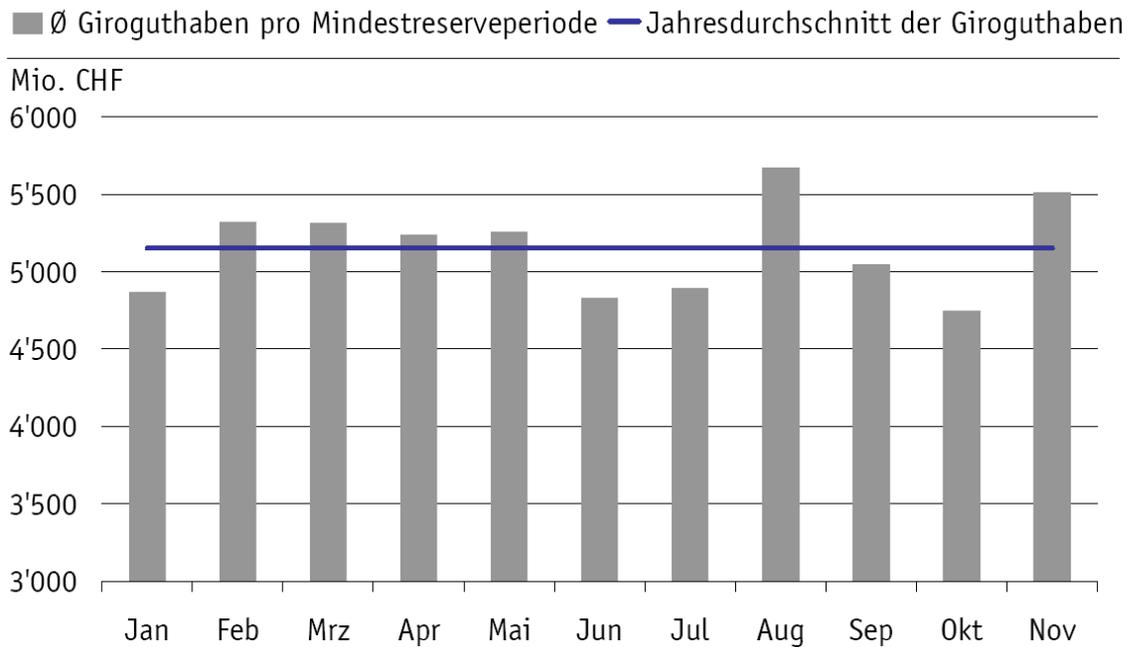
*Berechnet anhand der Differenz zwischen dem 3M-Libor und 3M-OIS

Abbildung 2: Liborsteuerung



Zürich, 13. Dezember 2007

6

Abbildung 3: Giroguthaben der Banken im Jahr 2007*

*Die Monatsbezeichnung bezieht sich auf das Ende der Mindestreserveperiode.