

Mediengespräch

Genf, 19. Juni 2008

Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan

Wellenartiger Verlauf der Krise am Geldmarkt und Massnahmen der Zentralbanken

Die Geldmärkte stellen den Lebensnerv des internationalen Finanzsystems dar. Funktionierende Geldmärkte sind für die Zahlungsfähigkeit der Banken und für eine wirksame Umsetzung der Geldpolitik absolut entscheidend. Die Entwicklungen an den Geldmärkten werden daher seit Ausbruch der Finanzkrise von den Zentralbanken besonders aufmerksam verfolgt.

Die Krise am Geldmarkt lief bisher in drei Wellen ab. Zum Zeitpunkt des letzten Mediengesprächs standen wir praktisch im Zenit der zweiten Welle. In der Zwischenzeit erlebten wir eine dritte Welle von Anspannungen, die ihren Höhepunkt im April erreichte. Ein geeigneter Indikator für den Zustand des Geldmarktes ist die Differenz zwischen dem Dreimonatslibor und dem Dreimonats (T)OIS Satz (Tom Next resp. Overnight Index Swap). Diese Differenz entspricht der Kredit- und Liquiditätsprämie auf ungesicherten Geldmarktgeschäften gegenüber reinen Derivatgeschäften mit praktisch keinem Gegenparteirisiko. Lassen Sie mich den Verlauf der Krise am Geldmarkt anhand der Grafik 1, die als eigentliche Fieberkurve interpretiert werden kann, Revue passieren und die jeweiligen Massnahmen der Notenbanken kommentieren.

Die erste Welle erreichte ihren Höhepunkt im September 2007. Die Risikoprämien am Geldmarkt stiegen von unter 10 Basispunkten in kurzer Zeit auf über 50 und bei einigen Währungen sogar auf über 100 Basispunkte an. In dieser Phase reagierten wir flexibel mittels grosszügiger Liquiditätszuteilung bei unseren Repo-Auktionen sowie vermehrten Feinsteuerungsmassnahmen auf die volatile Nachfrage der Banken. Im Oktober trat eine Beruhigung ein und die Risikoprämien sanken wieder. Die Medizin bestand in dieser Phase aus den üblichen Hausmitteln, wobei diese dem Markt wenn nötig in höheren Mengen und mehrmals täglich verordnet wurden.

Die zweite Welle wurde durch Befürchtungen über Refinanzierungsengpässe am Jahresultimo ausgelöst und erreichte ihren Höhepunkt im Laufe des Dezembers. Um die Unsicherheit der Marktteilnehmer zu verringern, tätigte die Nationalbank vermehrt Repogeschäfte mit mehrwöchigen und sogar mehrmonatigen Laufzeiten an Stelle der üblichen Geschäfte mit einer Laufzeit von einer Woche. Durch diese Massnahmen konnte das Liquiditätsmanagement der Banken über das Jahresende erleichtert werden.

Genf, 19. Juni 2008

2

Während der Phase der zweiten Welle wurde es für die europäischen Banken zunehmend schwieriger, sich in US-Dollar zu refinanzieren, und die Dollarzinsen in Europa waren regelmässig höher als in den USA. Ein Grund für diese Entwicklung war die strukturelle Dollar-Short-Position der europäischen Banken und deren Befürchtungen, am Ende des Handelstages wegen schlecht funktionierenden Geldmärkten über zu wenig Dollar-Liquidität zu verfügen. Das FED, die EZB und die SNB entschieden sich deshalb zu einer koordinierten Aktion. Über ein Swap-Abkommen mit dem Fed konnte die SNB im Dezember 2007 erstmals in ihrer Geschichte ihren Gegenparteien US-Dollar-Liquidität gegen das normale SNB-fähige Kollateral zur Verfügung stellen. Dabei ist wichtig zu verstehen, dass diese Dollarliquidität weder die Geldpolitik noch die Ertragsrechnung der SNB tangierte. Sie trug aber dazu bei, die Refinanzierung unserer Gegenparteien zu erleichtern und leistete so auch einen positiven Beitrag zur Entspannung des Franken-Geldmarktes. Neben den üblichen Hausmitteln haben die Zentralbanken in dieser Phase dem Markt zusätzliche Arznei verschrieben.

Die dritte Welle der Anspannungen im März dieses Jahres wurde ausgelöst durch akute Liquiditätsprobleme einzelner international tätiger Finanzinstitute und Befürchtungen, dass die Probleme am Geldmarkt zu einem chronischen Leiden würden. Die SNB hat in dieser dritten Welle keine neuen Instrumente bereitgestellt, sondern die bestehenden Mittel intensiver eingesetzt. Insbesondere haben wir die US-Dollar-Auktionen wieder aufgenommen, die wir nun vierzehntäglich im Umfang von je USD 6 Mrd. durchführen. Insgesamt stellen wir dem Markt so maximal 12 Mrd. Dollar zu Verfügung. Darüber hinaus versorgen wir den Markt weiterhin grosszügig mit Franken-Liquidität und sind, wann immer nötig, mit Feinsteuerungsmassnahmen aktiv.

Andere Notenbanken haben in den letzten Monaten weiter gehende Massnahmen beschlossen. So wurde zum Beispiel der Kreis der Teilnehmer und der Umfang der Sicherheiten erweitert, welche bei Refinanzierungsgeschäften akzeptiert werden. Als Innovation haben die Zentralbanken der USA und von Grossbritannien sog. Collateral-Swap-Fazilitäten eingesetzt, bei denen die Banken nicht mehr marktfähige Wertpapiere gegen liquide Staatstitel temporär tauschen können. Damit kann der Refinanzierungsdruck in den Bankbilanzen vermindert werden, ohne dass zusätzliches Zentralbankgeld in den Markt gebracht werden muss. Noch weiter ist das Fed mit der Unterstützung beim Verkauf der Investmentbank Bear Stearns gegangen. Die amerikanische Zentralbank übernahm dabei illiquide und risikobehaftete Wertpapiere direkt in die eigene Bilanz. In der dritten Phase wurden so in einigen Ländern neben den gängigen Arzneien auch neue Medikamente eingesetzt, oder es mussten sogar Notoperationen durchgeführt werden.

Im Falle der SNB ist der Kreis der Gegenparteien an den Repo-Auktionen schon seit längerem sehr breit. Bereits kurz vor Ausbruch der Krise beschlossen wir zudem den Umfang der für Geldmarktgeschäfte akzeptierten Sicherheiten zu erweitern, wobei die Anforderungen bezüglich Qualität hoch blieben. Massnahmen wie sie in den USA und in Grossbritannien ergriffen wurden, haben sich bis anhin im Falle der Schweiz nicht als notwendig erwiesen.

Genf, 19. Juni 2008

3

Geldpolitische Steuerung in der Krise

Bei den beschriebenen Massnahmen der Nationalbank ging es vor allem darum, das Funktionieren des Franken-Geldmarktes auch während den Turbulenzen sicherzustellen. Es ist aber auch wichtig, einen Blick auf die eigentliche Umsetzung der geldpolitischen Strategie in der Krise zu werfen. Dabei sind zwei Aspekte von Interesse, die in der Öffentlichkeit teilweise zu Missverständnissen geführt haben. Zum einen geht es um die Frage, ob die SNB bei der Stabilisierung des Geldmarktes eine Liquiditätsschwemme ausgelöst und damit Inflationsrisiken eingegangen sei. In der Tat hat die Nationalbank teilweise grosse Mengen an Zentralbankgeld in den Markt gepumpt. Wir haben das Bankensystem seit Ausbruch der Krise über Repogeschäfte grundsätzlich grosszügig mit Liquidität versorgt. Allerdings wurde die überschüssige Liquidität konsequent mittels Feinsteuerung abgeschöpft, sobald die Tagessätze unter ein bestimmtes Niveau fielen. Da die Banken letztlich per Tagesende nur eine begrenzte Nachfrage nach Zentralbankgeld haben, floss so regelmässig wieder Geld an die SNB zurück. Mit dieser Steuerung gelang es uns einerseits die Volatilität der Tagesgeldsätze zu begrenzen und die Marktsätze in der Nähe unseres Reposatzes zu halten. Das sehen Sie aus Grafik 2. Andererseits konnten wir so die Menge an Giroguthaben im Durchschnitt stabil halten, was bedeutet, dass wir keine übermässige Liquiditätsversorgung des Bankensystems zulassen. In der Grafik 3 sehen Sie, dass die Giroguthaben über die Krise zwar von Tag zu Tag stark variiert haben, aber im Monatsdurchschnitt praktisch stabil geblieben sind. Von einer Liquiditätsschwemme kann somit im Falle der Schweiz keine Rede sein.

Zum anderen steht die Frage im Vordergrund, wie die Zinssätze für die geldpolitischen Repoauktionen festgelegt werden. Die SNB bestimmt jeweils aufgrund ihrer Lagebeurteilung einen bestimmten Bereich für den Dreimonatslibor, den sie als geldpolitisch angemessen betrachtet. Daraus folgt, dass Bewegungen des Dreimonatslibor, die nicht den geldpolitischen Absichten der Nationalbank entsprechen, mit einer Veränderung der Repoätze entgegengewirkt werden muss. So haben wir im Verlauf der Krise konsequent die Veränderungen der Risikoprämie im Libor durch Änderungen des Reposatzes kompensiert. Dies sehen Sie aus Grafik 4. Der Libor ist daher über die ganze Zeit im mittleren Bereich des Zielbandes verlaufen. Der Frankenlibor hat sich in dieser Krise viel stabiler verhalten als der Libor für andere Währungen. Das bedeutet nichts anderes, als dass wir die schweizerische Wirtschaft vor einem Teil der durch die Krise bedingten Risikoaufschläge schützen konnten.

Kritik am Libor

Seit kurzem wird von einigen Marktbeobachtern die Aussagekraft des Libors in Frage gestellt. Der Libor wird für alle wichtigen Währungen täglich in London von der British Bankers Association (BBA) in einer Erhebung bei international tätigen Banken ermittelt. Von den Kritikern wurde argumentiert, dass einige Banken zu tiefe Liborsätze melden würden, um so ihre Kreditwürdigkeit zu beschönigen. Andere haben behauptet, die Sätze seien zu hoch, weil das Panel der befragten Banken nicht genügend repräsentativ sei. Diese Vorwürfe haben praktisch ausschliesslich den Dollar-Libor betroffen. Die BBA hat keine Evidenz für eine systematische Verzerrung des Libors gefunden und bekannt gegeben, dass

Genf, 19. Juni 2008

4

sie die Methode der Libor-Ermittlung unverändert lässt. Die BBA will aber die Governance der Libor-Ermittlung, insbesondere die Überwachung der Meldungen der einzelnen Banken, verstärken. Die BBA hat nun vor kurzem dazu einen Report publiziert und lädt die Finanzmarktteilnehmer ein, dazu Stellung zu nehmen.

Was ist aus Sicht der SNB zu dieser Diskussion zu sagen? Die SNB – wie alle Marktteilnehmer – hat ein grosses Interesse daran, dass der Libor die wahren Zinsverhältnisse am Markt widerspiegelt. Für den Franken-Dreimonats-Libor gibt es bisher keine Evidenz dafür, dass dies nicht mehr der Fall wäre oder gewesen ist. Die Verwendung des Dreimonats-Libors als operatives Ziel basiert auf dessen grosser ökonomischer Bedeutung als Referenzsatz für viele Finanz- und Kreditkontrakte. Auch hier gibt es bisher keine Evidenz, dass die Bedeutung des Libors im Frankenmarkt abgenommen hat.

Da nicht alle meldenden Banken von der Finanzmarktkrise gleich stark betroffen sind, und da das Ausmass und die Liquidität der dem Libor zugrunde liegenden, ungesicherten Geldmarktgeschäfte in einer Krise naturgemäss weit unter dem üblichen Niveau liegt, wird die Bandbreite der Meldungen in einer solchen Situation automatisch grösser. Dies kann auch dazu führen, dass es zu zufälligen Schwankungen kommt. Zudem ist seit Ausbruch der Finanzmarktkrise die im Libor enthaltene Risikoprämie generell deutlich volatiler geworden. Diese Volatilität erschwert die Steuerung des Libors. Dabei ist aber zu beachten, dass die Nationalbank für den Libor kein Punktziel, sondern ein Zielband verwendet, das gewisse Schwankungen des Libors zulässt. Vor allem bemerkenswert ist aber die Tatsache, dass es uns trotz dieser Schwierigkeiten bisher gelungen ist, den Libor jeweils im mittleren Bereich des Zielbandes zu halten. Für die Umsetzung der Geldpolitik ist letztlich dies entscheidend.

Weder die gegenwärtige Kritik am Libor noch der effektive Verlauf des Libors geben daher unmittelbar Anlass, von diesem Satz als operativem Ziel der SNB abzuweichen.

Fazit

Lassen Sie mich ein kurzes Fazit ziehen. Trotz klarer Zeichen einer Beruhigung herrscht im Geldmarkt nach wie vor kein "courant normal". Die Libor-(T)OIS Differenzen deuten weiterhin auf gewisse Anspannungen hin. Die unterschiedlichen Wellen der Krise zeigen auch, wie schwierig eine Prognose über den weiteren Verlauf ist.

Die Aktionen der Zentralbanken haben zu einer Entspannung der Situation beigetragen. Sie können aber jeweils nur die Symptome der Anspannungen bzw. des Fiebers bekämpfen. Die effektive Heilung und das Wiederherstellen des Vertrauens zwischen den Finanzmarktteilnehmern müssen primär durch die Banken selber erfolgen.

Das Instrumentarium - der Arzneimittelschrank - der SNB hat seine Tauglichkeit in der Krise bisher unter Beweis gestellt. Die Krise gibt aber Anlass zu einer Überprüfung und nötigenfalls zu einer Anpassung. Für die Zentralbanken ist dabei wichtig, dass sie nicht nur die aktuelle Wirkung von Instrumenten in Betracht ziehen, sondern auch die längerfristigen Konsequenzen abschätzen. Drohen Märkte und Marktteilnehmer zu kollabieren, können Zentralbanken dank ihres Geldmonopols kurzfristig fast unbegrenzt intervenieren. Solche Extremeingriffe bergen jedoch längerfristig grosse Risiken. Nur zu leicht vertrauen

Genf, 19. Juni 2008

5

die Marktteilnehmer darauf, dass sie in der Krise vor den negativen Folgen ihres eigenen Handelns geschützt werden. Dieses Moral-Hazard-Problem müssen die Zentralbanken besonders sorgsam beachten und nötigenfalls mit geeigneter Regulierung begrenzen.

Genf, 19. Juni 2008

6

Abbildung 1: Risikoprämien gemessen am LIBOR/TOIS (bzw. OIS) Spread

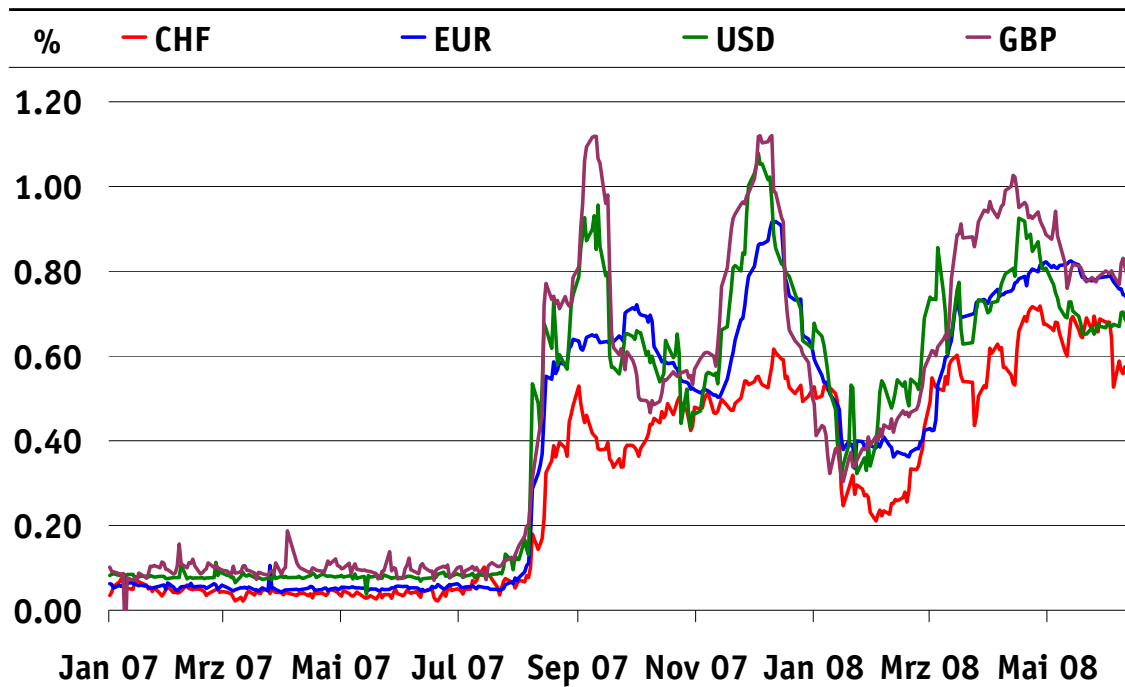
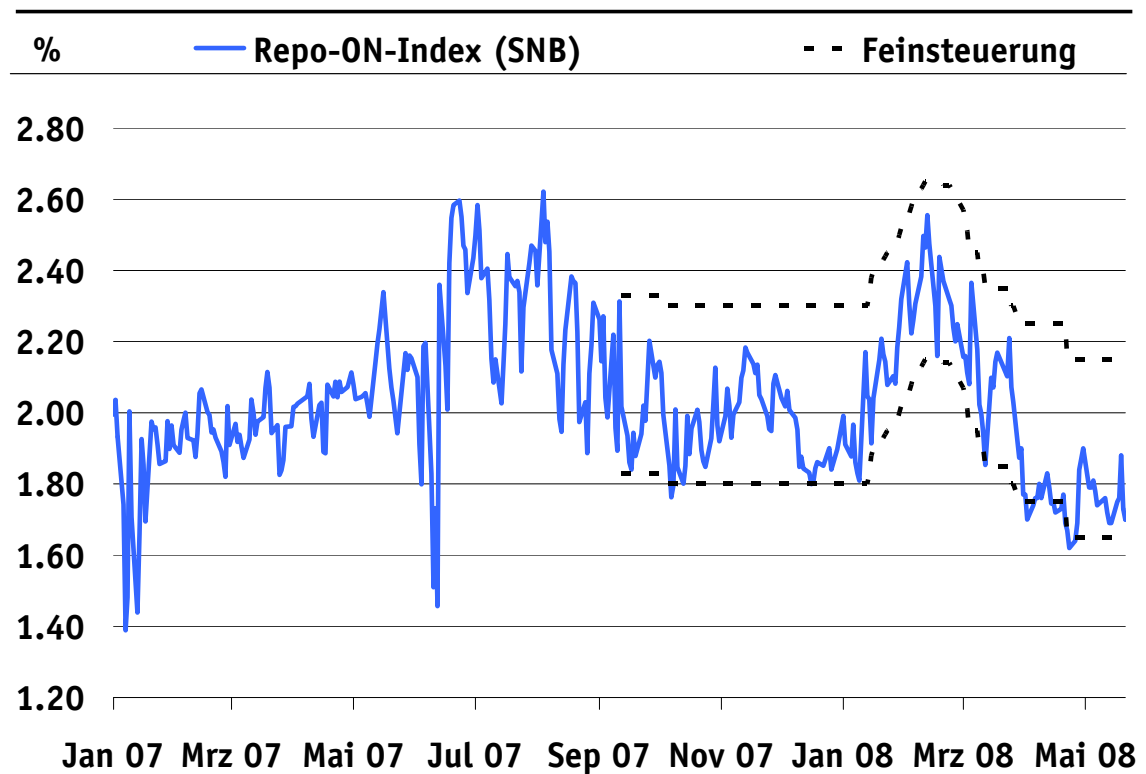


Abbildung 2: Feinsteuerung



Genf, 19. Juni 2008

7

Abbildung 3: Giroguthaben

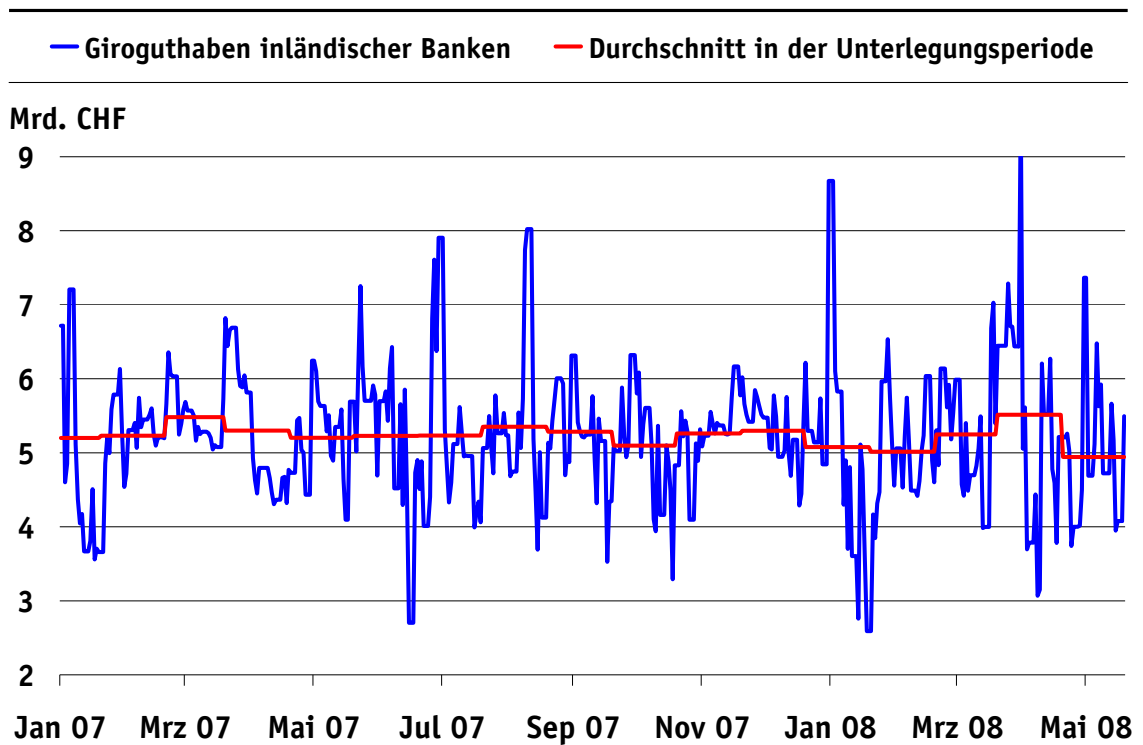


Abbildung 4: Liborsteuerung

