

## Mediengespräch

Zürich, 11. Dezember 2008

# Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan

## Lage an den Finanzmärkten

Was die Finanzmärkte angeht, so befinden wir uns zur Zeit in einer historisch beispiellosen Lage. Die Finanzmarktkrise ist seit September dramatisch eskaliert. Sie hat in den vergangenen drei Monaten praktisch sämtliche Marktsegmente rund um den Globus erfasst. Während wir am letzten Mediengespräch noch von drei Wellen der Finanzmarktkrise sprachen, überragte seither eine vierte Welle alles Vorangegangene (Abbildung 1).<sup>i</sup>

Seit November haben sich die Geldmärkte etwas beruhigt. Dazu beigetragen haben die Massnahmen von Zentralbanken und Regierungen, insbesondere die grosszügige Liquiditätsversorgung, die Rekapitalisierung von Banken, die Staatsgarantien für Bankenverbindlichkeiten und die Übernahme von Risikopositionen. Nachdem die ungesicherten Geldmärkte im Herbst praktisch eingefroren waren, wurden die Zentralbanken vermehrt zum "lender of first resort" – sie wurden zum primären Anbieter von Liquidität für das Finanzsystem. Zu diesem Zweck wurden neue geldpolitische Instrumente und Fazilitäten eingeführt sowie die Liquiditätsversorgung stark ausgeweitet. Trotz der Beruhigung auf den Geldmärkten verschärfte sich die Lage auf den Aktien- und Kreditmärkten aufgrund der raschen Verschlechterung der Konjunktur weiter.

Lassen Sie mich die Einzigartigkeit der aktuellen Lage anhand eines Vergleichs des Dow Jones-Aktienindex während fünf Börsenkrisen illustrieren (Abbildung 2).<sup>ii</sup> Die Kursverluste sind heute weitaus grösser als 2000 und 1973 und nicht vergleichbar mit 1987, als sich die Börse sehr schnell wieder erholte. Gemessen an der Grössenordnung der Dow Jones-Verluste ist die aktuelle Börsenkrisis einzig mit jener von 1929 vergleichbar. Indes dürften die heutigen Vermögensverluste diejenigen von 1929 deutlich übertreffen. Grund ist die bedeutend höhere Marktkapitalisierung der Aktienmärkte gemessen am Bruttoinlandprodukt (BIP). Zudem beschränken sich die Verluste heute nicht auf die Aktienmärkte, sondern betreffen auch praktisch alle andern Vermögenswerte, von denen es ebenfalls bedeutend mehr gibt als früher. Von Unternehmensanleihen über strukturierte Produkte, Rohstoffe und emerging-markets Währungen bis hin zu den Immobilienanlagen sind starke Preisrückgänge zu verzeichnen. Während die US-Immobilienpreise 1929 um 2% und 1930 um 4% fielen, sinken sie aktuell mit einer Rate von 17%.<sup>iii</sup> Niemals zuvor wurden innerhalb weniger Monate weltweit derart hohe Vermögenswerte vernichtet wie in diesem Jahr. Allein diese Vermögensverluste werden die Realwirtschaft noch einige Zeit stark belasten, da ihre Wirkung erfahrungsgemäss erst mit Verzögerung eintritt.

Zürich, 11. Dezember 2008

2

Trotz der historischen Verwerfungen an den Finanzmärkten befinden wir uns aber nicht in den Dreissiger Jahren des letzten Jahrhunderts. Der Hauptunterschied liegt in der entschlossenen Reaktion der Geld- und Fiskalpolitik sowie den umfassenden Staatsinterventionen zugunsten des Finanzsystems. Die Finanzmärkte sind daher bisher, wenn auch in einem erheblich eingeschränktem Mass, funktionsfähig geblieben. Die aussergewöhnliche Situation stellt aber für alle Marktteilnehmer eine grosse Herausforderung dar, nicht zuletzt für die Zentralbanken. Sowohl das geldpolitische Konzept wie auch das Instrumentarium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) wurden einer harten Bewährungsprobe unterzogen. Manche Beobachter äusserten sich in den vergangenen Monaten dahingehend, dass der SNB die Kontrolle über die Geldpolitik teilweise entglitten sei. Diese Meinung teilen wir nicht. Zwar sind weitere Herausforderungen nicht auszuschliessen. Unser Konzept und Instrumentarium haben sich in der Krise bisher aber als sehr flexibel und geeignet erwiesen.

### **Umsetzung der Geldpolitik**

Die SNB setzt ihre Geldpolitik um, indem sie ein Zielband für den Dreimonats-Libor festlegt. Beim Libor handelt es sich um einen Zinssatz für ein ungesichertes Geschäft. Wir können den Dreimonats-Libor nicht direkt beeinflussen, sondern nur indirekt über gesicherte Geldmarkt-Geschäfte (Repo-Geschäfte, Swap-Geschäfte). Vor der Krise unterschieden sich die Zinsen von ungesicherten und gesicherten Geschäften kaum. Steigende Risikoprämien führten jedoch seit Beginn der Krise zu einer Abkoppelung der ungesicherten von den gesicherten Zinssätzen. Hohe und volatile Risikoprämien liessen die Steuerung des Dreimonats-Libor zunehmend zur Herausforderung werden.

Das Problem der Libor-Steuerung wurde in letzter Zeit zusätzlich durch Anspannungen verschärft, die auf die Franken-Nachfrage im Ausland zurückzuführen waren. In Europa wurden in den vergangenen Jahren viele Franken-Kredite vergeben, die über das Schweizer Bankensystem refinanziert wurden. Im Oktober waren plötzlich viele Schweizer Banken nicht mehr bereit, diese Refinanzierung im gleichen Ausmass fortzuführen. Dies führte zu starken Anspannungen auf dem internationalen Franken-Geldmarkt.

Um dieses Problem zu lösen, beschlossen wir, andern Zentralbanken eine Devisenswap-Fazilität anzubieten. Seit dem 20. Oktober stellt die SNB der Europäischen Zentralbank (EZB) im Rahmen einer Swap-Fazilität Franken gegen Euro zur Verfügung, die die EZB ihrerseits in Swap-Geschäften ihren Geschäftspartnern in der Eurozone zuteilt. Seit dem 17. November besteht ein solches Abkommen auch mit der polnischen Zentralbank.

Die Anspannungen auf dem Geldmarkt führten im Oktober dazu, dass der Dreimonats-Libor für einige Tage die Obergrenze des von der SNB angestrebten Zielbandes überschoss (Abbildung 3). Wir sehen dies jedoch nicht als Versagen unseres Konzeptes an. Dem Überschreiten des Libor ging eine Zinssenkung voran, die für die Märkte überraschend kam. Es kann nicht erwartet werden, dass sich der Dreimonats-Libor sogleich im Mittelwert des neuen Zielbandes einpendelt. Vielmehr reagiert der Libor selbst in ruhigen Zeiten mit einer gewissen Verzögerung auf eine Zinssenkung der SNB und die damit einhergehende Reduktion der Repo-Sätze. Angesichts der historisch extremen Verwerfungen auf den Geldmärkten gelang es sogar bemerkenswert rasch, den Dreimonats-Libor wieder in das ange-

Zürich, 11. Dezember 2008

3

strebte Zielband zu führen. Nach den beiden Zinssenkungen vom 6. und 20. November lag der Libor jeweils bereits am darauffolgenden Tag innerhalb des neuen Zielbands.

Die Verwerfungen am Geldmarkt haben die SNB dazu veranlasst, Geldmarkt-Operationen in einem noch nie verzeichneten Umfang abzuwickeln. So gab es Tage, an denen bis zu fünf Geldmarkt-Auktionen stattfanden. Das Volumen der Operationen variiert stark. An Rekordtagen mussten wir Geldmarkt-Operationen im Umfang von über 100 Mrd. Franken abwickeln. Der Grund für diese umfangreichen Operationen liegt darin, dass wir für die Zinssteuerung dem Markt zunächst jeweils viel Liquidität zuführen und diese danach wieder abschöpfen. Die letztlich im System verbleibende Liquidität erreichte dennoch bis vor wenigen Wochen keinen wesentlich grösseren Umfang als vor der Krise. Erst mit dem Übergang zu einer Politik der sehr tiefen Geldmarktsätze sind die Giro Guthaben deutlich angestiegen. Das tiefe Zinsniveau führt zu geringeren Opportunitätskosten für die Liquiditätshaltung der Banken, was diese veranlasst, mehr Liquidität auf den Girokonti zu halten. Das Ausmass der Geldmarkt-Operationen hat zudem einen grossen Einfluss auf die Grösse der Bilanz der SNB. Während vor der Krise rund 20 Mrd. Franken der Bilanz für die geldpolitische Steuerung eingesetzt wurden, dürfte dieser Betrag heute bei rund 80 Mrd. liegen.

Die SNB hat in den vergangenen Wochen eine Politik praktiziert, bei der die Repo-Zinsen annähernd bei Null angelangt sind. Dies heisst jedoch nicht, dass die Möglichkeiten für weitere expansive Impulse in der Geldpolitik ausgeschöpft sind. Wir verfügen neben dem kurzfristigen Repo-Satz über eine ganze Reihe anderer Möglichkeiten, die Geldpolitik expansiver zu gestalten. So können wir zum Beispiel die Fristigkeit unserer Geldmarkt-Geschäfte verlängern oder auf andern Märkten als dem Geldmarkt intervenieren.

### **Neuerungen beim geldpolitischen Instrumentarium**

Das geldpolitische Instrumentarium hat sich im bisherigen Verlauf der Krise grundsätzlich bewährt. Eine Überprüfung ergab aber Anpassungsbedarf in zwei Bereichen. Erstens wurde ein Abschöpfungsinstrument als notwendig erachtet, und zweitens erwiesen sich die Bedingungen der Engpassfinanzierungsfazilität (EFF) als nicht mehr zweckdienlich. Die EFF ist eine Fazilität zur kurzfristigen Überbrückung von unerwarteten Liquiditätsengpässen. Sie kann nur in Anspruch genommen werden, sofern eine Bank über eine entsprechende Limite verfügt, wobei die Limite jederzeit vollumfänglich mit Effekten gedeckt sein muss.

Zunächst zum Abschöpfungsinstrument: Die Krise zeigte auf, dass eine Zentralbank in der Lage sein muss, innert kurzer Frist grosse Mengen an Liquidität über verschiedene Kanäle und verschiedene Fristigkeiten anbieten zu können. Repo-Geschäfte und Devisenswaps erfüllen diese Aufgabe bestens. Allerdings fehlte der SNB bisher ein eigenständiges Abschöpfungsinstrument für grössere Volumen. Deshalb haben wir im Oktober eigene Schuldverschreibungen, sogenannte SNB Bills, in unser Instrumentarium aufgenommen. SNB Bills erhöhen unsere Flexibilität in der Liquiditätssteuerung. Wir können nun mehr längerfristige Geschäfte anbieten, was der Beruhigung der Geldmärkte dient und die Steuerung des Dreimonats-Libor erleichtert.

Die Finanzmarktkrise zeigte auch, dass die EFF nur einen Beitrag zur Beruhigung der Geldmärkte leisten kann, sofern sie bei Bedarf auch tatsächlich in Anspruch genommen wird.

Zürich, 11. Dezember 2008

4

Die EFF wurde aber selbst in der Krise praktisch nicht benutzt, da sowohl die direkten Kosten der Inanspruchnahme als auch die indirekten Kosten in Form einer Stigmatisierung bei Bekanntwerden der Inanspruchnahme relativ hoch waren.

Die SNB wird nun die direkten und die indirekten Kosten der Benutzung der EFF senken. Zu diesem Zweck senken wir erstens auf den 1. Januar 2009 den Zinsaufschlag für den Sondersatz, der bei Beanspruchung der EFF angewendet wird, von bisher 200 Basispunkten auf 50 Basispunkte. Zweitens werden Änderungen bei der Berichterstattung vorgenommen. Um die Stigmatisierung eines EFF-Bezügers zu verhindern, werden Forderungen aus der EFF zukünftig nicht mehr gesondert ausgewiesen. Beide Massnahmen sollen die Banken auch dazu ermutigen, vermehrt EFF-Limiten zu halten und damit zusätzliche Liquiditätsvorsorge zu betreiben.

Es hat sich zudem gezeigt, dass manche Angaben in unserer wöchentlichen Publikation "Geldpolitisch wichtige Daten" in turbulenten Zeiten fehlinterpretiert werden und damit destabilisierend wirken können. Auf die zeitnahe Bekanntgabe von Einzeltransaktionen und Fazilitäten werden wir daher in Zukunft verzichten. Für die Beurteilung der Lage am Geldmarkt sind nur die Giro Guthaben und die Zinssätze relevant. Diese werden wir weiterhin wöchentlich publizieren. Die Angaben zu den einzelnen Bilanzpositionen und zu den geldpolitischen Operationen werden dagegen künftig nur noch im SNB Monatsheft veröffentlicht. Die Transparenz über die geldpolitischen Operationen der SNB bleibt somit grundsätzlich erhalten, doch werden gewisse Daten mit einer grösseren Verzögerung publiziert. Die "Richtlinien über das geldpolitische Instrumentarium" sind entsprechend revidiert worden. Sie treten per 1. Januar 2009 in Kraft.

### **Transaktion mit der UBS**

Die SNB gab am 16. Oktober 2008 bekannt, dass sie mit der UBS eine Vereinbarung über die langfristige Finanzierung und geordnete Liquidation von problematischen Aktiven im Wert von maximal 60 Mrd. US-Dollar abgeschlossen hatte. Ende November wurde für die Transaktion eine Zweckgesellschaft unter dem Namen SNB StabFund Kommanditgesellschaft für kollektive Anlagen mit Sitz in Bern gegründet. Diese ist als Zwei-Partner-Kommanditgesellschaft ausgestaltet. Sie besteht aus einem unbeschränkt haftenden Partner (General Partner), der die Geschäfte der Zweckgesellschaft führt, und einem beschränkt haftenden Partner (Limited Partner). Beide werden vollständig durch die SNB beherrscht. Die SNB hat für die Transaktion mit der UBS ein Projektteam zusammengestellt und verstärkt sich bei Bedarf mit externen Spezialisten.

In der Zwischenzeit wählte die SNB Northern Trust als Custodian. Northern Trust wird die Wertpapiere verwahren. Zudem haben wir spezialisierte Institute mit der unabhängigen Bewertung des Portfolios beauftragt. Eine erste Tranche an Aktiven wird voraussichtlich noch dieses Jahr vom StabFund übernommen.

Für die Finanzierung von StabFund steuert die SNB 90% in Form eines Kredits und die UBS 10% in Form von Eigenkapital bei. Die SNB beschafft sich die für den Kredit benötigten Mittel im Moment primär über das Swap-Abkommen mit dem Federal Reserve, aber auch am Devisenmarkt. Die SNB hat zudem Vorbereitungsarbeiten eingeleitet, um die Finanzie-

Zürich, 11. Dezember 2008

5

zung später unabhängig von Abkommen mit anderen Zentralbanken am Markt vornehmen zu können.

Für die Übernahme der Aktiven in den StabFund werden die Preise per 30. September 2008 verwendet. Dabei werden die UBS-Buchwerte mit dem Wert verglichen, den die SNB aufgrund der unabhängigen Expertisen feststellt. Zur Anwendung kommt die tiefere Bewertung. Im Oktober und November kamen die Preise dieser Aktiven als Folge der Verschärfung der Finanzmarktkrise und des weltweiten Wirtschaftabschwunges erneut unter Druck. Das Ausmass eines allfälligen Verlustes in der Anfangsphase von StabFund kann erst nach der vollständigen Übernahme der Aktiven und einer erneuten umfassenden Bewertung per Ende 2008 bzw. per Ende März 2009 festgestellt werden. Dabei ist wichtig festzuhalten, dass der StabFund mit dem übernommenen Portfolio im Moment primär eine buy-and-hold-to-maturity Strategie verfolgt. Kurzfristige Preisbewegungen spielen für den Erfolg dieser Strategie keine Rolle. Vielmehr kommt es darauf an, ob in der längeren Frist eine Erholung der betroffenen Märkte eintritt. Die SNB verfügt zudem über zwei Puffer zur Abfederung von Verlusten auf ihrem Kredit an StabFund. Zum einen über das ihr von der UBS überlassene Eigenkapital von 10% und zum anderen über eine Auszahlung von bis zu 100 Mio. Aktien der UBS für den Fall, dass die StabFund mit Verlust liquidiert werden muss. Die volatilen Kursbewegungen und die enorme Illiquidität der Märkte zeigen, wie wichtig es in dieser Phase war, die UBS von diesen Risiken zu entlasten.

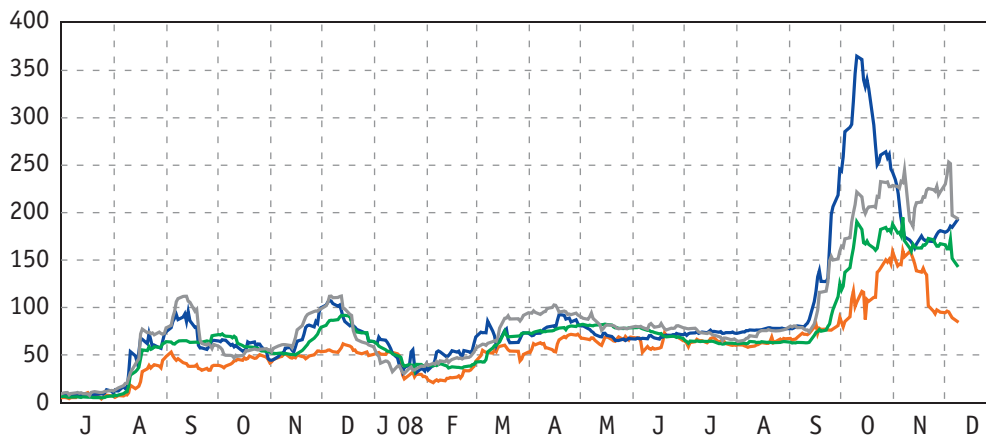
Zürich, 11. Dezember 2008

6

### Abbildung 1. Risikoprämien auf dem Geldmarkt

- CHF Libor 3M - TOIS swap 3M
- USD Libor 3M - OIS swap 3M
- EUR Euribor 3M - Eonia swap 3M
- GBP Libor 3M - Sonia swap 3M

Basispunkte

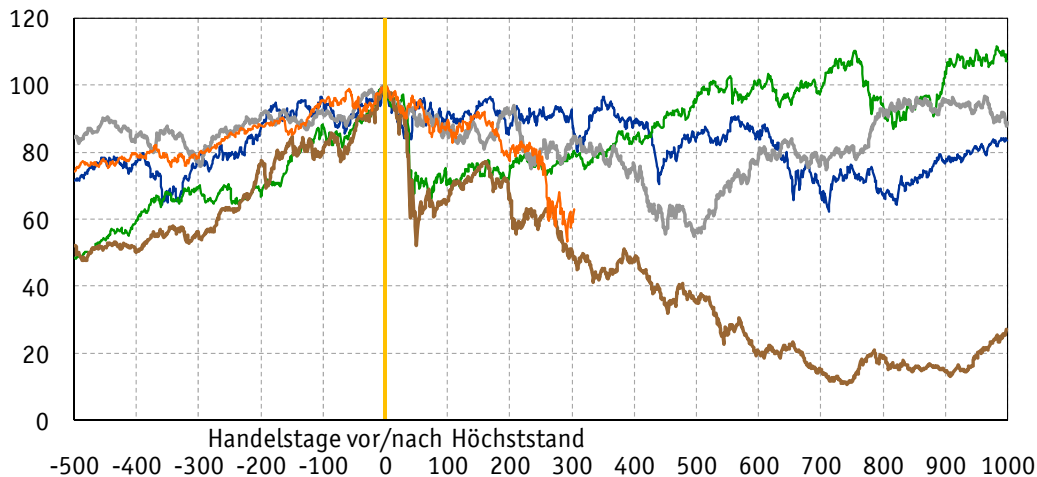


Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

### Abbildung 2. Vergleich Aktienkursentwicklung

- 2000
- 1987
- 1973
- 1929
- aktuell

Dow Jones-Aktienindex, Höchststand=100

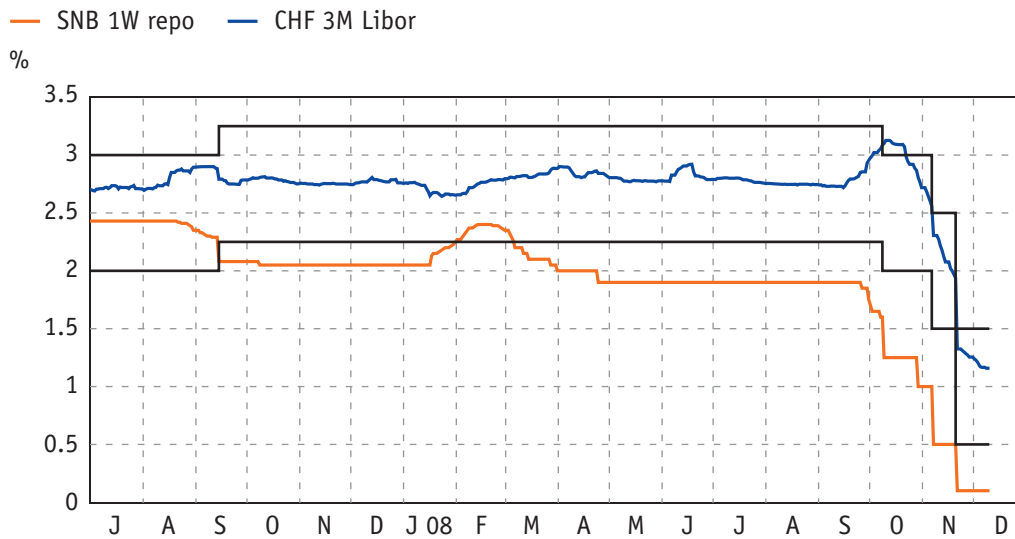


Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

Zürich, 11. Dezember 2008

7

### Abbildung 3. Zielband, Dreimonats-Libor und Reposätze



Quelle: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

- <sup>i</sup> Abbildung 1 zeigt die "Fieberkurve" des Geldmarktes, d.h. die Differenz zwischen dem Dreimonats-Libor und dem Dreimonats-(T)OIS Satz (Tom Next resp. Overnight Index Swap). Diese Differenz entspricht der Risikoprämie für Kredit- und Liquiditätsrisiken auf ungesicherte Geldmarktgeschäfte. Sie ist ein Indikator für den Zustand des Geldmarktes und im weiteren Sinne der Finanzmärkte im Allgemeinen.
- <sup>ii</sup> Es werden der Börsencrash von 1929, die Ölkrise von 1973, der Black Monday von 1987, das Platzen der IT-Blase 2000 und die aktuelle Krise verglichen. Dargestellt ist jeweils der Kursverlauf um den der Krise vorangehenden Index-Höchststand, welcher nicht in jedem Fall mit dem Ausbruch der Krise übereinstimmt. Die Indexhöchststände wurden am 3. September 1929 (Black Tuesday war am 29. Oktober 1929), am 11. Januar 1973 (Ölkrise), am 25. August 1987 (der "Black Monday" war am 19. Oktober 1987), am 14. Januar 2000 (IT-Blase) und am 9. Oktober 2007 erreicht.
- <sup>iii</sup> Quelle: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (2006, zweite Auflage), für jährliche Daten, sowie Case-Shiller Composite-20 Index.