

Jahresend-Mediengespräch, Zürich, 11. Dezember 1998

**Einleitende Bemerkungen von Bruno Gehrig,
Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank**

Lehren aus den Turbulenzen an den Finanzmärkten

Im Rückblick auf die letzten Wochen darf man zunächst feststellen, dass sich die vor allem im Oktober noch sehr hektische Szene an den Finanzmärkten deutlich beruhigt hat. Indessen entbindet dieser Befund die Marktteilnehmer nicht von der Pflicht, gemachte Erfahrungen kritisch zu analysieren und Lehren zu ziehen. Dies scheint um so dringlicher, als die meisten Beobachter vom Gang der Ereignisse überrascht worden sind, insbesondere in zweierlei Hinsicht.

Überrascht haben - erstens - die Intensität und Reichweite der Kettenreaktionen zwischen Märkten, insbesondere nach dem durch Russland einseitig erklärten Schuldenmoratorium. Dass dieser Schock sich nicht nur auf andere Emerging Markets, sondern auch und heftig auf den Markt für Industrieobligationen in den USA ausgewirkt hat, ist eine neue Erfahrung. Sie zeigt, dass mit den modernen Methoden des Portfolio-Managements die Reaktion auf einen Schock nicht nur auf einzelnen Märkten, sondern über das ganze Portfolio hinweg erfolgt. Dies bedeutet, dass risikomindernde Diversifikationseffekte, auf die man sich in normalen Marktverhältnissen verlassen kann, unter Stress gänzlich versagen können.

Zweitens hat erstaunt, wie stark - selbst auf dem bestentwickelten Markt für US-Staatspapiere - die Marktliquidität erodiert ist. Zahlreiche Funds und Handelshäuser fanden sich plötzlich auf derselben Seite der Märkte mit der Konsequenz einer unerwartet eingeschränkten Handelbarkeit selbst der normalerweise hochliquiden Positionen. Viele waren blockiert in unerwünschten, einige in gefährlichen Risikolagen.

Aus diesen Erfahrungen sind Lehren zu ziehen. Sie beziehen sich vorrangig auf den ausserordentlichen Fall, der typischerweise alle Marktteilnehmer in ähnlicher Weise überrascht und daher zu gleichgerichteten Reaktionen veranlasst. Die tolerierte Risikobereitschaft muss umfassenden und in bezug auf die Krisenphantasie vielfältigeren Stress-Tests genügen. Dabei ist insbesondere zu bedenken, dass nach Schocks die Marktliquidität geradezu erodieren kann. Die Akteure sind dann konfrontiert mit einem Dilemma: Gerade in einer Phase dringender Anpassungszwänge werden die Reaktionsspielräume plötzlich sehr eng.

Die Marktteilnehmer tun aus eigenem Interesse gut daran, ihre Konklusionen rasch und rigoros umzusetzen. In den meisten Fällen muss dies auf eine Reduktion des tolerierten "Value at risk" und weniger Leverage hinauslaufen. Der Respekt vor den richtigen Proportionen ist die unverzichtbare Voraussetzung für eine volkswirtschaftlich sinnvolle Zukunft des freien Kapitalverkehrs.

Geldmarktsteuerung unter erschwerten Bedingungen

Die Verunsicherung der Finanzmärkte und die damit verbundenen Umschichtungen in "sichere" Währungen führten zu einem Aufwertungsdruck auf den Franken. Um den konjunkturellen Aufschwung nicht zu gefährden, wirkten wir diesem Druck durch eine grosszügige Liquiditätsversorgung entgegen, während einiger Tage zu Zinssätzen unterhalb des Diskontsatzes. Überdies hatte die Geldmarktsteuerung ausserordentlichen Veränderungen der Gironachfrage Rechnung zu tragen. Die als Folge der Verunsicherung abnehmende Bereitschaft, Gegenparteirisiken einzugehen, hat einige Banken veranlasst, vorübergehend eine Vorsichtskasse in Form von zusätzlichen Giro Guthaben zu halten. Der Girostand, der an einzelnen Tagen über 5 Mrd. Franken lag, überzeichnet denn auch den geldpolitischen Expansionsgrad bei weitem. Durch den vermehrten Einsatz von Repos im Interbankengeschäft sollte es in Zukunft gelingen, solche Störungen der Nachfrage nach Notenbankgeld abzuschwächen. Denn das Repo zeichnet sich eben gerade dadurch aus, dass es das Gegenparteirisiko minimiert. Es ist daher eine attraktive Alternative zur Erhöhung zinsloser Giro Guthaben bei der Nationalbank.

Beitrag zur Internationalisierung der Finanzplatz-Infrastruktur

Die grenzüberschreitende Integration der Finanzmärkte ist weit fortgeschritten. Mit dem Euro wird der Konzentrationsdruck auf die Börsen und in der Wertschriftenverwaltung noch verstärkt. Als Notenbank haben wir ein eminentes Interesse daran, dass den zunehmend integrierten Märkten eine ebenso integrierte Abwicklungsstruktur

zur Verfügung steht. Die Zukunft gehört grenzüberschreitenden Abwicklungssystemen, die punkto Sicherheit und Effizienz den gleich hohen Standard bieten wie die nationalen Systeme. Nur so können die Systemrisiken im Griff behalten werden. Leistungsfähige Abwicklungssysteme sind zudem eine Voraussetzung für einen fairen Wettbewerb zwischen den Finanzplätzen. Bemühungen, die Leistungsfähigkeit von Abwicklungssystemen zu erhöhen, sind weltweit im Gang.

Kurz vor seiner Produktionsaufnahme steht das TARGET-System der EU (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer), mit dem der Euro-Zahlungsverkehr sichergestellt wird. Die Schweizer Banken werden in Frankfurt eine mit der SIC-Technologie arbeitende Abwicklungsbank (Swiss EURO Clearing Bank, SECB) betreiben und so indirekt mit TARGET verbunden sein. Auch die Nationalbank wird für ihre EURO-Transaktionen die Dienste dieses Gemeinschaftswerks nutzen.

Die Nationalbank kann ihren Beitrag zur Bereitstellung einer sicheren Abwicklungsinfrastruktur dadurch leisten, dass sie das SFR-Zahlungs-System (SIC) für Verbindungen zu ausländischen Clearingorganisationen und für wichtige im Ausland operierende Marktteilnehmer öffnet. Sie unterstützt das ambitionöse Projekt CLS (Continuous Linked Settlement) der grossen Handelsbanken, mit dem die Abwicklungsrisiken bei Devisentransaktionen eliminiert werden können. Die Nationalbank ist in hohem Masse an einer effizienten Schnittstelle zum SFR-Zahlungs-System (SIC) interessiert. Auf dem Hintergrund solcher Entwicklungen sind die Kriterien für die Zulassung zum SIC liberalisiert worden.

Internationale Gemeinschaftswerke und Clearingorganisationen (wie CLS) sowie die daran beteiligten Banken können grundsätzlich einen Fernzugang zum SIC erhalten, sofern damit Systemrisiken reduziert werden können oder der Schweizer Finanzplatz gestärkt werden kann. Weitere Voraussetzungen sind, dass die "Fernzugänger" bezüglich Bankenaufsicht und Bekämpfung der Geldwäscherei mindestens gleich strengen Regeln unterworfen sind wie inländische Marktteilnehmer. Der Fernzugang ist bereits realisiert für deutsche Mitglieder der Derivatbörse EUREX. Er kann auch für im Ausland tätige Mitglieder der Schweizer Börse Anwendung finden.

Schliesslich wird der Fernzugang zum SIC auch ausländischen Akteuren am SFR-Repomarkt offen stehen, wenn - im Frühjahr 1999 - die Projektphase "Repo International" realisiert sein wird. Dies allerdings unter der Voraussetzung, dass der Teilnehmer auch auf der Wertschriftenseite das für die Abwicklung "Lieferung gegen Zahlung" Erforderliche bereitstellt, indem er bei der SEGA (Schweiz. Effekten-Giro AG) ein Depot eröffnet. Auf dieser infrastrukturellen Basis wird es möglich sein, mit Gegenparteien im Ausland geldpolitische Operationen vorzunehmen. In dieser Optik wurde beschlossen, auch Staatsobligationen, die auf wichtige Fremdwährungen laufen, in den Repo-Korb der Nationalbank einzubeziehen, sobald eine effiziente Abwicklung "Lieferung gegen Zahlung" möglich ist.

Die Befürchtung, dass mit der anvisierten Öffnung des SIC der Nationalbank die Kontrolle über den Geldmarkt entgleiten könnte, ist nicht begründet. Wir haben eine vollständige Transparenz über die Giro Guthaben, und zudem werden die durch ausländische Teilnehmer über Nacht gehaltenen Girostände sehr gering sein, weil diese Teilnehmer keine Liquiditätsvorschriften in SFR zu erfüllen haben. Wir sind im Gegenteil davon überzeugt, dass beiden Änderungen - mehr Gegenparteien und mehr repofähige Obligationen - den SFR-Geldmarkt stärken und die Wirksamkeit geldpolitischer Massnahmen verbessern werden.