

Zukunftsmusik für die Nationalbank

Angesichts weiterer geldpolitischer Lockerungsmassnahmen wird die Suche nach Exit-Strategien immer drängender. SNB-Bills sind ein geeignetes Instrument.

FABIO CANETG UND DANIEL KAUFMANN

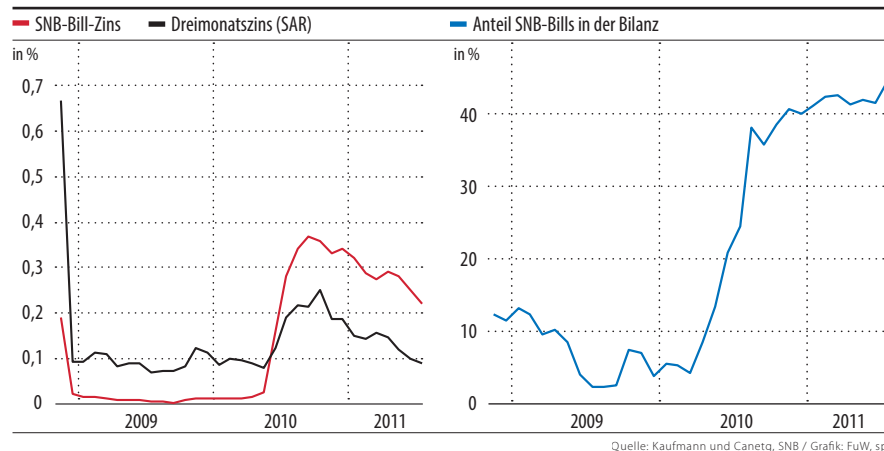
Wie Notenbanken ihre Geldpolitik implementieren, das lockte jahrelang kaum jemanden hinter dem Ofen hervor. Heute füllt das Thema ganze Konferenzprogramme. Gefragt sind Instrumente, mit denen das Zinsniveau in Zukunft wieder erhöht werden kann, auch wenn die Banken im Geld schwimmen. Einiges deutet darauf hin, dass die Schweizerische Nationalbank (SNB) ihre Geldpolitik dereinst durch die Ausgabe von SNB-Bills steuern wird.

Das sind zinstragende Schuldverschreibungen der SNB. Die Nationalbank auktionierte solche Bills erstmals 2008 im Tausch gegen sogenannte Giro Guthaben (vgl. Box). Dabei bestimmte sie die Menge an ausgegebenen SNB-Bills – und damit die Liquidität im Bankensektor. Kommunikativ begleiteten die Währungshüter das Programm deshalb mit der Losung einer «flexiblen Liquiditätssteuerung». Wichtiger als die Liquiditätssteuerung war der Nationalbank jedoch, dass die die Papiere den Geldmarktzins im positiven Bereich hielten (vgl. Grafik ganz links). Konsequenterweise wurde die ihre Ausgabe eingestellt, als die Nationalbank im August 2011 das Zinsziel auf 0% senkte.

Bills statt Giro Guthaben

Wie funktionieren die Papiere in der Theorie? Unser Modell zeigt, dass sie über zwei Kanäle auf den Geldmarktzins wirken. Erstens verkleinert ihre Ausgabe

Zinsen und Anteil SNB-Bills in der Notenbankbilanz im Zeitraum 2008 bis 2011



das Liquiditätspolster der Geschäftsbanken. Das ist so, weil sie die SNB-Bills mit Giro Guthaben bezahlen müssen. Weniger Liquidität im Bankensektor bedeutet ein grösseres Liquiditätsrisiko und deshalb höhere Zinsen. Dieser

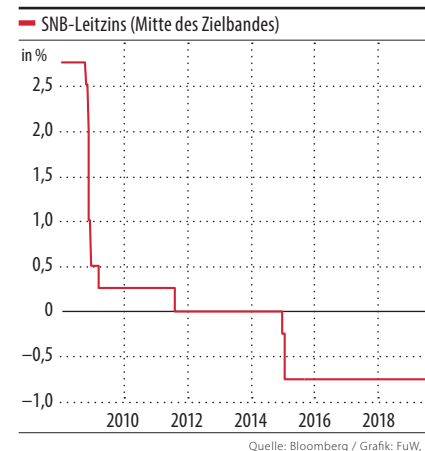
Mechanismus würde den Geldmarktzins heute aber kaum mehr beeinflussen, weil die Bankenliquidität sehr hoch ist.

Zweitens schafft die Ausgabe von SNB-Bills eine attraktive Anlagemöglichkeit für die Geschäftsbanken. Dieser zweite Wirkungskanal ermöglicht eine effektive Zinskontrolle auch bei hoher Liquidität. Das ist so, weil ein Portfolio aus Giro Guthaben und SNB-Bills eine höhere Rendite abwirft als ein Portfolio, das nur aus Giro Guthaben besteht. Wenn die Geschäftsbanken beispielsweise die Möglichkeit erhalten, die Hälfte ihrer zinslosen Giro Guthaben in vierprozentige Bills umzuwandeln, steigt die Rendite gemäss unserem Modell von 0 (nur Giro Guthaben) auf 2% (Giro Guthaben und SNB-Bills). Die Geschäftsbanken werden darum ihr Geld nicht länger zu weniger als 2% an andere Banken ausleihen. Wenn die Nationalbank das verfügbare Volumen an SNB-

Giro Guthaben

Giro Guthaben sind elektronische Liquiditätspolster, die Geschäftsbanken bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) halten. Bis 2015 wurden die Giro Guthaben zinslos geführt. Seither bezahlen die Banken auf einem Teil ihrer Giro Guthaben einen Negativzins, und zwar -0,75%. Bei der Ausgabe von SNB-Bills werden Giro Guthaben gegen zinstragende SNB-Bills getauscht.

Leitzinsen seit 2008



Bills also erhöht, steigt der Geldmarktzins – und zwar auch dann, wenn die Banken grosse Mengen an Liquidität halten.

SNB-Bills funktionieren also in der Theorie – aber tun sie das auch in der Praxis? Um das zu testen, untersuchten wir das SNB-Bills-Programm von 2008 bis 2011. Dabei nutzten wir aus, dass das Verhalten der Finanzmarktvariablen während der Auktionstage anders war als sonst, weil SNB-Bills ausgegeben wurden. Die Resultate der Analyse zeigen, dass die Vorhersagen unseres theoretischen Modells auch in der Praxis zutreffen.

Franken wertet sich auf

Zum einen stiegen die Geldmarktzinsen nach einer restriktiven SNB-Bill-Auktion, bei der überraschend viele Bills ausgegeben wurden. Der Befund bestätigt, dass die Nationalbank einen positiven Geld-

marktzins implementieren kann, auch wenn die Liquidität im Bankensystem hoch ist. Zum anderen führte eine restriktive SNB-Bill-Auktion zu einer deutlichen Aufwertung des Schweizer Frankens. Der Grund dafür ist, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen über den künftigen Wirtschaftsgang anpassen. Es gibt also keinen geldpolitischen Free Lunch: Die Ausgabe der Papiere verhindert zwar, dass die Nationalbank Währungsreserven verkaufen muss, um

Mit den SNB-Bills hat die Nationalbank ein Instrument im Köcher, das einen Kurswechsel ermöglicht.

die Zinsen dereinst anzuheben. Allerdings führt ihre Auktion auch zu einer Aufwertung des Schweizer Frankens.

An der diesjährigen SNB-Generalversammlung sagte Präsident Thomas Jordan, dass die Zinsen künftig wieder positiv sein würden. Wann das sein wird, wissen wir nicht. Unsere Forschung zeigt aber: Mit den SNB-Bills hat die Nationalbank ein Instrument im Köcher, das einen geldpolitische Kurswechsel ermöglicht – und zwar auch dann, wenn die Notenbankbilanz weiterwachsen sollte.

Daniel Kaufmann ist Assistenzprofessor an der Universität Neuchâtel, Fabio Canetg ist Doktorand an der Universität Bern und freischaffender Journalist.

Anzeige

GELESEN
«Wahlbetrug auf Video»

GELESEN
«Endlich in der Mehrheit»

Du bist, was du liest | Tages-Anzeiger

Handlung aus dem Tages-Anzeiger
Prämiert, verteilt, mit dem Kauf von Tages-Anzeiger