

SNB Policy Paper: Der Schweizer Obligationenmarkt – unbeschadet durch die Finanzkrise

Gero Jung, Anlagestrategie und Finanzmarktanalyse
Schweizerische Nationalbank, Zürich

Die Entwicklungen an den Obligationenmärkten sind für Zentralbanken von nicht unerheblichem Interesse. Es gibt zahlreiche Gründe, weshalb eine Zentralbank die Obligationenmärkte in der lokalen Währung beobachtet. Einige Zentralbanken, z.B. die Schweizerische Nationalbank (SNB), setzen ihre Geldpolitik über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Geldmarkt um.¹ In der Schweiz ist dieser Leit-zins – der Dreimonats-Libor für Franken – ein Referenzsatz des Interbankenmarktes und dient als Benchmark für den Kapitalmarkt generell. Gleichzeitig spielt er auch eine wichtige Rolle für den Obligationen- und Swapmarkt. Die Entwicklungen am Obligationenmarkt sind für den Übertragungsmechanismus der Geldpolitik von Bedeutung. Ausserdem liefern sie wertvolle Informationen für ökonomische und geldpolitische Analysen. Ein zweiter Grund liegt darin, dass die SNB – wie die Zentralbanken vieler anderer Länder auch – als Bank des Staates wirkt.² Sie wickelt für den Bund Zahlungen ab, begibt Geldmarktbuchforderungen und Anleihen, besorgt die Verwahrung von Wertpapieren und führt Geld- und Devisengeschäfte aus. Drittens hat die SNB angesichts ihrer bedeutenden Bestände an Frankenanleihen ein direktes Interesse an den Bewegungen dieses Marktes. Viertens stellen Frankenanleihen einen zentralen Bestandteil der SNB-repofähigen Effekten dar. Und schliesslich kann der inländische Obligationenmarkt im Rahmen von Massnahmen gegen die Finanzkrise eine wichtige Rolle spielen. So ergriff die SNB wäh-

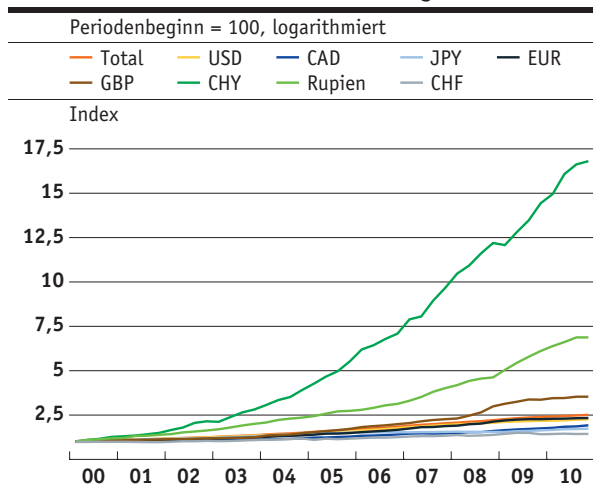
rend der jüngsten Krise ausserordentliche Massnahmen und kaufte dabei Frankenanleihen von privaten Schuldner, um einer Kreditverknappung in der Schweiz vorzubeugen. Der inländische Obligationenmarkt bildet einen wesentlichen Bestandteil des Schweizer Finanzsystems. Ein solcher Markt ist ein Kernelement einer fortgeschrittenen Volkswirtschaft.

Dieser Artikel gibt einen Überblick über den Frankenobligationenmarkt. Er ist in zwei Teile gegliedert. Im ersten Teil werden einige besondere Eigenschaften des Obligationenmarktes dargelegt. Der zweite Teil zeigt die wichtigsten Marktentwicklungen der letzten 20 Jahre auf, mit besonderem Augenmerk auf der Finanzkrise. Die Analyse zeigt, dass der schweizerische Obligationenmarkt nie geschlossen war und dass die Auslandnachfrage konstant blieb, d.h. die Emissionstätigkeit der ausländischen Schuldner nicht wesentlich zunahm. Auch die ausländischen Zentralbanken belassen ihre Bestände an Frankenaktiven mehr oder weniger unverändert.

1 Eigenschaften des Frankenobligationenmarktes

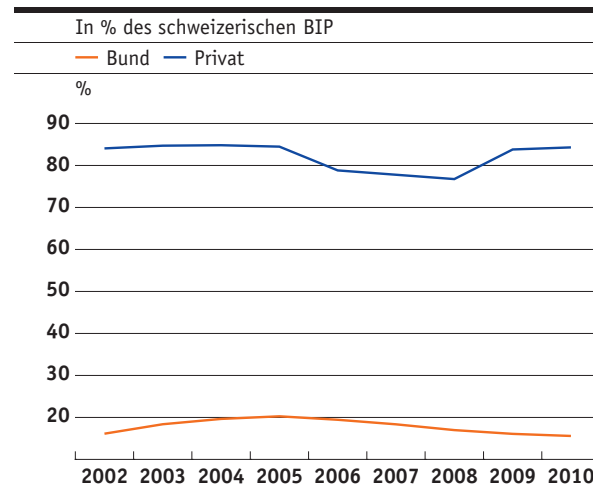
Der Schweizer Anleihenmarkt zeichnet sich durch drei Hauptmerkmale aus. Erstens wächst er im internationalen Vergleich relativ langsam. Zweitens dominiert das Segment der nicht-öffentlichen

Grafik 1
Ausstehende Anleihen in Lokalwährungen



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Grafik 2
Ausstehende Frankenanleihen



Quellen: SIX Swiss Exchange AG, SNB

1 Die SNB hat am 6. September aufgrund der massiven Überbewertung des Frankens einen Mindestkurs zum Euro von 1.20 Franken festgelegt.

2 Gemäss Art. 5 Abs. 4 und Art. 11 des Nationalbankgesetzes (NBG) erbringt die SNB dem Bund Bankdienstleistungen.

Anleihen dasjenige der öffentlichen Anleihen klar – ein deutlicher Unterschied zu anderen Industrieländern. Drittens zeigt die spezifische Struktur des Obligationenmarktes, dass das Segment für Auslandschuldner grösser ist als dasjenige für inländische, in der Schweiz ansässige Emittenten.

a) Langsames Wachstum im internationalen Vergleich

Der Frankenobligationenmarkt wächst verhalten und weist im internationalen Vergleich eine der tiefsten Wachstumsraten auf.³ Weltweit steigt das Volumen an ausstehenden Anleihen stetig und kräftig. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften wie China oder Indien wachsen die Obligationenmärkte besonders dynamisch. Der Schweizer Markt hingegen wies in den letzten zehn Jahren eine der weltweit tiefsten Wachstumsraten auf (Grafik 1, Seite 45).⁴

b) Dominanz des privaten Kapitalmarktes

Die gesamte Kapitalisierung des Obligationenmarktes lag Ende 2010 bei über 570 Mrd. Franken. Dies entspricht etwa 115% des schweizerischen Bruttoinlandproduktes (BIP), was der durchschnittlichen Grösse eines Obligationenmarktes in einer entwickelten Volkswirtschaft entspricht.⁵ Im Gegensatz zu vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weltweit ist in der Schweiz der private Kapitalmarkt (nicht-öffentliche Schuldner) deutlich grösser als der öffentliche Kapitalmarkt. In den letzten fünf Jahren sind die ausstehenden Anleihen

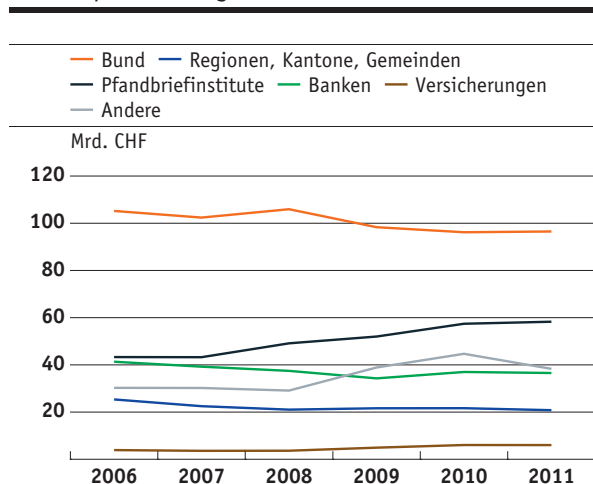
der Schweizerischen Eidgenossenschaft im Verhältnis zur Grösse der Volkswirtschaft stetig zurückgegangen. Darin widerspiegelt sich die umsichtige Finanzpolitik, die Bund, Kantone und Städte bzw. Gemeinden seit längerer Zeit betreiben.

c) Struktur des Obligationenmarktes: Auslandsegment grösser als Inlandsegment

Ausländische Emittenten halten einen grösseren Marktanteil als inländische. Darin unterscheidet sich der Schweizer Anleihenmarkt von den meisten ausländischen Märkten, an denen die inländischen Schuldtitel dominieren.⁶ Hierzulande entfällt ein grösserer Anteil auf ausländische Schuldner.⁷ Gemessen am Gesamtvolumen übertrifft die Marktkapitalisierung der Auslandschuldner diejenige der inländischen Emittenten seit Jahren.⁸ Im Inlandsegment hat die Marktkapitalisierung durch staatliche Schuldner (Bund sowie Kantone und Städte/Gemeinden) kontinuierlich abgenommen.

Schweizer Pfandbriefe, die Ähnlichkeiten zu Pfandbriefen und gedeckten Anleihen (Covered bonds) in anderen Ländern aufweisen, bilden ein wichtiges Segment des inländischen Obligationenmarktes und dienen Banken als kosteneffiziente Instrumente zur Beschaffung langfristiger Mittel. Pfandbriefe sind standardisierte, festverzinsliche Schuldverschreibungen, die mit inländischen Hypotheken besichert sind. Gegenwärtig entfällt ein Fünftel des im Inlandsegment ausstehenden Volumens auf Pfandbriefe.⁹

Grafik 3
Marktkapitalisierung nach Inlandschuldner

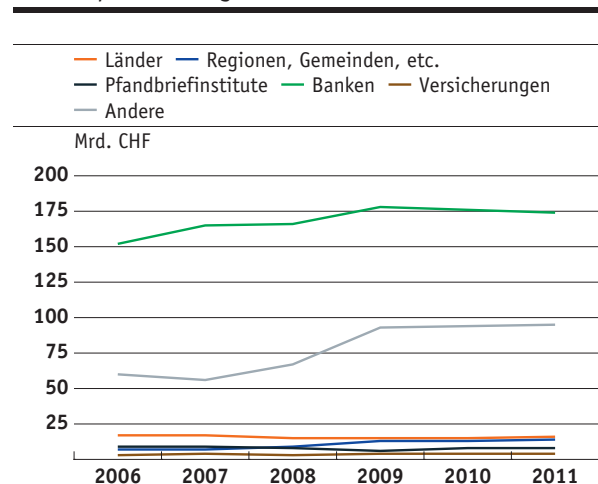


Quelle: SIX Swiss Exchange AG

3 Historisch betrachtet existiert kein Eurobondmarkt in Franken von bedeutender Grösse. Gemäss Christensen (1986) liegt einer der Hauptgründe darin, dass die SNB der Entstehung eines Eurobondmarktes in Franken entgegenwirkte. Siehe Christensen, B. V. (1986), Switzerland's Role as an International Financial Center, *IMF Occasional Paper*, Nr. 45 (Internationaler Währungsfonds, Washington, DC, 1986), Seite 40.

4 Auf Grafik 1 ist das nominale Wachstum der ausstehenden Anleihen in Lokalwährung abgebildet. Das reale Wachstum dieser Märkte zeigt ein ähnliches Bild.

Grafik 4
Marktkapitalisierung nach Auslandschuldner



Quelle: SIX Swiss Exchange AG

5 Für internationale Vergleichszahlen siehe Debelle, G., The Australian bond market in 2011 and beyond, *KangaNews Australian DCM Summit*, Sydney, 15. März 2011.

6 In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften – aber auch in aufstrebenden Ländern – ist der inländische Obligationenmarkt viel grösser als der ausländische. Eine Ausnahme stellt der Markt in Pfund dar, an dem – ähnlich wie beim Franken – das Auslandsegment dominiert.

7 Der Frankenanteil am internationalen Obligationenmarkt beträgt zurzeit über 1%, während der Frankenanteil an inländischen Anleihen nur 0,4% der weltweit ausstehenden Schuldverpflichtungen ausmacht.

Im Auslandsegment blieb die Marktkapitalisierung durch ausländische Banken nach einer höheren Emissionstätigkeit in den Jahren 2008/09 stabil. Die Marktkapitalisierung der anderen Sektoren, einschliesslich der nichtfinanziellen Unternehmen, erhöhte sich auf dem Höhepunkt der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 markant.

In diesem Abschnitt wurden einige Hauptmerkmale des Frankenobligationenmarktes aufgezeigt. Dazu gehören das gegenüber ausländischen Märkten langsamere Wachstum, die Dominanz des Marktes für private gegenüber demjenigen für staatliche Schuldner sowie der grössere Anteil der ausländischen Emittenten gegenüber den inländischen. Darüber hinaus wird die grosse Mehrheit der Frankenanleihen an der SIX Swiss Exchange gehandelt, wogegen in anderen Ländern die meisten Abschlüsse ausserbörslich zustandekommen. Der Frankenobligationenmarkt zeichnet sich zudem durch eine überdurchschnittliche Bonität seiner Schuldner aus.

2 Der Frankenobligationenmarkt und die Finanzkrise

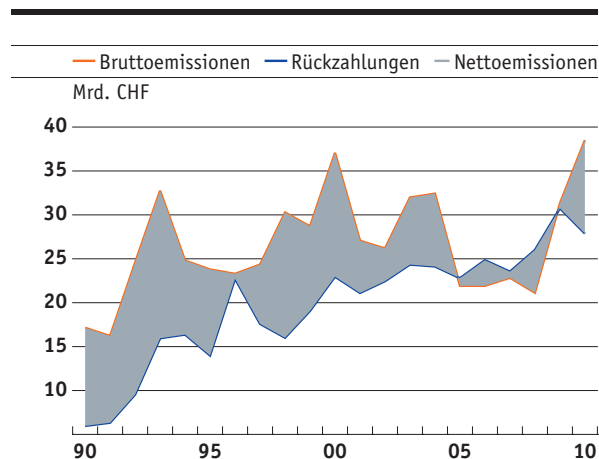
Die jüngste Finanzkrise hat im Primärmarkt keine grösseren Spuren hinterlassen. Insgesamt lagen 2010 die Emissionen von Frankenanleihen in der gleichen Grössenordnung wie in den Vorjahren. Allerdings gibt es einige auffällige Unterschiede

zwischen der Beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische bzw. ausländische Schuldner. Zum einen brachen die Emissionen von Frankenanleihen durch Inlandschuldner während der jüngsten Finanzkrise nicht ein, d.h., der Schweizer Anleihenmarkt war nie geschlossen (Abschnitt a)). Zweitens nahmen die Auslandschuldner keine Portfoliumschichtungen hin zum Frankenobligationenmarkt vor. Dies zeigt sich an den Nettoemissionen ausländischer Schuldner, die 2010 negativ ausfielen. Folglich flossen 2010 keine Mittel aus dem Ausland in den Obligationenmarkt, die möglicherweise die Auslandnachfrage nach Franken angekurbelt hätten (Abschnitt b) unten). Und drittens ging von den internationalen Reservemanagern keine gesteigerte Nachfrage nach Frankenanlagen aus.

a) Kein geschlossener Anleihenmarkt in der Schweiz

Die Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Schuldner war 2010 äusserst rege. Der Bankensektor erhöhte seine Emissionen markant auf mehr als das Dreifache. Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 war sein Emissionsvolumen geschrumpft. Die Industrieunternehmen hingegen reduzierten 2010 ihre Emissionen; allerdings war dem ein sehr aktives Jahr 2009 vorangegangen. Trotz des schlimmsten Konjunktur einbruchs seit Jahrzehnten herrschte 2009 bei den Industrieunternehmen eine rege Emissionstätigkeit. Darin spiegelt sich der Umstand, dass

Grafik 5
Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Emittenten¹⁰



Quelle: SNB

8 Die Kapitalisierung des Inlandsegments lag Ende 2010 bei über 260 Mrd. Franken, während die Marktkapitalisierung der ausländischen Emittenten 310 Mrd. Franken betrug.

9 In der Schweiz ist es zwei Instituten gesetzlich erlaubt, Pfandbriefe zu begeben. Der Markt für Schweizer Pfandbriefe wird von einer vergleichsweise strikten Gesetzgebung geprägt.

10 SNB-Bills sind in Grafik 5 nicht enthalten.

diese Unternehmen stets Zugang zum inländischen Obligationenmarkt hatten. Insgesamt betrachtet bleibt jedoch die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische Industrieunternehmen im Verhältnis zum gesamten Markt gering. Dies ist ein Indiz dafür, dass sich der Unternehmenssektor nicht schwergewichtig mittels Obligationen finanziert (Tabelle 1). Auffallend sind auch die seit 2007 viel höheren Emissionen von Schweizer Pfandbriefen. Für den Bankensektor stellen sie eine relativ kostengünstige Art der Refinanzierung dar, und die rege Tätigkeit in diesem Segment steht im Einklang mit dem steigenden Hypothekenvolumen in der Schweiz. Was die Emissionen der Schweizerischen Eidgenossenschaft betrifft, so setzte sich der Trend der letzten Jahre fort: Die Nettoemissionen waren erneut negativ, d.h., der Bund baute seine ausstehenden Schuldverpflichtungen weiter ab. Entsprechend sanken die Verschuldungsquote des gesamten staatlichen Sektors sowie die Staatsverschuldung in der Schweiz weiter. Insgesamt betragen 2010 die Emissionen von inländischen Schuldner 38 Mrd. Franken. Sie lagen damit rund 50% über dem Niveau der Krisenjahre 2007–2009 bzw. ein Drittel über dem Durchschnitt der Vorkrisenjahre. Empirisch besteht ein negativer Zusammenhang zwischen dem Emissionsvolumen der inländischen Schuldner und der Wirtschaftstätigkeit. Mit

anderen Worten: Inlandschuldner beanspruchen in konjunkturellen Abschwächungsphasen zur Deckung ihres Finanzierungsbedarfs vermehrt die Kapitalmärkte und profitieren dadurch vom günstigen Zinsumfeld.

Die verhaltene Emissionstätigkeit des Bundes – seine Nettoemissionen waren in den letzten paar Jahren negativ – ergibt sich aus der gesunden Verfassung der öffentlichen Haushalte in der Schweiz. Insbesondere die Fiskalregel auf Bundesebene (die so genannte Schuldenbremse), die erstmals auf den Voranschlag 2003 angewendet wurde, hat dazu beigetragen, den Budgetprozess so zu beeinflussen, dass er den Grundsätzen der Schuldenstabilisierung entspricht.¹²

Während der 1990er-Jahre stieg die Verschuldungsquote der Schweiz steil an, doch konnten die Ausweitung der Staatsverschuldung Anfang der 2000er-Jahre gestoppt und in den Folgejahren die Verschuldungsquoten deutlich gesenkt werden. Dank der gesunden Verfassung der öffentlichen Finanzen bewegten sich die Nettoemissionen des Bundes fast bei null oder sogar im negativen Bereich, was seit Mitte der 2000er-Jahre der Fall ist. Als Folge davon ist das Verhältnis von Staatsschulden zu BIP auf vergleichsweise tiefe Werte gesunken.

Emissionen von inländischen Emittenten von Frankenanleihen¹¹

Tabelle 1

In Mio. CHF

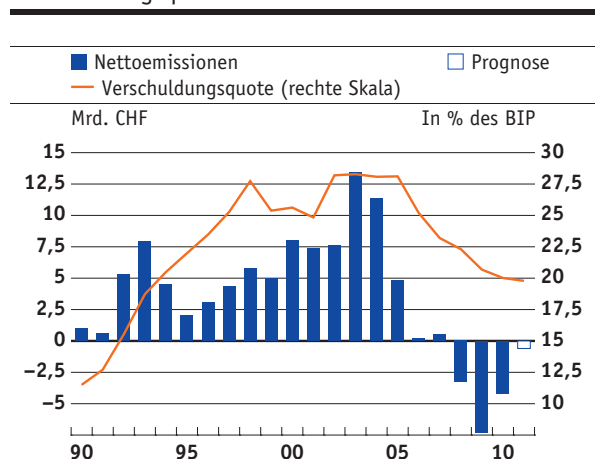
	Jahresdurchschnitt		
	2000–2006	2007–2009	2010
Bund			
Bruttoemissionen	11 518	3 471	4 682
Nettoemissionen	7 532	–3 330	–4 221
Pfandbriefinstitute			
Bruttoemissionen	5 076	8 075	11 449
Nettoemissionen	818	2 096	5 417
Industrie			
Bruttoemissionen	1 028	3 128	1 831
Nettoemissionen	28	1 398	1 072
Banken			
Bruttoemissionen	4 737	3 993	9 392
Nettoemissionen	–1 708	–2 638	2 929
Andere			
Bruttoemissionen	7 137	6 429	11 156
Nettoemissionen	–1 659	809	5 436

Quelle: SNB

11 SNB-Bills sind in Tabelle 1 nicht enthalten.

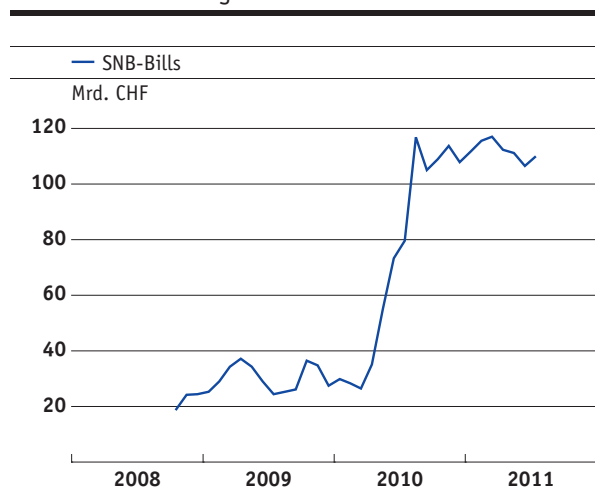
12 Die Schuldenbremse schreibt vor, dass während einer Hochkonjunktur zwingend Budgetüberschüsse erwirtschaftet werden. Dadurch entfallen grössere Anpassungen während einer nachfolgenden Rezession weitgehend und das Problem einer prozyklischen Politik wird entschärft. Die Regel bietet auch ausreichend Spielraum zur Bewältigung von Ausnahmesituationen. Innerhalb des Budgetprozesses hat sie neue Anreize zu einer besseren Umsetzung der Defizit- und Schuldenziele geschaffen.

Grafik 6
 Nettoemissionen des Bundes und
 Verschuldungsquote des Bundes



Quellen: Eidgenössische Finanzverwaltung (EFV), SNB

Grafik 7
 Schuldverschreibungen der SNB



Quelle: SNB

Seit Oktober 2008 werden SNB-Bills im Rahmen der Offenmarktgeschäfte der SNB zur Abschöpfung von Liquidität eingesetzt. SNB-Bills sind zinstragende Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu einem Jahr (Grafik 7).¹³ Die Emissionen der SNB-Bills haben die Schuldtitel der Eidgenossenschaft nicht verdrängt. Es ist weder ein deutlicher Rückgang der Nachfrage nach Anleihen noch nach Geldmarktbuchforderungen des Bundes zu beobachten.¹⁴ Im August 2011 kaufte die SNB im Zuge ihrer Massnahmen zur signifikanten Erhöhung der Liquidität am Frankengeldmarkt SNB-Bills zurück.

**b) Keine Portfolioverschiebungen der
 Auslandschuldner hin zum Schweizer Markt**

Die Beanspruchung des Kapitalmarktes durch ausländische Schuldner zeigt hingegen ein anderes Bild. Während die ausländischen Emissionen 2009 Höchstwerte erreichten, ging die Beanspruchung des Kapitalmarktes 2010 stark zurück. Sowohl die Brutto- als auch die Nettoemissionen fielen markant. Für internationale Emittenten stellt der Schweizer Obligationenmarkt einen festen Bestandteil ihrer globalen Finanzierungsstrategie dar. Teilweise ist für ausländische Emittenten das Tiefzinsumfeld besonders attraktiv. Zudem bietet sich die Möglichkeit zur Diversifikation und Stärkung der Investorenbasis, indem ein Markt in einem Land erschlossen wird, das sich durch politische und wirtschaftliche Stabilität auszeichnet. Allerdings wollen viele ausländische Emittenten kein direktes Währungsrisiko gegenüber dem Franken eingehen und tauschen ihr Exposure zurück in ihre Landeswährung. 2010 trug vor allem der starke Rückgang der Nettoemissionen von Schuldnern aus der Euro-

Kapitalmarktbeanspruchung durch ausländische Emittenten von Frankenleihen

Tabelle 2

In Mio. CHF

	Jahresdurchschnitt		
	2000–2006	2007–2009	2010
Europäische Union			
Bruttoemissionen	28 898	39 624	35 028
Nettoemissionen	10 022	15 981	3 718
USA, Kanada			
Bruttoemissionen	7 137	10 396	2 743
Nettoemissionen	1 754	2 913	–5 161
Andere			
Bruttoemissionen	9 888	10 869	8 405
Nettoemissionen	1 137	1 860	1 406

Quelle: SNB

13 SNB-Bills können im Auktionsverfahren oder mittels Privatplatzierung emittiert werden. Sie sind im Verzeichnis der SNB-repofähigen Effekten enthalten und können somit auch bei den Repogeschäften mit der Nationalbank eingesetzt werden. Die erste Auktion von SNB-Bills fand im Oktober 2008 statt.

14 Für eine genauere Analyse der Auktionen der Anleihen der Eidgenossenschaft durch die Bundestresorerie vgl. «Swiss government bonds: Thirty years' experience with uniform-price-auctions», A. Ranaldo und E. Rossi, noch nicht publiziert.

päischen Union und Nordamerika zur nachlassenden Beanspruchung durch die Auslandschuldner bei. Eine mögliche Erklärung sind die relativ hohen Absicherungskosten für Franken-Exposures. 2010 betrug das Emissionsvolumen der ausländischen Schuldner insgesamt 46 Mrd. Franken. Dies ist rund 20% weniger als während der Krisenjahre 2007–2009 und entspricht dem Vorkrisenniveau.

c) Keine höhere Nachfrage nach Frankenaktiven durch internationale Reservemanager

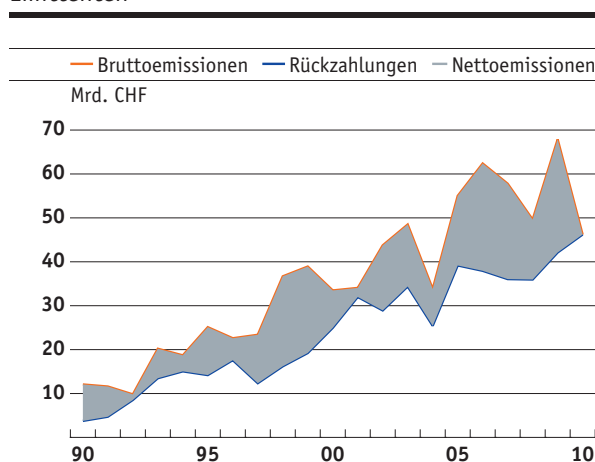
Die beiden vorhergehenden Abschnitte befassen sich mit dem Verhalten von Schuldnern am Frankenobligationenmarkt. Dieser Abschnitt behandelt die Nachfrage der internationalen Reservemanager nach Frankenaktiven. Die verfügbaren Daten zu den Beständen an Devisenreserven zeigen, dass die Nachfrage der Reservemanager nach Frankenaktiven nicht gestiegen ist. Die in Franken gehaltenen Devisenreserven sind nach wie vor bescheiden. Während der Franken zu den zehn meistgehandelten Währungen der Welt zählt,¹⁵ spielen die offiziellen Währungsbestände in Franken weiterhin nur eine kleine Nebenrolle. Die Zusammensetzung der globalen Reserven zeigt, dass Forderungen in Franken nur 0,10% aller Devi-

senreserven ausmachen, d.h. nominal rund 9 Mrd. Franken. Die weltweiten Devisenreserven sind noch immer stark auf den US-Dollar konzentriert, wobei der Euro in den letzten Jahren seine relative Position stärken konnte. Die weltweit gehaltenen Devisenreserven wachsen nach wie vor kräftig und betragen Ende 2010 über 9 Billionen US-Dollar. Damit setzt sich der jüngste Trend hin zu einer Aufstockung der Devisenreserven der aufstrebenden Länder und der Entwicklungsländer fort. Die Devisenreserven dieser Volkswirtschaften überschritten Ende 2010 die Marke von 6 Billionen US-Dollar. Sie halten nun doppelt so hohe Reserven wie die fortgeschrittenen Volkswirtschaften.

Schlussfolgerungen

Der Schweizer Obligationenmarkt, der verglichen mit anderen Volkswirtschaften eine durchschnittliche Grösse aufweist, hat sich in der Finanzkrise gut behauptet. Es kam 2008 und 2009 nicht zu einer Schliessung des Marktes, und es herrschte auch kein Mangel an ausländischen Schuldnern, die sich Kapital beschafften. Die ausländischen Zentralbanken scheinen ihre Investitionsstrategie betreffend Frankenaktiven nicht geändert zu haben. Ihr Anteil an Frankenaktiven bleibt auf einem konstant tiefen Niveau. Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen kann festgehalten werden, dass der Schweizer Obligationenmarkt seiner Reputation der Stabilität gerecht geworden ist. Er ist vergleichsweise gut durch die jüngste Krise gekommen.

Grafik 8
Kapitalmarktbeanspruchung durch ausländische Emittenten

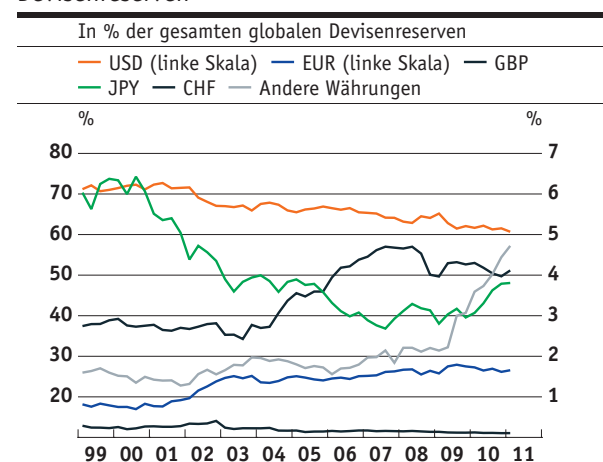


Quelle: SNB

15 Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), *Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*, April 2010.

16 Quellen: COFER-Datenbank der Statistikabteilung des IWF sowie internationale Finanzstatistiken des IWF. COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) ist eine Datenbank des IWF mit Quartalszahlen (per Ende der Berichtsperiode) zur Währungszusammensetzung der offiziellen Währungsreserven. Die COFER-Statistik erfasst die folgenden Währungen: US-Dollar, Euro, Pfund, Yen, Franken und andere Währungen. Die erfassten Devisen-

Grafik 9
Währungszusammensetzung der offiziellen Devisenreserven¹⁶



Quellen: Internationaler Währungsfonds (IWF), SNB

reserven sind: Forderungen der Währungsbehörden gegenüber Ausländern in Form von ausländischen Banknoten, Bankguthaben, Schatzscheinen, kurz- und langfristigen Staatspapieren und anderen Forderungen, die bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten eingesetzt werden können. Die in der COFER-Datenbank enthaltenen Zahlen werden auf freiwilliger Basis gemeldet. Zurzeit zählt COFER 139 Teilnehmer, darunter IWF-Mitgliedländer, Nicht-Mitgliedländer bzw. Volkswirtschaften sowie andere Institutionen, die Währungsreserven halten.