

Mediengespräch

Bern, 13. Dezember 2012

Einleitende Bemerkungen von Fritz Zurbrügg

In meinen Ausführungen möchte ich über drei Themen sprechen. Zunächst erläutere ich die aus unserer Sicht wichtigsten Entwicklungen an den Finanzmärkten seit dem Mediengespräch im Juni. Danach komme ich auf die Bewirtschaftung unserer Devisenanlagen zu sprechen. Schliesslich werde ich auf die Problematik rund um den Libor-Zinssatz und die internationale Diskussion über Referenzzinssätze am Geldmarkt im Allgemeinen eingehen.

Entwicklung an den Finanzmärkten

Wie von meinen Kollegen bereits erwähnt, hat sich die Lage an den internationalen Finanzmärkten seit dem letzten Mediengespräch etwas entspannt. Für die Beruhigung der Märkte verantwortlich waren in erster Linie die Ankündigungen verschiedener Zentralbanken im Spätsommer, ihre unkonventionellen Massnahmen auszuweiten.

In Europa hatte insbesondere das unzweideutige Bekenntnis der Europäischen Zentralbank (EZB) zum Zusammenhalt des Euroraumes eine stabilisierende Wirkung auf die Märkte. Die EZB stellte im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) in Aussicht, unter bestimmten Bedingungen unlimitiert Staatsanleihen mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren anzukaufen. Davon konnten insbesondere die Staatsanleihen der europäischen Peripherie-Länder profitieren. Die Zinsaufschläge gegenüber deutschen Bundesanleihen bildeten sich zurück, bewegen sich jedoch weiterhin auf hohem Niveau. Der Euro gewann auf handelsgewichteter Basis an Wert, nachdem er im Juli auf den tiefsten Stand seit acht Jahren gefallen war. Er verteuerte sich zum US-Dollar, japanischen Yen, britischen Pfund und – wenn auch in geringerer Masse – zum Schweizer Franken. Die amerikanische Zentralbank Federal Reserve beschloss ihrerseits, im Rahmen eines dritten Anleihen-Kaufprogramms am Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere zu intervenieren.

Die Aktienmärkte verzeichneten zunächst deutliche Gewinne. So legte beispielsweise der S&P-500-Aktienindex zwischen Mitte Juni und Mitte September um 10% zu. Ab Oktober folgte jedoch eine Phase der Konsolidierung. Letztere zeigt, dass das Marktumfeld nach wie vor von hohen Unsicherheiten geprägt bleibt. Diese stehen vor allem im Zusammenhang mit der Krisenpolitik in Griechenland und Spanien, den verschlechterten globalen Konjunkturaussichten und der drohenden «fiskalischen Klippe» in den USA. Davon konnten die als sicher betrachteten Staatsanleihen profitieren, so dass ihre Renditen auf äusserst tiefen Niveaus verharrten.

13. Dezember 2012

2

Vor diesem Hintergrund ist es bemerkenswert, dass sich die Volatilität risikobehafteter Anlagen weiter zurückgebildet hat. Der VIX-Index für die implizite Volatilität auf dem US-Aktienmarkt, der anhand der Preise von Aktienoptionen ermittelt wird, befindet sich praktisch wieder auf dem Niveau, das er letztmals vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 erreicht hatte. Ein sehr ähnliches Bild vermitteln auch die impliziten Volatilitäten an den Devisen- und Obligationenmärkten. Die tiefen Volatilitäten sind auf eine vergleichsweise geringe Nachfrage nach Optionen zur Absicherung von Kursschwankungen zurückzuführen. Dies deutet darauf hin, dass sich die Bedenken der Marktteilnehmer in Bezug auf die herrschenden Unsicherheiten etwas zerstreut haben, wohl nicht zuletzt als Folge der geldpolitischen Massnahmen der grossen Zentralbanken. Ausserdem scheinen manche Anleger davon auszugehen, dass die Zentralbanken in absehbarer Zukunft ihre expansive Geldpolitik mit weiterhin tiefen Zinsen und grosszügiger Liquiditätsversorgung fortführen werden.

In der Schweiz sind die Zinssätze weiterhin sehr tief. Die Rendite von 10-jährigen Obligationen der Eidgenossenschaft erreichte Anfang Dezember mit 0,39% einen neuen Tiefststand. In keinem anderen Land sind die nominalen zehnjährigen Finanzierungskosten des Staates jemals zuvor auf ein so tiefes Niveau gefallen. Auch die Geldmarktzinsen sind weiterhin sehr niedrig. Am Repomarkt sind die Zinssätze überwiegend negativ. Der Dreimonats-Libor liegt mit 1 Basispunkt nur ganz knapp über der Nullmarke. Die aus Libor-Futures-Kontrakten abgeleiteten Zinserwartungen deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf absehbare Zeit nicht mit einem Ende des Tiefzinsumfelds rechnen.

Bewirtschaftung der Devisenanlagen

Die Devisenkäufe im Frühsommer zur Durchsetzung des Mindestkurses haben zu einem hohen Zufluss an Devisen geführt. Seit Jahresbeginn hat sich der Devisenbestand um 167 Mrd. Franken auf 425 Mrd. Franken per Ende November erhöht. Die Höhe der Devisenanlagen ist eine direkte Konsequenz unserer Geldpolitik. Sind Devisenkäufe erforderlich, um den Mindestkurs durchzusetzen, nimmt auch unser Devisenbestand zu, und die Bilanz wächst.

Auch bei der Bewirtschaftung der Devisenreserven haben die geldpolitischen Erfordernisse oberste Priorität. Das kommt zum einen in den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag zum Ausdruck, nach denen unsere Anlageentscheide erfolgen. Zum anderen äussert sich das Primat der Geldpolitik auch in der Art und Weise, wie wir die Anlagepolitik umsetzen. Hier gehen wir bewusst sehr vorsichtig vor, um Verzerrungen auf den Anlagemärkten zu vermeiden.

Den Anforderungen an die Sicherheit und Liquidität der Devisenanlagen tragen wir mit einem hohen Bestand an hochwertigen Staatsanleihen Rechnung. Per Ende September waren 83% der Devisenanlagen in ausländischen Staatsanleihen investiert oder wurden als Guthaben bei anderen Zentralbanken und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) gehalten. Weitere 5% waren in anderen Anleihen, vornehmlich Unternehmensanleihen, angelegt. Ungefähr 96% aller festverzinslichen Papiere verfügten über ein Rating von AAA oder AA. Rund 12% der Devisenanlagen waren in – ausschliesslich ausländischen – Aktien investiert. Damit hält die Nationalbank Aktien im

13. Dezember 2012

3

Gegenwert von rund 50 Mrd. Franken. Ich möchte betonen, dass wir unsere Aktienanlagen ausschliesslich indexnah investieren. Wir entscheiden zunächst, in welche Märkte wir investieren wollen, und bilden dann geeignete Aktienindizes nach.

Aus dem Primat der Geldpolitik ergibt sich für die Nationalbank ein grundlegender Unterschied zu den meisten übrigen Investoren. Im Gegensatz zu diesen können wir das Währungsrisiko unserer Devisenanlagen nicht absichern. Ein Hedging liefe unserer Geldpolitik direkt zuwider, denn jegliche Absicherung käme einem Kauf von Franken gegen Fremdwährungen gleich. Dies würde den Aufwertungsdruck auf den Franken erhöhen. Somit ist und bleibt eine möglichst breite Diversifikation der Devisenanlagen unser einziges Mittel, um das Währungsrisiko zu begrenzen. Per Ende September waren 48% des Devisenbestands in Euro investiert, verglichen mit 60% zur Mitte des Jahres. Auf den US-Dollar entfielen 28% und 24% auf eine Reihe weiterer Währungen. Wir prüfen laufend neue Anlageklassen und Währungen, sowohl in entwickelten als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften. So investiert die Nationalbank seit diesem Jahr auch in den südkoreanischen Won. Unser Ziel ist es, die Devisenanlagen weiter zu diversifizieren und so die Risikokonzentration zu verringern.

Um unerwünschte Auswirkungen auf Drittmärkte zu vermeiden, gehen wir bei der ganzen Anlagetätigkeit stets sehr umsichtig und marktschonend vor. Dieser Grundsatz gilt gleichermaßen für die Anlagen infolge von Zuflüssen und Umschichtungen wie für den Aufbau neuer Positionen. Sehen wir uns beispielsweise mit sehr hohen Devisenzuflüssen konfrontiert, können wir diese bei Bedarf als Guthaben bei anderen Zentralbanken halten, bevor wir sie in Wertpapieren anlegen. Denn wir haben keinerlei Interesse daran, die Märkte zu verzerren oder das Währungsgeschehen anderer Länder zu beeinflussen.

Libor-Problematik und Referenzzinssätze

Zum Abschluss meiner Ausführungen möchte ich die Problematik rund um den Libor-Zinssatz und die internationale Diskussion über Referenzzinssätze am Geldmarkt im Allgemeinen beleuchten. Die bereits eingestandenen und vermuteten Manipulationen des Libors stellen ein Reputationsproblem für die betroffenen Banken und den Finanzsektor insgesamt dar. Die Diskussion über den Libor ist auch für uns von Bedeutung, verwenden wir den Dreimonats-Libor doch bei der Umsetzung der Geldpolitik. Geldpolitisch relevante Verzerrungen wurden beim Schweizerfranken-Libor bisher nicht festgestellt. Eine von der Nationalbank in diesem Jahr durchgeführte Umfrage unter Banken hat überdies bestätigt, dass der Libor weiterhin eine wichtige Grösse für Kreditbeziehungen, namentlich Hypotheken, bleibt. Von den befragten Banken haben 80% angegeben, dass sie den Libor als Grundlage für die Preissetzung von Krediten verwenden. Auch bei der Preissetzung von Finanzprodukten und Derivaten spielt der Libor nach wie vor eine grosse Rolle. An dieser Tatsache haben bisher weder der starke Rückgang der unbesicherten Kreditvergabe am Interbankenmarkt noch die Manipulationen etwas geändert.

Im Juli 2012 hat die britische Bankenaufsichtsbehörde (FSA) eine Arbeitsgruppe beauftragt, Reformvorschläge für den Libor-Zinssatz vorzulegen. Diese Arbeitsgruppe hat Ende September im sogenannten Wheatley-Bericht eine Reihe von Massnahmen vorgeschlagen. Sie zielen darauf ab, künftige Manipulationsversuche zu verhindern und

13. Dezember 2012

4

das Vertrauen in den Libor-Zinssatz wiederherzustellen. Der Bericht schlägt unter anderem vor, den Prozess der Libor-Fixierung und dessen Aufsicht zu verbessern und auf bestimmte Laufzeiten und Währungen zu verzichten. Gemäss Vorschlag soll der Dreimonats-Libor für Schweizer Franken weiterhin ermittelt werden. Damit ergeben sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt keine Konsequenzen für die Umsetzung unserer Geldpolitik.

Auch auf internationaler Ebene sind Arbeiten im Gange, um die Bedeutung und Ausgestaltung von Referenzzinssätzen am Geldmarkt zu diskutieren. Als Mitglied einer Arbeitsgruppe der BIZ ist auch die Nationalbank an dieser Diskussion beteiligt. Die Arbeitsgruppe identifiziert – aus Sicht der Geldpolitik und Finanzstabilität – Kernanforderungen für glaubwürdige und robuste Referenzzinssätze. Bei den Reformbemühungen könnte den Zentralbanken oder Aufsichtsbehörden insofern eine flankierende Rolle zukommen, als die weitläufige Verwendung von Referenzzinssätzen das Interesse der Allgemeinheit berührt. Da Referenzzinssätze in erster Linie aber die Bedürfnisse der Finanzmärkte abdecken, stehen die Marktteilnehmer letztlich selber in der Pflicht.