

Bern, 12. Dezember 2013
Fritz Zurbrügg

Einleitende Bemerkungen von Fritz Zurbrügg

Ich werde meine Ausführungen mit einem Überblick über die Lage an den Finanzmärkten beginnen. Danach werde ich kurz auf die Entwicklung unserer Devisenbestände eingehen. Mit einigen Ausführungen zu den Fortschritten bei der Reform der Referenzzinssätze auf internationaler und nationaler Ebene werde ich meine Ausführungen abschliessen.

Lage an den Finanzmärkten

Seit unserem letzten Mediengespräch im Juni hat sich die positive Risikostimmung an den Finanzmärkten mehrheitlich fortgesetzt. Erkennbar ist dies unter anderem am Höhenflug der Aktienkurse. Die US-Leitindizes Dow Jones und S&P-500 haben in den letzten Wochen neue Höchststände erreicht und damit ihre Spitzenwerte aus der Zeit vor der globalen Finanzkrise übertroffen. Auch der japanische Nikkei und die wichtigsten westeuropäischen Börsenindizes, darunter auch der Schweizer SMI, verzeichneten in den letzten Monaten nochmals deutliche Gewinne.

Bei aller Euphorie an den Börsen sollten wir nicht vergessen, dass die positive Risikostimmung nicht nur von verbesserten Wachstumsaussichten, sondern auch von der weltweit nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik getragen wird. Was geschehen könnte, wenn sich Erwartungen auf einen weniger expansiven geldpolitischen Kurs am Markt breit machen, haben wir im Mai und Juni gesehen, als Hinweise der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) auf eine mögliche Reduktion ihres Anleihekaufprogramms die Aktienmärkte vorübergehend auf Talfahrt geschickt haben. Erst als die Fed, die Europäische Zentralbank und die Bank of England den Märkten Anfang Juli versicherten, dass die Leitzinsen auf sehr tiefen Niveaus bleiben werden, bis die Erholung der jeweiligen Wirtschaft auf sicheren Beinen stehe, ebte die Verkaufswelle ab.

An den Anleihenmärkten stiegen die Zinsen im Juni und Juli weiter an. Seitdem haben sie sich mehrheitlich seitwärts entwickelt. Dies gilt vor allem für die Staatsanleihen der USA, Grossbritanniens, Deutschlands und der Schweiz. Die Rendite zehnjähriger Anleihen der

Mediengespräch

Eidgenossenschaft stieg bis Anfang September auf knapp 1,2%. Gegenwärtig liegt sie bei etwa 1%. Im Jahresvergleich ist sie somit um rund einen halben Prozentpunkt gestiegen. Die Staatsanleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften waren vom Zinsanstieg besonders stark betroffen, da hier die Erwartung eines baldigen Beginns der geldpolitischen Normalisierung in den USA zu erheblichen Kapitalabflüssen führte.

Im Gegensatz dazu fiel der Anstieg der Risikoprämien auf Staatsanleihen der Peripherie-Länder der Eurozone gering aus. Zudem haben sich die Risikoprämien hier inzwischen wieder zurückgebildet, so dass die Staatsanleihen der Peripherie-Länder aktuell sogar tiefer rentieren als zu Beginn des Jahres. Dies dürfte nicht zuletzt auf Fortschritte bei der Krisenbewältigung und ermutigende Konjunkturdaten aus der Eurozone zurückzuführen sein. Die Investoren sind aber immer noch vorsichtig, so dass weiterhin eine hohe Nachfrage nach Anlagen besteht, die als sichere Häfen gelten. So hat sich der Franken gegenüber dem Euro in den letzten Monaten in einer engen Bandbreite oberhalb des Mindestkurses von 1.20 bewegt. Angesichts der Fortschritte in der Eurozone erwarten indessen viele Marktteilnehmer, dass sich der Franken abwerten wird.

Trotz dieser Fortschritte ist es für eine Entwarnung noch zu früh. Die Verhältnisse an den Finanzmärkten können sich rasch wieder verändern. Um allfälligen Anspannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken und deren mögliche Folgen für die Wirtschaft abzufedern, haben denn auch im Oktober sechs führende Zentralbanken, darunter die SNB, ihre gegenseitigen Swap-Abkommen auf unbefristete Zeit verlängert. Diese waren auf dem Höhepunkt der Finanzkrise zur Liquiditätssicherung zunächst befristet abgeschlossen worden.

Entwicklung der Devisenreserven

Ende September 2013 lag der Bestand unserer Devisenreserven bei 443 Mrd. Franken. Ich möchte im Folgenden einige Bemerkungen zu den Erträgen auf den Devisenreserven machen. Vorweg ist zu betonen, dass die Geldpolitik Vorrang hat vor der Anlagepolitik und dass bei der Anlagepolitik die Ertragsgenerierung nicht das primäre Ziel darstellt. Wir orientieren uns zuerst an den Kriterien Sicherheit und Liquidität. Unter dem Kriterium Sicherheit verstehen wir in erster Linie die Minderung von Risiken wie Markt-, Kredit- und Konzentrationsrisiken. Zudem geht es uns darum, dass langfristig der reale Wert der Devisenreserven erhalten bleibt. Dies setzt eine langfristige Anlagerendite in Höhe der durchschnittlichen Inflationsrate voraus. Soweit die Kriterien Sicherheit und Liquidität erfüllt sind, streben wir mit der Anlagepolitik eine Zusatzrendite an, die über die reale Werterhaltung hinausgeht.

Die Rendite auf den Devisenreserven setzt sich zusammen aus den laufenden Erträgen und den Wertveränderungen auf den Anlagen. Die Erträge fallen in Form von Zins- und Dividendenzahlungen auf den Anleihen- und Aktienbeständen an. Sie betragen angesichts des Tiefzinsumfelds gegenwärtig jährlich nur etwa 2% der Devisenreserven. Die Erträge werden, genau wie fällige Anlagen, normalerweise wieder in Anlagen investiert. Deswegen steigen die Devisenreserven tendenziell, auch wenn wir keine Devisen zukaufen müssen.

Mediengespräch

Die andere Renditekomponente sind die Wertveränderungen auf den Devisenreserven. Wir bewerten alle Anlagen zu Marktpreisen und in Franken. Dies hat zur Folge, dass Kursveränderungen bei Zinspapieren und Aktien sowie Wechselkursschwankungen direkt den Erfolg der Anlagen beeinflussen. Erstarkt der Franken gegenüber den Anlagewährungen, bedeutet dies einen Bewertungsverlust auf den Devisenreserven. In der Abbildung sind der Anlageerfolg auf den Devisenreserven und dessen Komponenten seit dem ersten Quartal 2010 dargestellt. Die dominierende Rolle der Wechselkursentwicklungen kommt darin klar zum Ausdruck. Auch historisch betrachtet stellt die Wechselkursentwicklung das mit Abstand grösste Risiko unseres Portfolios dar. Der Beitrag der Wechselkurse zum Gesamtrisiko der Devisenreserven liegt in der langfristigen Betrachtung bei rund 80%.

Reform der Referenzzinssätze

Nachdem im letzten Jahr Manipulationen bei den Libor-Zinssätzen bekannt geworden sind, gibt es verschiedene Bestrebungen, den Libor und andere Referenzzinssätze zu reformieren. Die SNB arbeitet auf internationaler und nationaler Ebene an den Reformbestrebungen mit. Diese haben zum Ziel, die Glaubwürdigkeit und Akzeptanz der bestehenden Referenzzinssätze zu verbessern oder wo sinnvoll darauf hinzuwirken, dass robuste alternative Referenzzinssätze bereitgestellt werden.

Die internationalen Arbeiten werden im Auftrag der G-20-Staaten vom Financial Stability Board koordiniert. Daran beteiligt ist nebst Zentralbanken und Aufsichtsbehörden auch eine internationale Gruppe von Finanzmarktteilnehmern des Privatsektors. Zum einen wird überprüft, inwieweit die bestehenden Libor-Zinssätze die von den Wertpapier-Aufsichtsbehörden im vergangenen Juli festgelegten Anforderungen (IOSCO-Standards) erfüllen. Zum anderen wird untersucht, ob es alternative Referenzzinssätze gibt, welche die Bedürfnisse des Marktes und die Anforderungen der Aufsichtsbehörden längerfristig besser erfüllen würden. Die Erarbeitung von Alternativen zum Libor liegt beim Privatsektor, der auch Vertreter der Schweiz umfasst. Das Financial Stability Board wird die Ergebnisse seiner Arbeiten voraussichtlich Mitte des nächsten Jahres vorlegen.

Auf internationaler Ebene sind ausserdem Bestrebungen im Gang, die Referenzzinssätze – und andere wichtige Referenzgrössen auf den Finanzmärkten – zu regulieren. In London unterliegen die Libor-Sätze heute schon einem Aufsichtsregime. In Brüssel liegt ein Gesetzesvorschlag auf dem Tisch, der alle in der EU verwendeten Referenzzinssätze regulieren soll. Auch in der Schweiz dürfte sich diesbezüglich ein gewisser regulatorischer Handlungsbedarf ergeben.

Auf nationaler Ebene stehen die SNB und die FINMA im Dialog mit Finanzmarktteilnehmern, um die in der Schweiz fixierten Referenzzinssätze robuster zu gestalten. Dabei werden eine breitere Datengrundlage und eine verbesserte Berechnungsmethode angestrebt. Das Augenmerk richtet sich auf die Referenzzinssätze für sehr kurzfristige Frankengeschäfte, nämlich solche mit einer Laufzeit von einem Tag. Sie bilden die Basis für die Zinskurve in Franken. Einerseits geht es um das sogenannte TOIS-

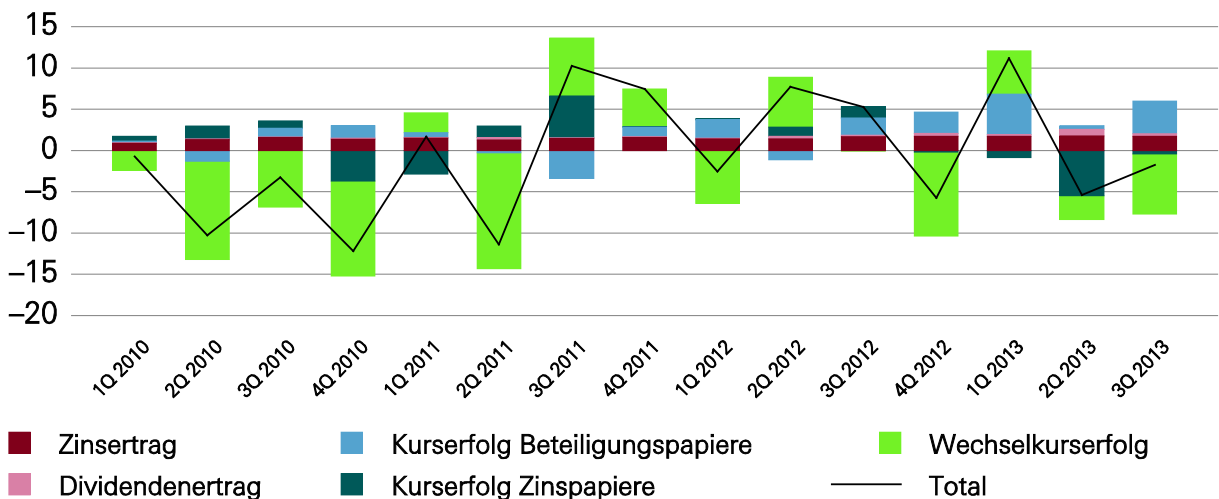
Mediengespräch

Fixing, das für die Zinsderivate im Franken-Geldmarkt benützt wird, und andererseits um den SARON, der den Ausgangspunkt für die Zinskurve auf dem Franken-Repomarkt bildet. Bei beiden Referenzzinssätzen konnten Fortschritte erzielt werden. Trotz anhaltend geringer Aktivität am Geldmarkt stehen sie dem Markt weiterhin als Basis für das Zinsgeschäft in Franken zur Verfügung. Die grösste Bedeutung am Geld- und Kapitalmarkt hat aber nach wie vor der Libor.

Abbildung

ERFOLG AUS FREMDWÄHRUNGSPPOSITIONEN

Mrd. CHF



Quelle: SNB