



Bern, 19. Juni 2014  
Fritz Zurbrügg

---

## Einleitende Bemerkungen von Fritz Zurbrügg

Ich werde meine Ausführungen mit einem Überblick über die Lage an den Finanzmärkten beginnen. Danach werde ich auf für die SNB bedeutsame strukturelle Veränderungen an den Devisen- und Geldmärkten eingehen. Mit einigen Ausführungen zu den Fortschritten bei der Reform der Referenzzinssätze werde ich meine Ausführungen abschliessen.

### Lage an den Finanzmärkten

Seit Jahresbeginn hat sich die positive Stimmung an den Finanzmärkten insgesamt fortgesetzt. Die Investoren liessen sich zum einen von der fortschreitenden, wenn auch zögerlichen Konjunkturerholung beidseits des Atlantiks sowie mehrheitlich positiven Unternehmensergebnissen leiten. Zum anderen dürften auch das allgemeine Niedrigzinsumfeld und das damit einhergehende Renditestreben der Investoren eine tragende Rolle gespielt haben. Die positive Stimmung wurde allerdings einige Male auf die Probe gestellt; zum Beispiel im Januar, als Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung und politische Risiken in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften für erhebliche Verunsicherung sorgten, sowie im März, als sich der politische Konflikt in der Ukraine verschärfte. Der schrittweisen Drosselung des Anleihekaufprogramms durch die US-Notenbank Federal Reserve begegneten die Marktteilnehmer indessen recht gelassen.

Vor diesem Hintergrund verbuchten die meisten Aktienmarktindizes seit Jahresbeginn Gewinne. Einige Indizes, wie der Schweizer SPI, der US-amerikanische S&P 500 und der deutsche DAX, haben in den letzten Wochen gar neue Höchststände erreicht. Derweil erfreuten sich auch die Staatsanleihen der Peripherie-Länder der Eurozone einer kräftigen Nachfrage. Diese konnte zum einen sich allmählich verbessernden Fundamentaldaten zugeschrieben werden, zum anderen aber auch dem Umstand, dass die Anleger die Anfang Juni erfolgten geldpolitischen Lockerungsmassnahmen der EZB vorwegnahmen. In der Folge haben sich die Risikoaufschläge gegenüber deutschen Staatsanleihen noch einmal deutlich



## Mediengespräch

zurückgebildet. Derzeit befinden sie sich wieder auf Niveaus, die sie letztmals im Jahr 2010 – vor Ausbruch der Staatsschuldenkrise – erreicht hatten. Die Staatsanleihen der aufstrebenden Volkswirtschaften konnten ebenfalls von der gestiegenen Risikobereitschaft der Investoren profitieren. Trotz der eingangs erwähnten Unsicherheiten zu Beginn des Jahres liegen ihre Risikoaufschläge – bis auf wenige Ausnahmen – inzwischen wieder tiefer als Ende 2013.

Im Gleichschritt mit den sinkenden Risikoprämien hat sich auch die Volatilität an den Finanzmärkten seit Anfang Jahr weiter zurückgebildet. In Abbildung 1 sind die gängigen, aus Optionspreisen abgeleiteten Volatilitätsmasse für US-Aktien (VIX), US-Staatsanleihen (MOVE) und die Devisenmärkte (Global FX) dargestellt. Um die Vergleichbarkeit herzustellen, wurden die einzelnen Datenreihen normiert; sie zeigen an, wie viele Standardabweichungen die Werte über oder unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnitt liegen. Am rechten Rand der Abbildung sind zudem die jeweiligen Tiefststände seit 2000 eingezeichnet. Im Januar sind die Volatilitätsmasse kurzzeitig angestiegen, haben seither jedoch ihre rückläufige Tendenz fortgesetzt. In sämtlichen Märkten liegen sie derzeit mindestens eine Standardabweichung unter ihrem jeweiligen Durchschnitt – und nur unwesentlich über dem jeweiligen Tiefststand. Offenbar haben sich die Erwartungen verfestigt, wonach die grossen Notenbanken ihre ausserordentlich akkommodierende Geldpolitik auf absehbare Zeit fortführen werden. Dies birgt die Gefahr, dass Risiken nicht mehr korrekt bewertet werden, und macht die Finanzmärkte wiederum anfällig für plötzliche Stimmungsumschwünge der Investoren.

Trotz der grundsätzlich positiven Anlegerstimmung bleibt die Nachfrage nach sicheren Anlagen gross. So sind die Renditen von Staatsanleihen mit hoher Bonität seit Anfang Jahr deutlich gesunken, allen voran in den USA, Deutschland und der Schweiz, wo die zehnjährigen Renditen aktuell rund 50 Basispunkte tiefer liegen als Ende 2013. Besonders ausgeprägt war der Renditerückgang im Januar, als die Unsicherheiten in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften und überraschend schwache Wirtschaftsdaten aus den USA die Nachfrage beflügelten. Im April und Mai sanken die Renditen weiter; diesmal war die Nachfrage weniger auf wirtschaftliche Datenveröffentlichungen zurückzuführen, sondern vorwiegend auf Investoren, die auf steigende Renditen gesetzt hatten und angesichts gesunkener Renditen ihre Positionen glattstellten. Die vorsichtige Haltung vieler Investoren widerspiegelte sich auch im nach wie vor hoch bewerteten Franken-Kurs. Wie Abbildung 2 zeigt, hat sich der Franken gegenüber dem Euro und dem US-Dollar seit Jahresbeginn seitwärts bewegt. Handelsgewichtet ist der Franken im Vergleich zu Januar derzeit nahezu unverändert.

## Strukturelle Veränderungen am Devisen- und Geldmarkt

Die Nationalbank setzt die Geld- und Währungspolitik bekanntlich an den Geld- und Devisenmärkten um. Aus diesem Grund sind strukturelle Veränderungen an diesen Märkten für uns von besonderer Relevanz. Ich möchte im Folgenden kurz auf die wichtigsten Veränderungen und deren Bedeutung für unsere Arbeit eingehen.

## Mediengespräch

Am Devisenmarkt beobachten wir einen deutlichen Umsatzrückgang am primären Interbankenmarkt. Derweil ist die Grösse des Gesamtmarkts nur leicht zurückgegangen; der Interbankenmarkt hat somit Marktanteile eingebüsst. Unter dem primären Interbankenmarkt versteht man den Handel auf den grössten sogenannten Electronic Communication Networks. Zwischen 2010 und 2013 fiel dessen Umsatz insgesamt um fast 40%. Dies veranschaulicht Abbildung 3 anhand der Umsätze für die EURCHF- und USDCHF-Währungspaare. Nachdem diese bereits 2013 deutlich unter vergangenen Vergleichswerten gelegen hatten, zeichnet sich im laufenden Jahr ein weiterer Umsatzrückgang ab. Für diese Entwicklung gibt es im Wesentlichen drei Gründe. Erstens tendieren die grossen Händlerbanken häufiger dazu, ihre Kundengeschäfte intern zu verrechnen und abzuwickeln. Diese Internalisierung führt zu einem geringeren Bedarf an Absicherungsgeschäften am Interbankenmarkt. Zweitens stellen Händlerbanken ihre Liquidität zunehmend über weitere elektronische Vertriebskanäle – wie eigene Handelsplattformen oder Multibanken-Plattformen – bereit. Damit können sie weitere Geschäfte anziehen und zusätzlich von der Internalisierung profitieren. Drittens werden kleinere Banken vermehrt direkt Kunden von grösseren Banken, so dass auf dem Interbankenmarkt weniger gehandelt wird.

Trotz dieser Entwicklungen spielt der Interbankenmarkt eine Schlüsselrolle für den Devisenmarkt; er ermöglicht eine Preisfindung und liefert somit Referenzpreise. Ein funktionierender Interbankenmarkt ist damit auch für die SNB sehr wichtig. Unsere Analysen zeigen, dass die Umsatzeinbussen bisher nicht zu einer Verschlechterung der Marktqualität geführt haben. Die Transaktionskosten sind trotz gesunkener Umsätze tief, und der Interbankenmarkt ist unverändert funktionsfähig. Wir beobachten die Entwicklung der Marktstruktur und -qualität aber sehr genau.

Zurzeit liegt der Devisenmarkt im Fokus der Umsetzung der Geldpolitik. Für uns ist ein funktionierender Geldmarkt aber nicht minder wichtig. Auch in diesem Markt haben strukturelle Veränderungen stattgefunden. Am 2. Mai 2014 nahm die SIX Group AG eine neue Handelsplattform für den Schweizer Geldmarkt in Betrieb. Die SNB führt seitdem alle Offenmarktoperationen, Geschäfte im Rahmen der stehenden Fazilitäten sowie die Auktionen für die Eidgenossenschaft über diese Plattform durch. Das bedeutet auch, dass Banken nur noch auf dieser Plattform Liquidität im Rahmen der Engpassfinanzierungsfazilität beziehen können. Der Start der neuen Plattform ist insofern gelungen, als bereits 140 Teilnehmer aus dem In- und Ausland angeschlossen sind; weitere Teilnehmer befinden sich im Anmeldeverfahren.

Mit der Einführung der neuen Plattform wurden die SNB-repofähigen Effekten in neue Körbe zusammengefasst. Dabei hat die SNB diese Wertschriften gemäss den neuen Liquiditätsbestimmungen von Basel III (Liquidity Coverage Ratio, LCR) klassifiziert. Diese Bestimmungen verlangen, dass Kreditinstitute einen Mindestbestand an besonders liquiden Aktiven halten müssen, um auch einen aussergewöhnlichen Liquiditätsbedarf kurzfristig selber decken zu können. Diese neuen Effektenkörbe entsprechen daher einem

## Mediengespräch

Marktbedürfnis. Die SNB trägt so dazu bei, dass auch unter den neuen Liquiditätsbestimmungen ein liquider Repomarkt möglich ist.

### **Reformbestrebungen bei Referenzzinssätzen**

Zum Schluss möchte ich noch auf die Fortschritte bei der Reform der Referenzzinssätze zu sprechen kommen. Die internationalen Bestrebungen zur Verbesserung der Glaubwürdigkeit und Akzeptanz von Referenzzinssätzen werden vom Financial Stability Board koordiniert. Der Abschlussbericht wird in diesem Sommer publiziert. Im Rahmen dieser Arbeiten hat eine Gruppe von Finanzmarktteilnehmern des Privatsektors Alternativen zum Libor erarbeitet. Um die Vorschläge beurteilen zu können, werden zurzeit Daten gesammelt. Zu diesem Zweck werden in allen betroffenen Währungsräumen, einschliesslich des Frankens, Erhebungen durchgeführt. Erste Ergebnisse werden ebenfalls im Sommer zur Verfügung stehen. Sowohl der Abschlussbericht als auch die Resultate der Erhebungen sind wichtige Schritte auf dem Weg zur Reform der Referenzzinssätze.

Bekannt ist hingegen bereits der neue Verwalter der Libor-Zinssätze. Es handelt sich um die ICE Benchmark Administration Limited (IBA), eine in London ansässige Tochter des US-amerikanischen Börsenbetreibers Intercontinental Exchange (ICE). Gemeinsam mit der Bank of England und der US-Notenbank Federal Reserve ist die Nationalbank als Beobachterin im zugehörigen Aufsichtsgremium vertreten. Dieses diskutiert und entscheidet unter anderem über die Methodik, die Definition und die Datengrundlage der Libor-Sätze und ist somit wichtig für die Begleitung und Beurteilung der eingeleiteten Reformen.

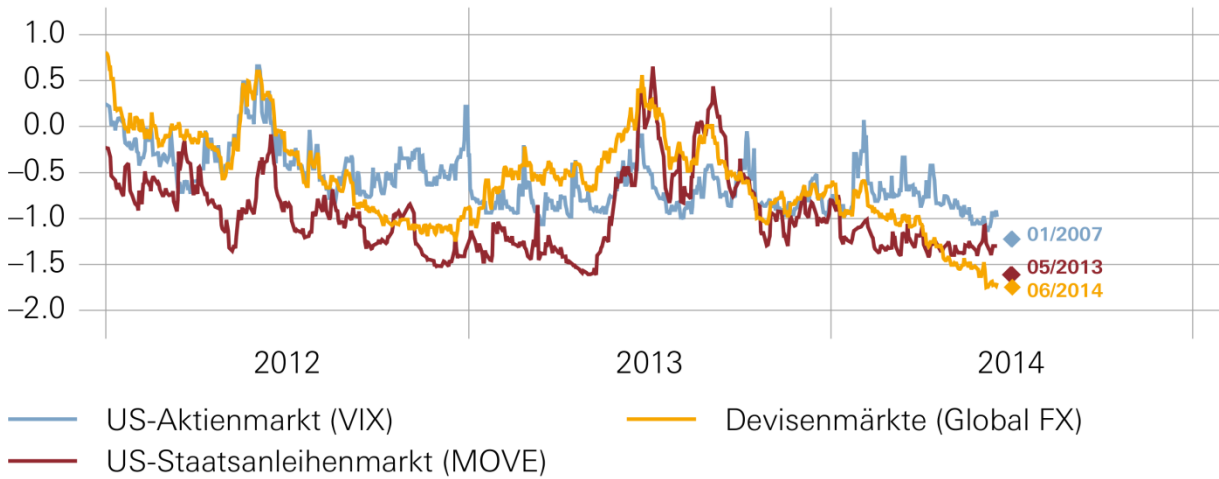
Mediengespräch

Abbildungen

**ABB. 1: IMPLIZITE FINANZMARKT-VOLATILITÄTEN**

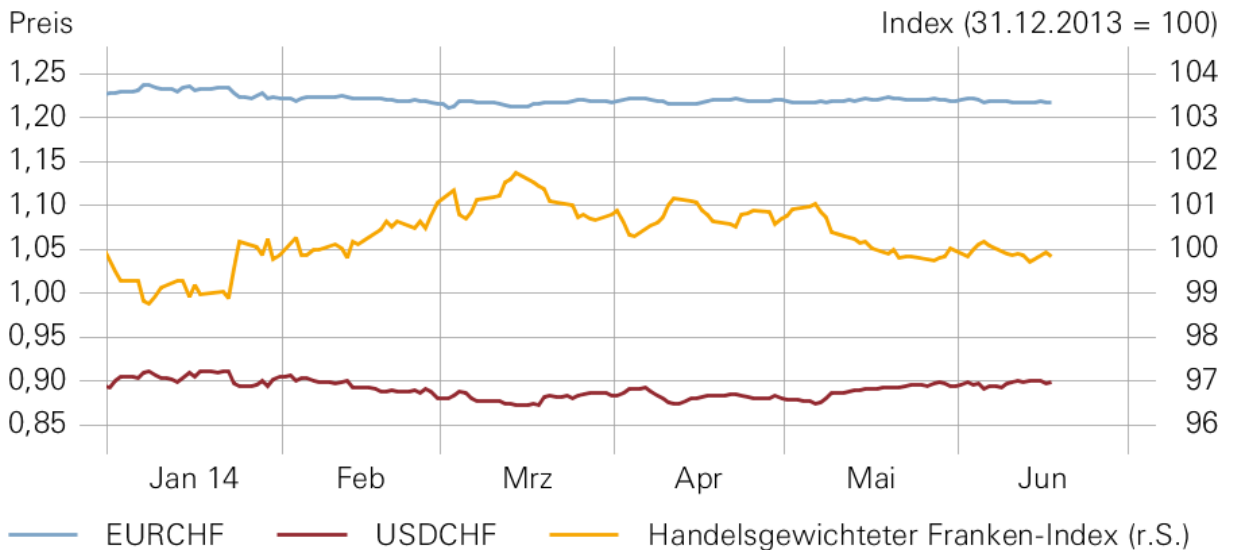
Volatilitätsindizes an US-Aktien-, US-Staatsanleihen- und Devisenmärkten; normalisiert

Stand.abw.



Quellen: SNB, Bloomberg, CBOE, Merrill Lynch, JP Morgan

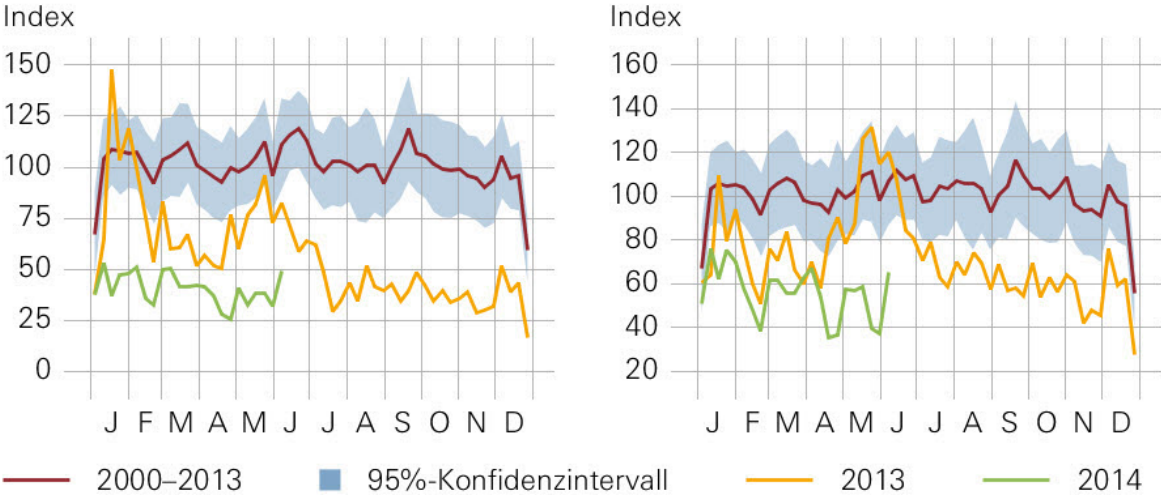
**ABB. 2: ENTWICKLUNGEN AM DEISENMARKT**



Quellen: SNB, Bloomberg, JP Morgan

Mediengespräch

**ABB. 3: FRANKENUMSÄTZE AM PRIMÄREN INTERBANKENMARKT**  
EURCHF (links) und USDCHF (rechts)



Quelle: SNB