



Bern, 18. Juni 2015  
Fritz Zurbrügg

---

## Einleitende Bemerkungen von Fritz Zurbrügg

Ich werde meine Ausführungen mit einem Überblick über die Lage an den Finanzmärkten beginnen. Anschliessend werde ich auf die Umsetzung und Wirkung des Negativzinses am Schweizer Geld- und Kapitalmarkt eingehen.

### Lage an den Finanzmärkten

Seit Jahresbeginn war an den Finanzmärkten weiterhin die Geldpolitik ein wichtiger Taktgeber. Dies gilt vorab für die Schweiz, wo die Aufhebung des Mindestkurses und die Senkung des Negativzinses am 15. Januar das Geschehen prägten – allen voran an den Devisen- und Zinsmärkten. Der Schweizer Aktienmarkt reagierte mit einer Kurskorrektur. Allerdings konnten hier die Verluste schnell wieder wettgemacht werden. Der SMI liegt zurzeit ungefähr auf dem Niveau von Anfang Jahr. Somit konnten Schweizer Aktien von der insgesamt positiven Grundstimmung der Anleger profitieren. Weltweit verzeichneten alle wichtigen Aktienindizes seit Jahresbeginn Gewinne – wenn auch in sehr unterschiedlichem Ausmass.

An den internationalen Anleihemärkten waren – wie in Abbildung 1 dargestellt – in den letzten Monaten aussergewöhnliche Preisbewegungen zu beobachten. Bis Mitte April wurden die Staatsanleihen verschiedener Länder mit hoher Bonität zu historisch tiefen – und zum Teil sogar negativen – Renditen gehandelt. Im Zuge dieser Entwicklung und der Einführung des Negativzinses fielen auch die Renditen auf Anleihen der Eidgenossenschaft über das gesamte Laufzeitenspektrum. Seit Mitte April mussten die Staatsanleihemärkte jedoch erhebliche Kurseinbussen hinnehmen. So stiegen beispielsweise die Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit innert kurzer Zeit von etwa 0,1% auf zuletzt 0,8%. In der Schweiz fiel der Zinsanstieg deutlich geringer aus. Die Renditen 10-jähriger Anleihen liegen derzeit bei etwa 0,1%, verglichen mit -0,2% Mitte April.



## Mediengespräch

Zahlreiche Zentralbanken haben seit Jahresbeginn ihren geldpolitischen Kurs expansiver ausgerichtet – allen voran die Europäische Zentralbank. Diese hat Ende Januar ein Programm zum Kauf von Wertpapieren bekanntgegeben, das in Bezug auf Umfang und Dauer die Markterwartungen übertraf. In den USA hingegen weist die Geldpolitik weiterhin in die entgegengesetzte Richtung. So erwarten die Marktteilnehmer mehrheitlich, dass die US-Notenbank Federal Reserve bis zum Jahresende die Zinswende einleiten wird. Diese Divergenz ist seit gut einem Jahr ein wesentlicher Grund für die Abwertung des Euros zum US-Dollar. Wie Abbildung 2 zeigt, büsste er seit Mitte 2014 rund 18% seines Wertes ein. Auch auf handelsgewichteter Basis schwächte sich der Euro in diesem Zeitraum ab – und zwar um rund 9%. Der handelsgewichtete US-Dollar hingegen hat in dieser Zeit etwa 15% gewonnen.

Ein weiteres wichtiges Thema an den Finanzmärkten war die erhöhte Unsicherheit infolge des ungelösten Schuldenproblems in Griechenland. Trotz der an sich positiven Risikostimmung blieben bei den Investoren sichere Anlagen und damit auch der Franken besonders stark gefragt. Die Entwicklung des Frankens war in letzter Zeit daher nicht nur von der Divergenz zwischen dem Dollar- und dem Euro-Raum, sondern auch von den anhaltenden „Safe-haven“-Flüssen geprägt.

Die Aufhebung des Mindestkurses führte kurzzeitig zu einer massiven Aufwertung des Frankens; das Ausmass der Aufwertung ist in Abbildung 3 dargestellt. Die extremen Preisbewegungen wurden von einem starken Anstieg der Volatilität am Franken-Devisenmarkt begleitet. Seither hat sich die Franken-Volatilität zwar wieder zurückgebildet; im längerfristigen Vergleich zu den Jahren vor der Finanzkrise bleibt sie jedoch deutlich erhöht. Gleichzeitig haben sich die Geld-Brief-Spannen, das heisst die Differenzen zwischen den besten Kauf- und Verkaufsgeboten, mit dem Ende des Mindestkurses stark ausgeweitet. Auch hier fand in den vergangenen Monaten ein Rückgang statt; die Geld-Brief-Spannen sind aber immer noch vergleichsweise hoch. Handelsgewichtet hat sich der Franken zwar von den Extremwerten gelöst, die gleich nach der Mindestkursaufhebung zu beobachten waren. Er liegt aber immer noch rund 12% über dem Wert von Anfang Jahr. Der Franken bleibt damit deutlich überbewertet.

## Umsetzung und Wirkung des Negativzinses

Vor genau sechs Monaten, am 18. Dezember 2014, beschloss die Nationalbank, Sichtguthaben bei der SNB erstmals negativ zu verzinsen – und legte den Satz auf minus 0,25% fest. Gleichzeitig mit der Aufhebung des Mindestkurses senkte sie den Satz nochmals um 0,5 Prozentpunkte auf minus 0,75%. Mit der Negativverzinsung der Sichtguthaben strebt die Nationalbank einen negativen Dreimonats-Libor und wesentlich tiefere Geld- und Kapitalmarktzinsen an. Die Zinssenkung macht das Halten von Franken gegenüber anderen Währungen deutlich weniger attraktiv. Dies sollte über die Zeit zu einer Abschwächung des Frankens führen.

## Mediengespräch

### Ausgestaltung des Negativzinses

Lassen Sie mich zunächst die Ausgestaltung des Negativzinses in Erinnerung rufen. Der Zins wird auf alle Sichtguthaben erhoben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer – über einen bestimmten Freibetrag hinaus – bei der SNB halten. Der Freibetrag entspricht für inländische Banken dem Zwanzigfachen des gesetzlichen Mindestreserveverfordernisses. Bei Nicht-Banken und Banken mit Sitz im Ausland, die nicht der Mindestreservepflicht unterliegen, wurde ein fixer Freibetrag von mindestens 10 Mio. Franken festgelegt. Die kumulierten Freibeträge belaufen sich auf etwa 300 Mrd. Franken. Bei Sichtguthaben von aktuell rund 455 Mrd. Franken unterliegen somit ungefähr 155 Mrd. Franken dem Negativzins. Die darauf anfallenden Zinsbeträge beliefen sich bisher auf ca. 100 Mio. Franken pro Monat.

Die Freibeträge tragen der sehr hohen Liquidität im Bankensystem Rechnung, die eine Folge der in der Vergangenheit getätigten Interventionen der SNB am Devisenmarkt ist. Die Freibeträge werden so berechnet, dass sie sich über die Zeit kaum verändern. Dementsprechend steigt die Zinsbelastung, sobald die Nationalbank dem System mehr Liquidität zuführt – namentlich im Falle weiterer Deviseninterventionen. Die Bereitschaft der SNB, am Devisenmarkt aktiv zu bleiben, und der Negativzins stellen somit sich gegenseitig verstärkende Massnahmen dar.

Mit der negativen Verzinsung von Sichtguthaben über einem bestimmten Freibetrag setzen wir für das gesamte Finanzsystem Anreize, Anlagen in ausländischen Währungen im Vergleich zum Franken zu bevorzugen und somit Neuzuflüsse in Franken zu begrenzen. Da die ausserordentliche Franken-Nachfrage nicht ausschliesslich aus dem Ausland, sondern auch von inländischen Anlegern stammt, gibt es keinen ökonomischen Grund, nach Herkunft der Investoren zu unterscheiden. Überdies haben wir die Zahl der Ausnahmen von der Negativzins-Pflicht auf ein Minimum verringert.

### Wirkung des Negativzinses

Sechs Monate nach Ankündigung des Negativzinses können wir feststellen, dass die Massnahme die beabsichtigte Wirkung am Geld- und Kapitalmarkt erzielt hat. Der Geldmarkt funktioniert auch unter Negativzinsen gut. Die Geldmarktzinsen haben rasch reagiert, und der Dreimonats-Libor hat sich in der Mitte des von uns angestrebten Zielbandes eingependelt. Dies zeigt, dass die marginalen Kosten, d.h. die Kosten einer zusätzlichen Einheit Franken-Liquidität, für die Transmission auf dem Interbankenmarkt relevant sind. Die Handelsaktivität am Geldmarkt ist zwar nach wie vor tiefer als vor der Finanzkrise, hat sich aber etwas belebt. So sind die Umsätze am besicherten Geldmarkt, namentlich am Franken-Repomarkt, seit der Einführung des Negativzinses gestiegen.

Wie beabsichtigt hat sich der Negativzins vom Geldmarkt auf den Kapitalmarkt übertragen. Mit den über sämtliche Laufzeiten tieferen Zinsen konnte auch die traditionelle Zinsdifferenz zum Ausland wieder etwas vergrössert werden, nachdem sie sich zuvor stark verringert hatte. Die Zinsdifferenz an den Geld- und Kapitalmärkten ist heute höher, als sie ohne Negativzins

## Mediengespräch

wäre – insbesondere bei den kurzfristigen Zinsen. Abbildung 4 zeigt die Entwicklung der Zinsen für dreimonatige Ausleihungen am Franken- und Euro-Geldmarkt sowie deren Differenz. Die grössere Zinsdifferenz trägt dazu bei, dass Frankenanlagen relativ zu Anlagen in Euro und anderen Währungen weniger attraktiv sind. Überdies haben als Folge des Anstiegs der Zinsdifferenz die Absicherungskosten von Fremdwährungspositionen am Devisenterminmarkt zugenommen, was der Franken-Nachfrage zusätzlich entgegenwirkt. Die Zinsdifferenz ist zwar gestiegen, sie liegt aber immer noch deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt, zumal die Zinsen im Ausland während der Finanzkrise stärker gesunken sind als in der Schweiz. Dies zeigt Abbildung 5 am Beispiel der Zinsdifferenz zwischen Deutschland und der Schweiz für dreimonatige, zwei-, fünf- und zehnjährige Laufzeiten.

Während die Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt als Folge des Negativzins zurückgegangen sind, sanken die Zinsen für Hypotheken nicht im gleichen Ausmass. Für Hypotheken mit längeren Laufzeiten sind die Zinsen im Vergleich zu Anfang Jahr sogar leicht gestiegen. Der Hauptgrund für diese unterschiedliche Entwicklung liegt darin, dass ein wesentlicher Teil der Refinanzierungskosten der Banken aus den Zinsen auf Spareinlagen besteht, die nicht wie die Zinsen am Geldmarkt unter null gesunken sind. Weil damit der Sparzins deutlich über dem Geldmarktzins liegt, gerieten bei den Banken die Zinsmargen nach Absicherung der mit dem Hypothekengeschäft verbundenen Zinsrisiken unter Druck, und die Hypothekarzinsen wurden teilweise angehoben. Befürchtungen, wonach der Negativzins zu einem starken Rückgang der Hypothekarzinsen und – damit verbunden – zu einem verstärkten Wachstum der Hypothekarkredite beitragen könnte, haben sich bisher nicht bewahrheitet.

Für Anleger hingegen haben die Herausforderungen angesichts des aktuellen Tiefzinsumfelds zugenommen. Für sie ist es noch schwieriger geworden, renditeträchtige Anlagen zu finden. Ich möchte aber betonen, dass es sich bei diesem Anlagenotstand nicht allein um ein frankenspezifisches, sondern generell um ein internationales Phänomen handelt.

## Schlussbemerkung

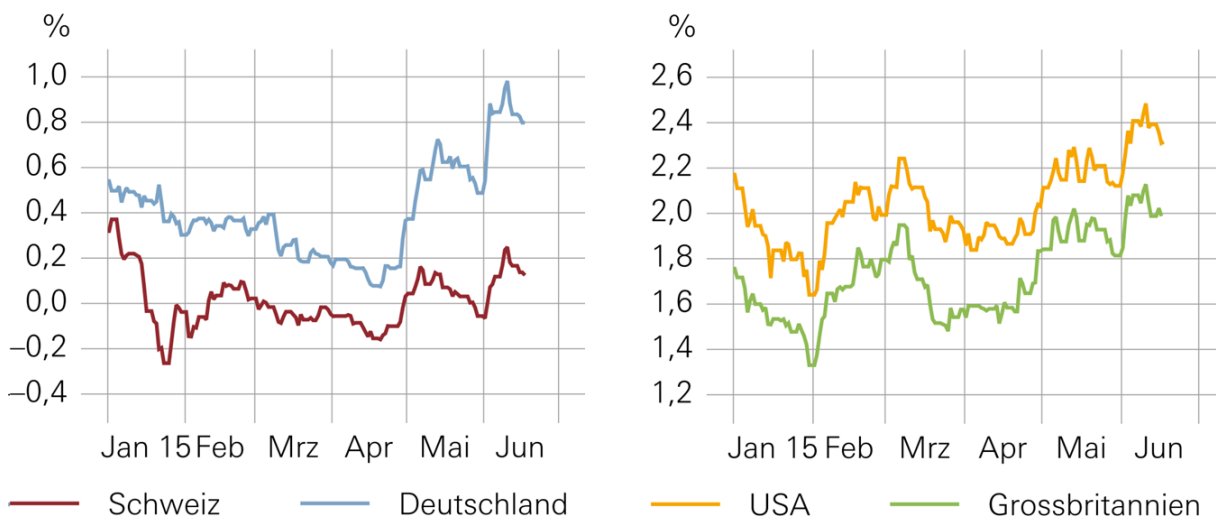
Damit komme ich zum Schluss meiner Ausführungen. Die ersten Erfahrungen haben gezeigt, dass das Zinsinstrument auch im negativen Bereich wirksam ist. Der Negativzins auf Sichtguthaben bei der Nationalbank hat sich wie beabsichtigt rasch auf alle Segmente des Geld- und Kapitalmarkts übertragen. In der aktuellen Situation erfüllt der Negativzins einen sehr wichtigen geldpolitischen Zweck: Er sollte dazu beitragen, dass sich die Überbewertung des Frankens über die Zeit korrigiert.

Mediengespräch

Abbildungen

**ABB. 1: INTERNATIONALE LANGFRISTZINSEN**

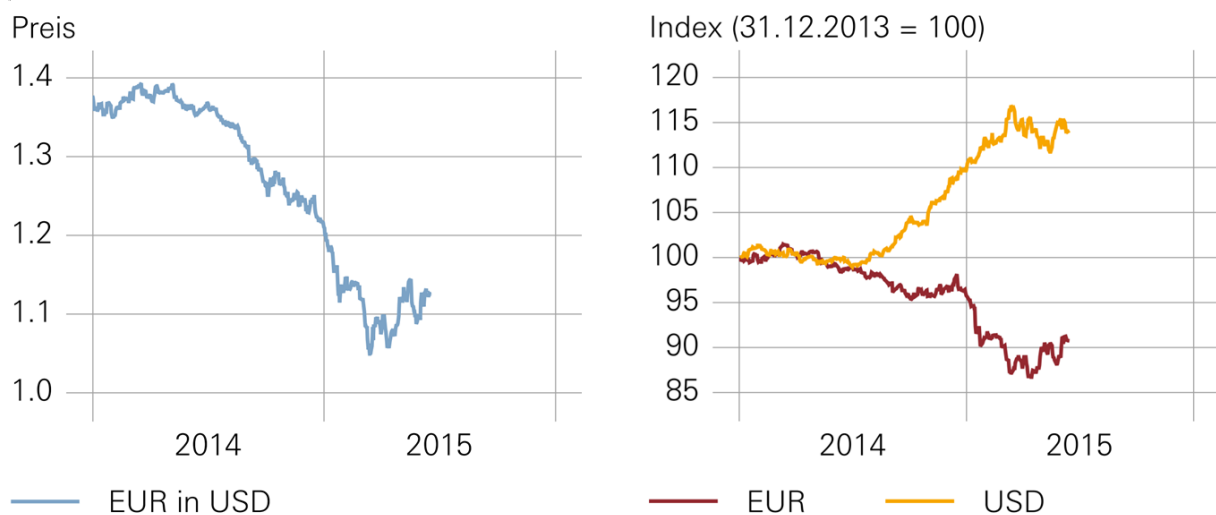
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quellen: SNB, Bloomberg

**ABB. 2: WECHSELKURSE**

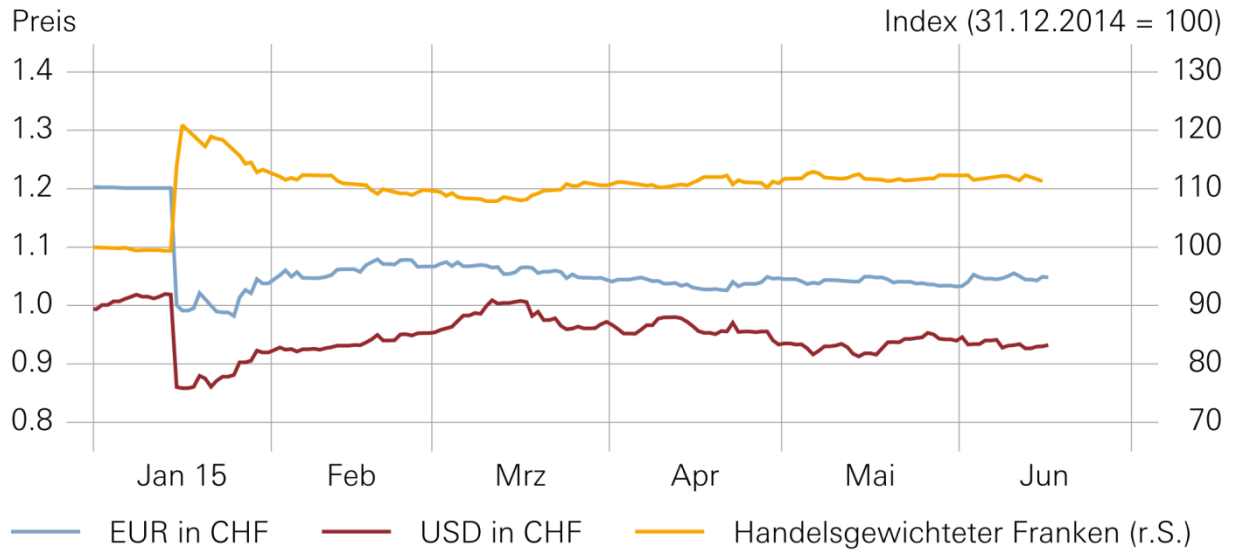
EUR in USD (links) und handelsgewichtete Wechselkurse (rechts)



Quellen: SNB, Bloomberg, JP Morgan

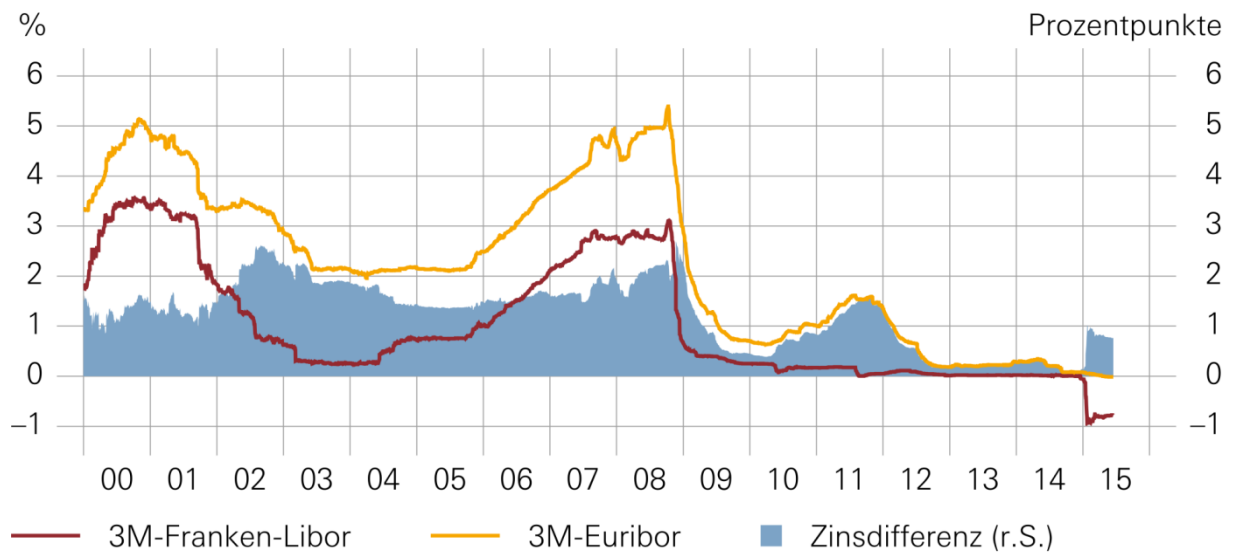
Mediengespräch

**ABB. 3: FRANKEN-WECHSELKURSE**



Quellen: SNB, Bloomberg, JP Morgan

**ABB. 4: KURZFRISTIGE ZINSEN**



Quellen: SNB, Bloomberg

Mediengespräch

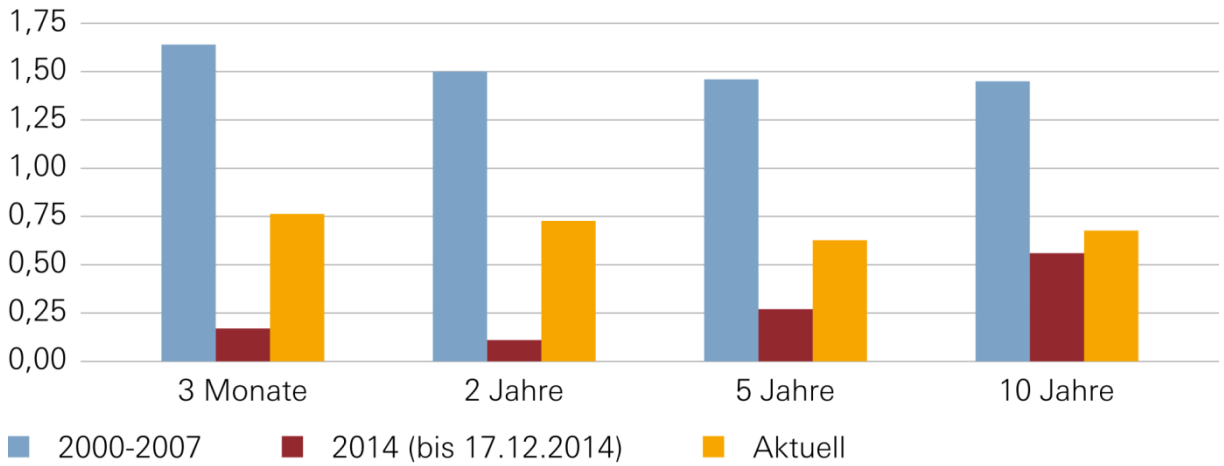
---

**ABB. 5: ZINSDIFFERENZEN**

Differenz zwischen deutschen und Schweizer Zinsen

---

Prozentpunkte



Quellen: SNB, Bloomberg