

Sperrfrist

17. November 2016,
18.30 Uhr

**Finanzmärkte und Umsetzung der Geldpolitik – eine Beziehung
im Wandel**
Geldmarkt-Apéro

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Genf, 17. November 2016

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2016 (Referat auf Französisch)

* Die Referentin dankt Dirk Faltin und Martin Weder für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Ihr Dank gilt zudem Roman Baumann, Oliver Gloede und Marco Huwiler für die wertvollen Kommentare, Ramon Jud für die Datenaufbereitung sowie dem Sprachendienst der SNB.

Sehr geehrte Damen und Herren

Herzlich willkommen zum Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Genf. Ich freue mich sehr, dass ich Sie an dieser Stelle bereits zum zweiten Mal begrüßen darf. Letztes Jahr stand meine Rede ganz im Zeichen der Geldpolitik. Heute möchte ich den Schwerpunkt meiner Ausführungen auf ihre Umsetzung an den Finanzmärkten legen.

Wie Sie wissen, haben die Notenbanken der Industrieländer ihr geldpolitisches Instrumentarium seit dem Höhepunkt der globalen Finanzkrise 2008 erheblich erweitert. Damit hat sich die Art und Weise, wie sie auf die Finanzmärkte einwirken, verändert. Traditionell ist der Geldmarktzinssatz die zentrale Steuergrösse der Geldpolitik. In den letzten Jahren nahmen die Notenbanken über unkonventionelle Massnahmen auch auf andere Finanzmarktpreise mehr oder weniger direkt Einfluss. Nur so konnten und können sie in schwierigen Zeiten ihre Aufgabe erfüllen. Entsprechend beschäftigen sich die Notenbanken heute noch intensiver als früher mit dem Geschehen an den Finanzmärkten.

Auch die Nationalbank hat ihre Finanzmarktexpertise vertieft, die Analyseinstrumente verfeinert und die Marktkontakte intensiviert. Ich komme im Mittelteil meines Referats darauf zurück. Zunächst werde ich auf die Erweiterung des geldpolitischen Werkzeugkastens eingehen und dessen Dimensionen aufzeigen. Am Schluss folgen ein paar Überlegungen zur Frage, inwieweit sich durch die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen die Wechselbeziehung zwischen der Geldpolitik und den Finanzmärkten verändert hat.

Geldpolitische Transmission mit nur einem Instrument

Geldpolitik wirkt grundsätzlich über das Bankensystem und die Finanzmärkte auf die Konjunktur- und Preisentwicklung. Denn eine Notenbank setzt ihre Geldpolitik um, indem sie mit ihren geldpolitischen Instrumenten gezielt bestimmte Preise an den Finanzmärkten beeinflusst. Geldpolitische Impulse werden also über die Finanzmärkte auf die Wirtschaft übertragen. Welche Instrumente dabei zum Einsatz kommen, bestimmt das operationelle Konzept der Geldpolitik.

In der Zeit vor der Finanzkrise, also bis etwa 2007, herrschte unter den Notenbanken weitgehend Einigkeit darüber, was ein gutes operationelles Konzept ausmacht. Dieses sollte einfach, klar und geradlinig sein; insbesondere herrschte in der Praxis ein Konsens, wonach die Geldpolitik mittels eines einzigen Instruments umgesetzt werden sollte. In aller Regel war dies ein kurzfristiger Zinssatz, der von der Notenbank mehr oder weniger direkt gesteuert wurde. Alle anderen Preise an den Finanzmärkten wurden von der Geldpolitik nur indirekt beeinflusst, weil sie vom kurzfristigen Zins abhingen.

Diese Vorstellung hatte sich auch hierzulande durchgesetzt. Diese Grafik (**Abbildung 1**) zeigt die Transmission, die dem traditionellen geldpolitischen Konzept der SNB zugrunde lag. Bis Anfang 2009 war der Dreimonats-Libor in Franken der einzige Preis, der von der SNB mit ihren geldpolitischen Operationen direkt gesteuert wurde. Ausgehend von diesem Kurzfristzins,

wurde der geldpolitische Impuls über verschiedene Kanäle – darunter der Zins-, Kredit-, Wechselkurs- und Vermögenspreiskanal – auf die Wirtschaft übertragen.

Ausweitung des geldpolitischen Instrumentariums seit der Finanzkrise

Im Zuge der Finanzkrise hat sich dies geändert. Ab Herbst 2008 senkten die Notenbanken – darunter die SNB – die kurzfristigen Zinssätze zügig auf historische Tiefststände von null oder nahezu null Prozent. Die konventionelle Geldpolitik hatte ihre Grenzen erreicht – zumindest aus damaliger Sicht. Die Möglichkeiten der Geldpolitik waren indes nicht erschöpft. Vielmehr haben alle wichtigen Notenbanken ihr geldpolitisches Instrumentarium um neue Massnahmen erweitert. Diese werden als unkonventionell eingestuft, weil sie vom herkömmlichen operationellen Konzept abweichen und für aussergewöhnliche Situationen konzipiert sind.

Diese unkonventionellen Massnahmen können zwei Kategorien zugeordnet werden: der Zinspolitik und den bilanzseitigen Massnahmen – also Massnahmen, bei denen eine Notenbank ihre Möglichkeiten zur Geldschöpfung und damit zur Bilanzausweitung einsetzt. Zur unkonventionellen Zinspolitik zählen bestimmte Formen der zukunftsgerichteten Zinsorientierung¹ – besser bekannt als «Forward Guidance» – und die Negativzinsen. Zu den bilanzseitigen Massnahmen gehören insbesondere die quantitative Lockerung, also «Quantitative Easing» oder kurz QE, aber auch die Devisenkäufe.²

Grösserer Aktionsradius der Geldpolitik an den Finanzmärkten

Auch die unkonventionellen Massnahmen haben zum Ziel, in den jeweiligen Ländern und Währungsräumen für angemessene monetäre Bedingungen zu sorgen. An den Grundsätzen einer primär auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik hat sich also nichts geändert. Was sich aber geändert hat, ist die Art und Weise, wie sich die geldpolitischen Impulse der Notenbanken auf das Bankensystem und die Finanzmärkte übertragen. Durch die unkonventionellen Massnahmen üben die Notenbanken einen direkten Einfluss auf die Preisbildung an jenen Finanzmärkten aus, in denen sie aktiv sind. Dies ist vor allem bei den bilanzseitigen Massnahmen der Fall. Ich möchte zunächst aber auf die unkonventionelle Zinspolitik eingehen.

Unkonventionelle Zinspolitik zur Verstärkung des Zinsimpulses

Die Forward Guidance und die Negativzinsen knüpfen an die konventionelle Zinspolitik an. Sie erkennen dies in dieser Grafik (**Abbildung 2**). Das Ziel solcher Massnahmen ist es, den

¹ Dazu kann auch die Absicht der Bank of Japan gezählt werden, künftig die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen bei rund null Prozent fixieren zu wollen. Diese Massnahme wurde unter der Bezeichnung «Yield curve control», also Zinskurvenkontrolle, bekannt.

² Für eine umfassende Systematik unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen vgl. Borio, C. und A. Zabai (2016), Unconventional monetary policies: a re-appraisal, *BIS Working Papers*, Nr. 570, Seiten 2–9.

angestrebten Zinsimpuls zu verstärken. Die Forward Guidance zielt dabei darauf ab, die mittel- und langfristigen Zinsen zu beeinflussen, indem sie Angaben zur erwarteten Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze macht. Davon haben die Notenbanken zwar auch schon früher Gebrauch gemacht.³ Seit der Finanzkrise sind aber einige Notenbanken dazu übergegangen, explizit mitzuteilen, wie lange die Zinssätze auf tiefem Niveau unverändert bleiben würden oder welche wirtschaftlichen Bedingungen erfüllt sein müssten, bevor die Finanzmarktteilnehmer mit Zinserhöhungen zu rechnen hätten.⁴

Mit den Negativzinsen haben die Notenbanken gewissermassen das Zinsinstrument reaktiviert, indem sie bestimmte Leitzätze unter null Prozent senkten. Da die Negativzinsen die expansive Wirkung von quantitativen Lockerungsmassnahmen verstärken, wurden sie von einigen Notenbanken im Verbund mit solchen Massnahmen eingeführt. Gegenwärtig setzen mehrere Notenbanken Negativzinsen ein, darunter jene der Eurozone, Japans und der Schweiz – allerdings unter verschiedenen Bedingungen und mit unterschiedlicher Ausgestaltung. Der Negativzins der SNB hat in erster Linie den Zweck, die traditionelle Zinsdifferenz zum Ausland zu erhalten, um Frankenanlagen weniger attraktiv zu machen. Die Zinsbelastung steigt dabei, sobald die Nationalbank dem Bankensystem mehr Frankenliquidität 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, die ihre gewünschte Wirkung entfalten. Gleichwohl ist der Franken nach wie vor signifikant überbewertet.

Mit bilanzseitigen Massnahmen werden Notenbanken Akteure auf Anlagemärkten

Damit komme ich zu den bilanzseitigen Massnahmen. Hierbei tritt eine Notenbank auf den Finanzmärkten selbst als bedeutende Akteurin auf. Bei der quantitativen Lockerung – oder QE – erwirbt sie oft mittel- und langfristige Staatsanleihen mit der Absicht, die entsprechenden Zinssätze zu reduzieren.⁵ Neben Staatsanleihen haben einige Notenbanken weitere Wertpapierkategorien in ihre Kaufprogramme aufgenommen wie beispielsweise verbrieftes Kreditforderungen (Asset-backed Securities), gedeckte Schuldverschreibungen (Pfandbriefe, Covered Bonds) und Unternehmensanleihen. Im Falle der Bank of Japan erstrecken sich die Wertpapierkäufe zudem auf bestimmte Aktien⁶ und Immobilienfondsanteile.

In dieser Grafik (**Abbildung 3**) kann man erkennen, dass ein QE-Programm direkt auf verschiedene Finanzmärkte einwirkt. Diese direktere Einflussnahme der Geldpolitik auf ein brei-

³ Die SNB publiziert eine bedingte Inflationsprognose, die ebenfalls die Zinserwartungen der Finanzmarktteilnehmer beeinflussen und somit auch als eine Art der zukunftsgerichteten Zinsorientierung angesehen werden kann.

⁴ Filardo, A. und Boris Hofmann (2014), Forward guidance at the zero lower bound, *BIS Quarterly Review*, März 2014.

⁵ Neben der Federal Reserve haben auch die EZB, die Bank of England und die Bank of Japan derartige Wertpapierkaufprogramme aufgelegt. Auf die Schweiz bezogen können die Frankennobigationenkäufe der SNB im Jahr 2009 und die im August 2011 abgeschlossenen umfangreichen Repogeschäfte und Devisenswaps als quantitative Lockerung bezeichnet werden.

⁶ Es handelt sich dabei um Exchange Traded Funds, die den TOPIX, den Nikkei-225 oder den JPX-Nikkei 400 abbilden.

teres Segment der Finanzmärkte lässt sich konkret an Umfang und Wirkung der QE-Programme ablesen. So zeigt diese Abbildung (**Abbildung 4**) den Effekt der QE-Programme der Federal Reserve (Fed), der Europäischen Zentralbank (EZB), der Bank of England und der Bank of Japan.⁷

Die Abbildung basiert auf den Resultaten von insgesamt 24 Studien, welche die Auswirkungen der jeweiligen Kaufprogramme auf die Kapitalmarktzinsen geschätzt haben. Die blauen Balken zeigen die Bandbreite der geschätzten Wirkung für die einzelnen QE-Programme. Die roten Vierecke markieren den jeweiligen Mittelwert. Man erkennt, dass die QE-Programme über die verschiedenen Währungsräume hinweg die Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen im Mittel um gut einen halben Prozentpunkt reduziert haben dürften.

Ich komme damit zu den Devisenmarktinterventionen der Notenbanken. Der Wechselkurs ist für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz und damit auch für die Geldpolitik eine wichtige Grösse. Dennoch griff die SNB in früheren Jahrzehnten nur selten und mit vergleichsweise kleinen Beträgen direkt ins Marktgeschehen ein. Seit März 2009 hat sich dies geändert. Damals begann die SNB damit, im grossen Stil Fremdwährungen zu kaufen, um dem übermässigen Aufwertungsdruck auf den Franken entgegenzuwirken und eine unerwünschte Verschärfung der monetären Bedingungen in der Schweiz zu verhindern. Auf dieses Instrument vertrauen wir bekanntlich nach wie vor. Unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, bildet neben dem Negativzins das Kernelement unserer gegenwärtigen Geldpolitik.

Als Zwischenfazit möchte ich festhalten, dass der Aktionsradius der Geldpolitik an den Finanzmärkten mit der breiten Anwendung von unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen markant zugenommen hat. Manchenorts wird den Notenbanken sogar ein prägender Einfluss auf die Finanzmarktpreise zugesprochen. Soweit damit die geldpolitischen Ziele erreicht werden können, ist dies aus Sicht der Notenbank natürlich nicht unerwünscht. Letztlich geht es bei allen geldpolitischen Massnahmen darum, eine wirksame Übertragung der geldpolitischen Impulse auf die Wirtschaft sicherzustellen. Dies gilt erst recht in den ausserordentlichen Zeiten, die wir in den letzten Jahren erlebt haben, in denen die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die Preisentwicklung weltweit moderat und fragil blieben.⁸

Bedeutung für die Umsetzung der Geldpolitik

Durch die unkonventionellen Massnahmen ist die Umsetzung der Geldpolitik bedeutend anspruchsvoller geworden.⁹ Dies gilt auch für die SNB. Allen voran war es notwendig, in eini-

⁷ Andrade et al. (2016), The ECB's asset purchase programme: an early assessment, *ECB Working Paper Series*, Nr. 1856, September 2016.

⁸ So zeigt beispielsweise eine Studie des Internationalen Währungsfonds (IWF), dass die unkonventionellen Massnahmen der Federal Reserve auf der Höhe der Finanzkrise entscheidend zur Beruhigung der Märkte beigetragen haben. Vgl. Roache, S.K. and Marina V. Rousset (2013), Unconventional Monetary Policy and Asset Price Risk, *IMF Working Paper*, WP/13/190, August 2013.

⁹ Zu den Lektionen aus der Finanzkrise und Vorschlägen für das zukünftige geldpolitische Konzept vgl. Bindseil, U. (2016), Evaluating monetary policy operational frameworks, Aufsatz präsentiert am Economic Symposium des Kansas City Fed, Jackson Hole, August 2016.

gen Bereichen unser Marktverständnis zu vertiefen und unserer Analyseinstrumente zu verfeinern. Wir haben in den vergangenen Jahren dafür grosse Anstrengungen unternommen. Ich möchte Ihnen dies im Folgenden anhand einiger Beispiele veranschaulichen.

Herausforderungen bei der Umsetzung des Negativzinses

Zunächst zur Umsetzung des Negativzinses: Wie Sie wissen, erhebt die SNB seit Anfang 2015 einen Zins von $-0,75\%$ auf Sichtguthaben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei ihr halten. Bei der Umsetzung des Negativzinses gibt es einige Herausforderungen – drei davon möchte ich kurz nennen: Erstens ist das Potenzial für Zinssenkungen im negativen Bereich durch die effektive Zinsuntergrenze begrenzt. Diese wird unter anderem durch die Kosten der Bargeldhaltung bestimmt. Wo diese Zinsuntergrenze liegt, ist nicht exakt bestimmbar. Wir gehen davon aus, dass wir, falls nötig, noch einen gewissen weiteren Zinssenkungsspielraum haben.

Zweitens gibt es bei der Transmission des Negativzinses auf das Finanzsystem und die Wirtschaft gewisse Besonderheiten. Nach unseren Erfahrungen verläuft die Übertragung auf die Geld- und Kapitalmärkte bei einer Zinsänderung im negativen Bereich praktisch gleich wie im positiven Bereich. Exemplarisch dafür steht der nach wie vor gut funktionierende Repo-Markt. Im Bankensystem hingegen ist die Transmission des Negativzinses uneinheitlich. Da die Einlagenzinsen der Banken mehrheitlich bei null verharren, sind auch die Kreditzinsen, insbesondere jene am Hypothekarmarkt, weniger stark gesunken als die Zinssätze am Geld- und Kapitalmarkt. Diese unvollständige Transmission auf die Kreditzinsen ist aus Sicht der Nationalbank im aktuellen Umfeld nicht unerwünscht. Sie trug dazu bei, dass sich die Risiken für die Finanzstabilität, die mit einem anhaltenden Tiefzinsumfeld verbunden sind, seit Einführung des Negativzinses bislang nicht wesentlich weiter erhöht haben. Umso wichtiger ist es für die Geldpolitik, dass wir die Übertragungsmechanismen des Negativzinses genau verstehen. Wir haben daher unsere Analysen in diesem Bereich ausgeweitet und stehen in regelmässigem Austausch mit den relevanten Marktteilnehmern.

Bezüglich der Auswirkungen des Negativzinses auf die Investoren stellen wir drittens fest, dass die Risikobereitschaft unterschiedlich ausgeprägt ist. Gesucht sind offenbar vor allem inländische Anlagen. Im internationalen Kapitalverkehr stellen wir nach wie vor eine ausgeprägte Risikoscheu der inländischen Investoren fest. Die von der Wirtschaft erzielten Leistungsbilanzüberschüsse werden nämlich meist in Franken umgetauscht und nicht, wie früher, im Ausland investiert. Dies trägt massgeblich zur Frankenstärke bei. Hier wäre die Bereitschaft der grossen Investoren, gewisse zusätzliche Risiken auf sich zu nehmen, geldpolitisch durchaus erwünscht.

Der Devisenmarkt rückt in den Fokus

Damit komme ich zum Devisenmarkt. Wie ich bereits erwähnt habe, hat die SNB 2009 damit begonnen, im grossen Stil Fremdwährungen gegen Franken zu kaufen. Naturgemäss ist damit der Devisenmarkt für uns von grossem Interesse. Wir sind zu allen marktrelevanten Zeiten am

Devisenmarkt präsent. Dies ist eine besondere Herausforderung. Schliesslich ist der Devisenmarkt global, und der Handel findet rund um die Uhr statt. Es versteht sich von selber, dass wir in diesem Bereich die entsprechenden Kapazitäten und das nötige Know-how aufgebaut haben.

Aber die Veränderungen gehen viel weiter. Vereinfacht gesagt hat die grössere Bedeutung des Wechselkursinstruments die SNB dazu veranlasst, den Strukturwandel, den der Devisenmarkt in den vergangenen Jahrzehnten durchlaufen hat, innerhalb kurzer Zeit nachzuholen. Dabei geht es in erster Linie um die Einführung des elektronischen Handels. Wie Ihnen vielleicht bekannt ist, werden Transaktionen am Kassamarkt und am Devisenswap-Markt mittlerweile überwiegend auf elektronischen Plattformen abgewickelt. Seit 2010 tätigen wir unsere Devisengeschäfte fast ausnahmslos auf derartigen Handelsplattformen.

Mit dem elektronischen Handel haben sich Tempo und Transparenz am Devisenmarkt erhöht. Beispielsweise können Marktteilnehmer durch das sogenannte Live-Streaming der Preise bereits vor jeder getätigten Transaktion den Preis und das Marktumfeld genau ermitteln. Um diesen Veränderungen Rechnung zu tragen, setzen wir unsere Transaktionen und Handelsstrategien mit modernsten Techniken um. Der elektronische Handel bringt zudem Vorteile für die Ex-post-Analyse von Transaktionen. So können wir einzelne Devisenmarkttransaktionen genau verfolgen, Erkenntnisse zu deren Wirkungsweise gewinnen und unsere Vorgehensweise gegebenenfalls anpassen.

Insgesamt ist der Devisenmarkt heute sehr viel dezentraler, und die Akteure sind heterogener als früher. Damit haben auch die Anzahl und Vielfalt der Marktkontakte, die für das Verständnis des Devisenmarkts und der Frankennachfrage notwendig sind, zugenommen. Zusammen mit anderen Notenbanken engagieren wir uns auch bei der Etablierung eines Standards für weltweit geltende Regeln für den Devisenmarkt. Im Rahmen des «Swiss FX Market Roundtable» hat ein breites Spektrum an Marktteilnehmern zusammen mit der SNB Beiträge zur Entwicklung eines globalen einheitlichen «FX Code of Conduct» geleistet. Ich möchte den Marktteilnehmern in diesem Zusammenhang für ihre bisherigen Beiträge danken.

Längerfristige Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Finanzmärkten

Meine Damen und Herren, ich komme nun zum letzten Teil meiner Ausführungen, in dem ich auf einige längerfristige Zusammenhänge zwischen der Geldpolitik und den Finanzmärkten eingehen möchte. Über die geldpolitischen Massnahmen nehmen die Notenbanken Einfluss auf die Finanzmarktpreise. Inwieweit dieser Einfluss heute grösser ist als früher, ist Gegenstand zahlreicher Untersuchungen.

Tatsächlich beobachten wir, dass sich einige traditionelle Beziehungen und Korrelationsmuster an den Finanzmärkten in den vergangenen Jahren verändert haben. Die folgende Abbildung soll dies illustrieren (**Abbildung 5**). Sie zeigt die Verteilung der Korrelationen zwischen den Preisen von insgesamt sieben Anlageklassen, darunter Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Rohwaren. Die blauen Balken zeigen die Verteilung in der Periode von

2000 bis 2007, also vor der Finanzkrise und zu Zeiten konventioneller Geldpolitik. Demgegenüber zeigen die roten Balken die Verteilung, wie wir sie seit 2010 beobachten. Es wird deutlich, dass die Korrelation zwischen den Vermögenspreisen seit 2010 markant zugenommen hat.

Für den weltweit verstärkten Gleichschritt der Finanzmarktpreise gibt es verschiedene Erklärungen. Ein wesentlicher Grund dürfte in der fortgeschrittenen Globalisierung der Geld- und Kapitalmärkte und im zunehmenden Gleichlauf der internationalen Konjunktur- und Preisentwicklung zu finden sein. Mit dazu beigetragen haben dürften aber auch die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen, insbesondere die umfangreichen QE-Programme, die Anleihen- und Aktienpreise simultan steigen liessen. Schliesslich führen grosse Wertpapierkaufprogramme zu tieferen Zinsen und reduzieren das Angebot an risikofreien Vermögenswerten. Dies wiederum veranlasst die Investoren dazu, ihre Portfolios in risikoreichere Anlageklassen wie Aktien umzuschichten – was im Sinne der geldpolitischen Transmission durchaus erwünscht ist.¹⁰ Über die steigenden Vermögenspreise sollten letztlich Konsum und Investitionen sowie die Konsumentenpreise stimuliert werden.

Damit verbunden ist die Frage, inwieweit steigende Aktienkurse in der gegenwärtigen Situation noch als Signal für bessere Konjunktur- und Gewinnerwartungen gedeutet werden können. Intuitiv ist klar, dass sich Unternehmensgewinne und Aktienkurse – zumindest längerfristig – im Gleichschritt entwickeln und somit positiv korreliert sind. Seit einiger Zeit beobachten wir jedoch eine negative Korrelation – während die erzielten Gewinne und die Gewinnerwartungen rückläufig waren, sind die Aktienkurse, wie an den gelben Linien erkennbar, zeitweilig sogar auf neue Rekordwerte gestiegen. Diese Grafik (**Abbildung 6**) zeigt den amerikanischen Aktienindex S&P 500 (blaue Linie) und die für die jeweils nächsten zwölf Monate erwarteten Unternehmensgewinne pro Aktie (rote Linie).

Aus diesen Beobachtungen wird gelegentlich der Schluss gezogen, dass sich einige Finanzmarktpreise gänzlich vom realwirtschaftlichen Umfeld gelöst hätten und gleichsam nur noch der Geldpolitik gehorchten. So kommt es vor, dass unerwartet schlechte Nachrichten aus der Wirtschaft als gute Nachrichten für die Aktienmärkte aufgenommen werden, weil die Anleger die überraschend schwachen Wirtschaftszahlen als Vorboten einer weiterhin expansiven Geldpolitik interpretieren.

Allerdings ist dieses Phänomen heute nicht wesentlich häufiger anzutreffen als in der Zeit vor der Finanzkrise. Sie erkennen dies in der folgenden Abbildung. Sie zeigt die Abweichungen der in den USA monatlich neu geschaffenen Stellen (ausserhalb der Landwirtschaft) von den jeweiligen Konsenserwartungen der Marktteilnehmer sowie die unmittelbar darauf erfolgten Aktienmarktreaktionen (**Abbildung 7**). Auf der horizontalen Achse sind die Überraschungen bei den Beschäftigungszahlen in tausend Stellen abgetragen, auf der vertikalen Achse erkennen Sie die Reaktion des Aktienmarkts. Die linke Grafik zeigt die Situation in der Aufschwungsphase von 2001 bis 2007, rechts sehen Sie das gleiche Bild für den Aufschwung von

¹⁰ Zudem führen tiefere Zinsen zu höheren Aktienkursen, indem sie den Diskontierungsfaktor für zukünftige Dividenden reduzieren.

2009 bis 2016. Entscheidend ist der Quadrant links oben. Er zeigt den Anteil jener Beobachtungen, bei denen unerwartet schlechte US-Arbeitsmarktdaten mit positiven Aktienmarktreaktionen zusammenfallen. Vor der Finanzkrise traten diese ungewöhnlichen Markreaktionen in 22% aller Fälle auf, seit 2009 waren es deren 23% – also keine wesentliche Zunahme.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, damit bin ich am Schluss meiner Ausführungen. Bei der Umsetzung der unkonventionellen Geldpolitik gibt es verschiedene Herausforderungen. Anhand des Negativzinses und der Devisenmarktinterventionen der SNB habe ich aufgezeigt, dass Bedarf, Umfang und Komplexität der Analysen sowie die Bedeutung von regelmässigen Marktkontakten deutlich zugenommen haben.

Mit der unkonventionellen Geldpolitik hat sich der Aktionsradius der Notenbanken an den Finanzmärkten erhöht, und die unmittelbare Einflussnahme auf verschiedene Finanzmärkte hat zugenommen. Um es noch einmal zu betonen: Dies ist aus Sicht der Geldpolitik grundsätzlich erwünscht, hilft es doch dabei, die nötigen geldpolitischen Impulse auf Konjunktur und Inflation zu übertragen.

Inwieweit sich durch die teils intensive Aktivität der Notenbanken auf den Finanzmärkten auch traditionelle Preisbeziehungen und Korrelationsmuster verändert haben, ist quantitativ nicht eindeutig zu beantworten. Es ist aber nach wie vor so, dass die Finanzmarktpreise die Erwartungen der Anleger zur künftigen Entwicklung der Wirtschaft und der Inflation wieder spiegeln. Ich bedanke mich ganz herzlich für Ihre Aufmerksamkeit und übergebe das Wort nun meinem Kollegen Dewet Moser.

Finanzmärkte und Umsetzung der Geldpolitik – eine Beziehung im Wandel

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

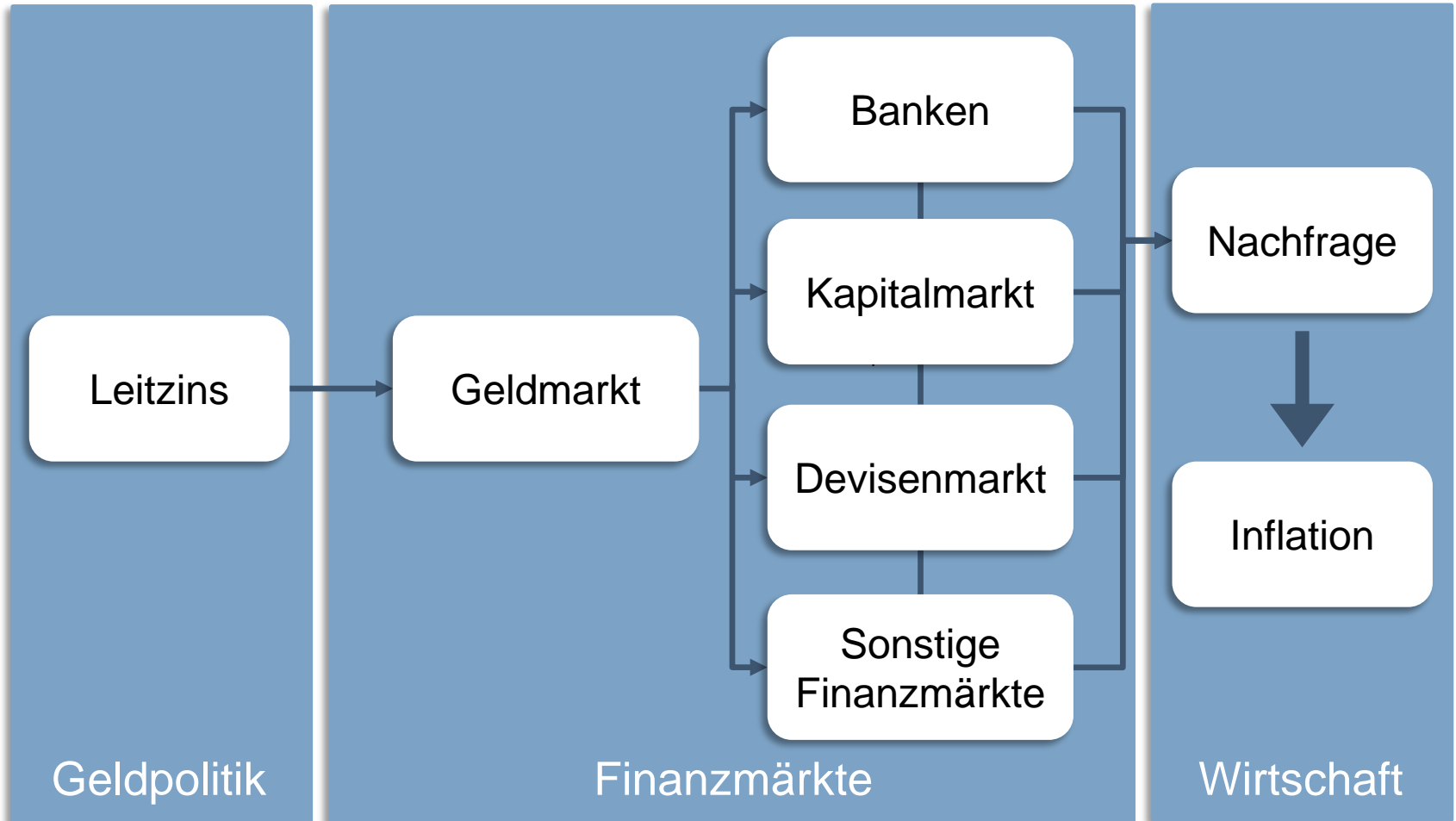
Genf, 17. November 2016

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



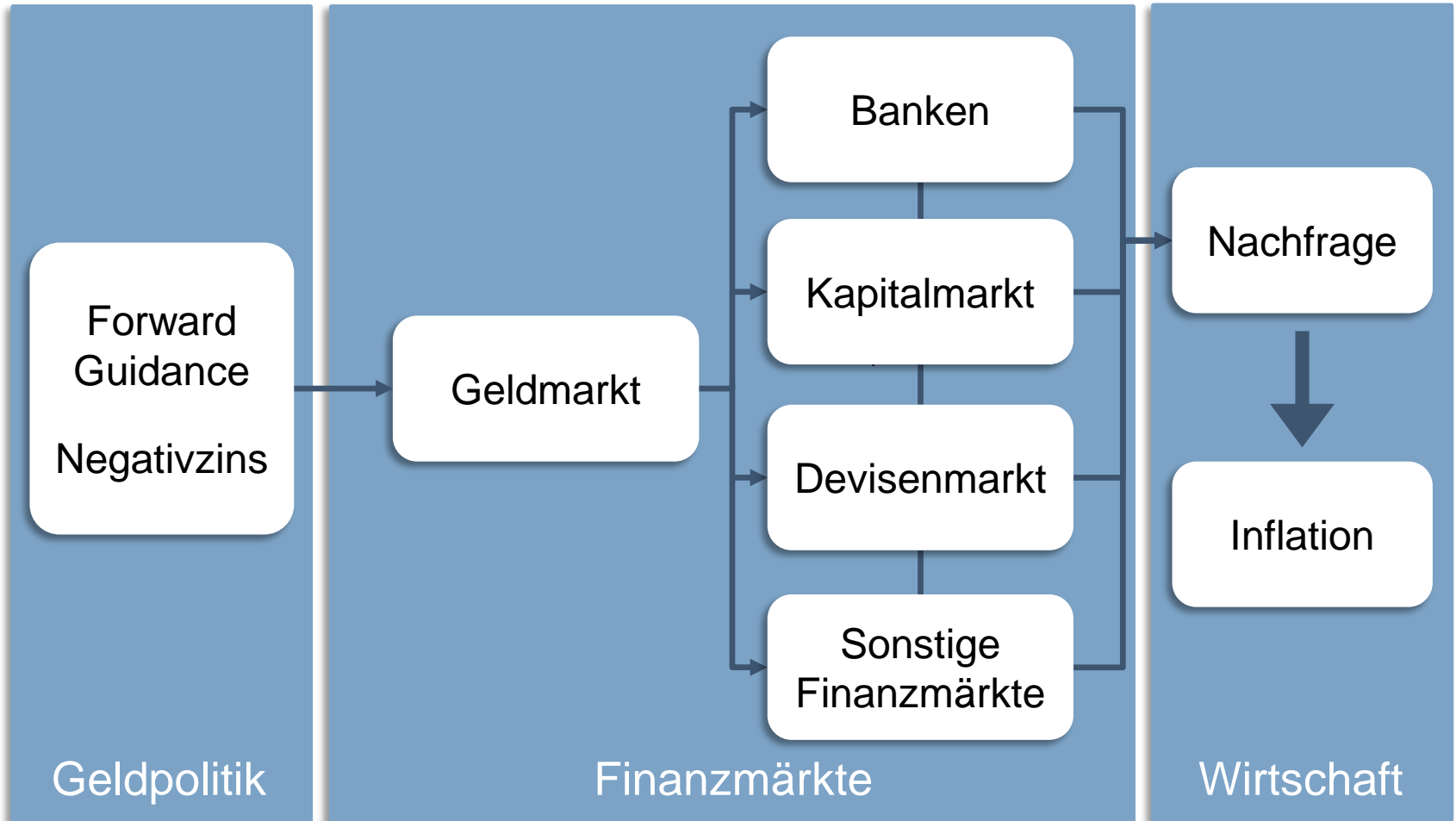
Vor der Krise fokussierte sich die Geldpolitik auf die Steuerung eines kurzfristigen Zinssatzes

Konventionelle Zinspolitik



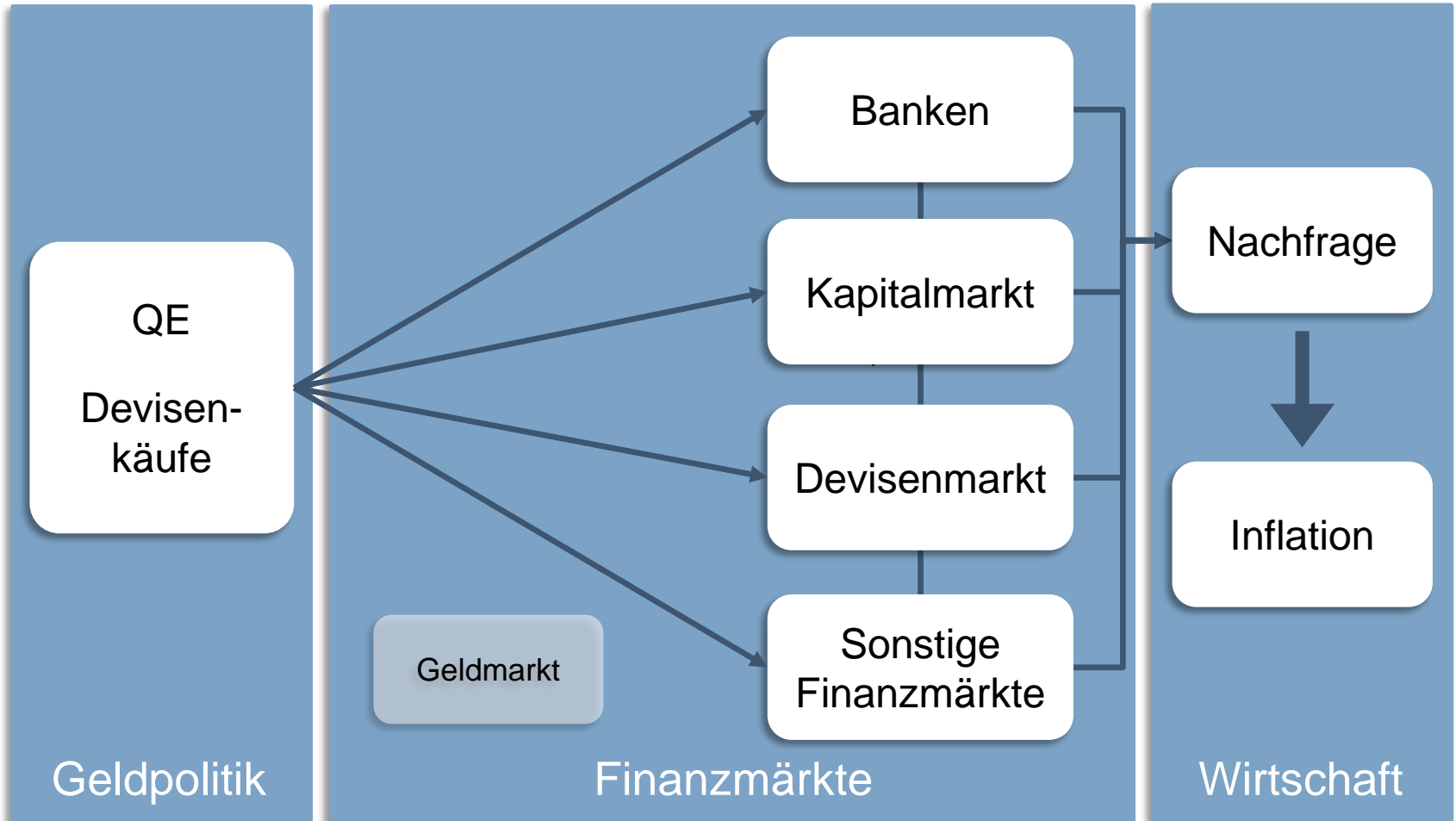
Forward Guidance und Negativzinsen sollen die geldpolitische Transmission verstärken

Unkonventionelle Zinspolitik



Quantitative Lockerung und Devisenkäufe beeinflussen verschiedene Finanzmarktpreise direkt

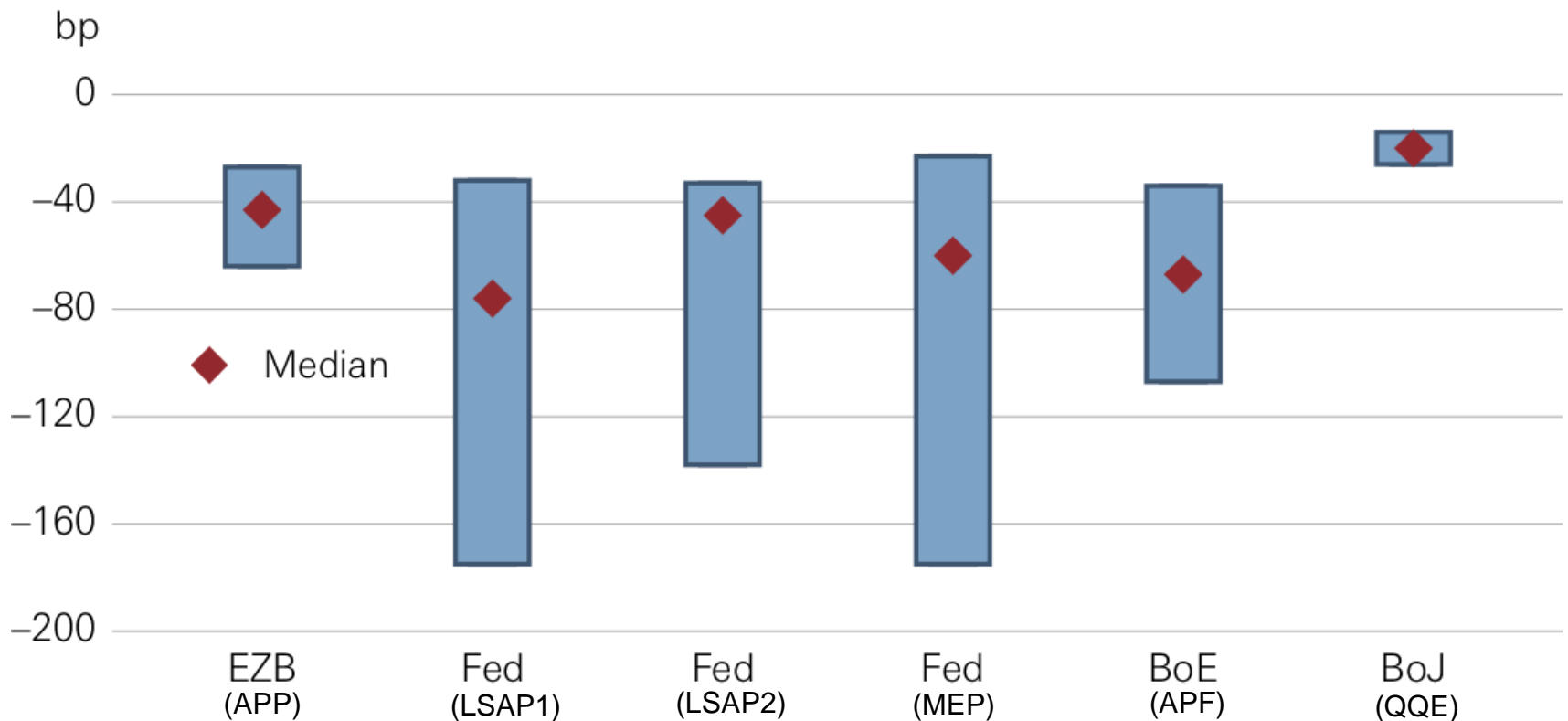
Bilanzseitige Massnahmen



Zentralbanken haben mit dem Kauf von Staatsanleihen die langfristigen Zinsen weiter gesenkt

EINFLUSS DES QE AUF 10-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN

Bandbreite der Schätzungen von 24 verschiedenen Studien



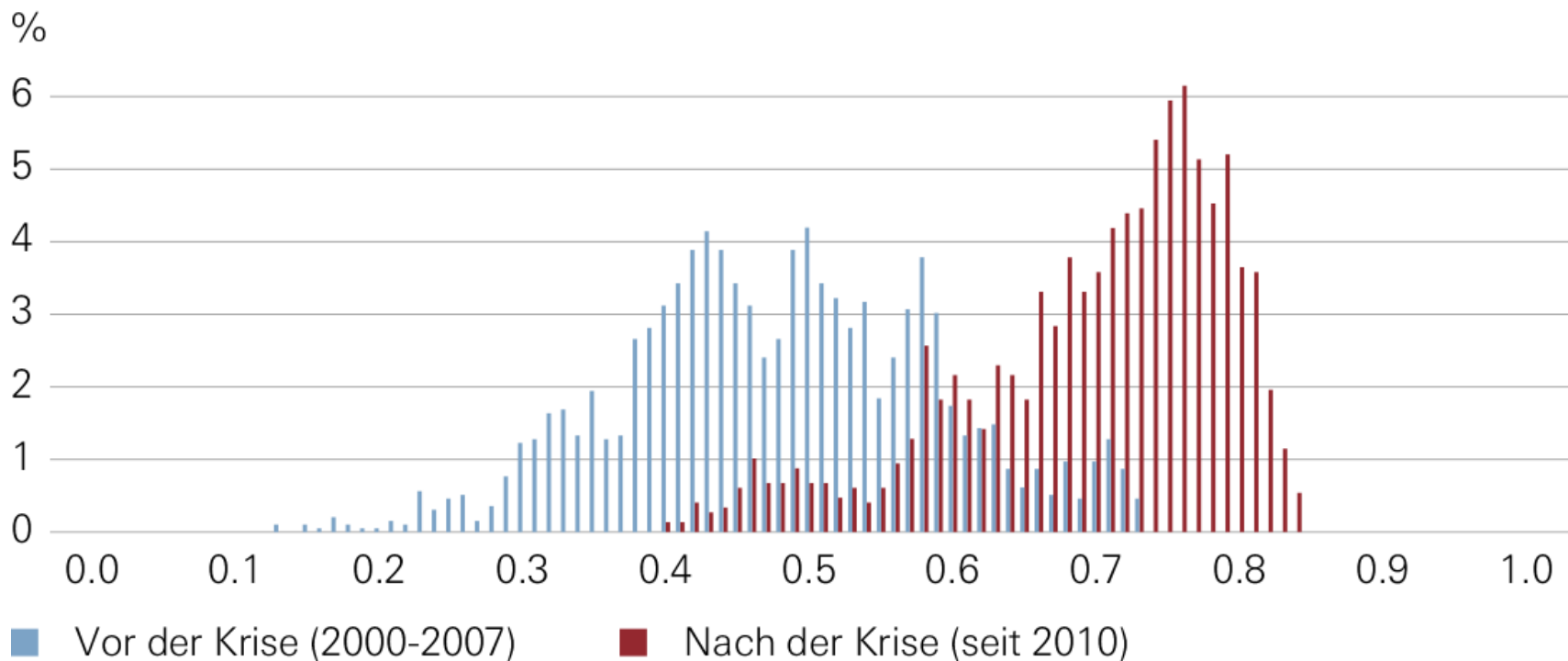
APP = Asset Purchase Programme, LSAP = Large Scale Asset Purchases, MEP = Maturity Extension Programme, APF = Asset Purchase Facility, QQE = Quantitative and Qualitative Easing

Quellen: Andrade et al. (2016), SNB

Die verschiedenen Anlageklassen sind heute stärker miteinander korreliert als vor der Krise

KORRELATIONEN VON GLOBALEN ANLAGEKLASSEN

Häufigkeitsverteilung der Korrelationskoeffizienten*

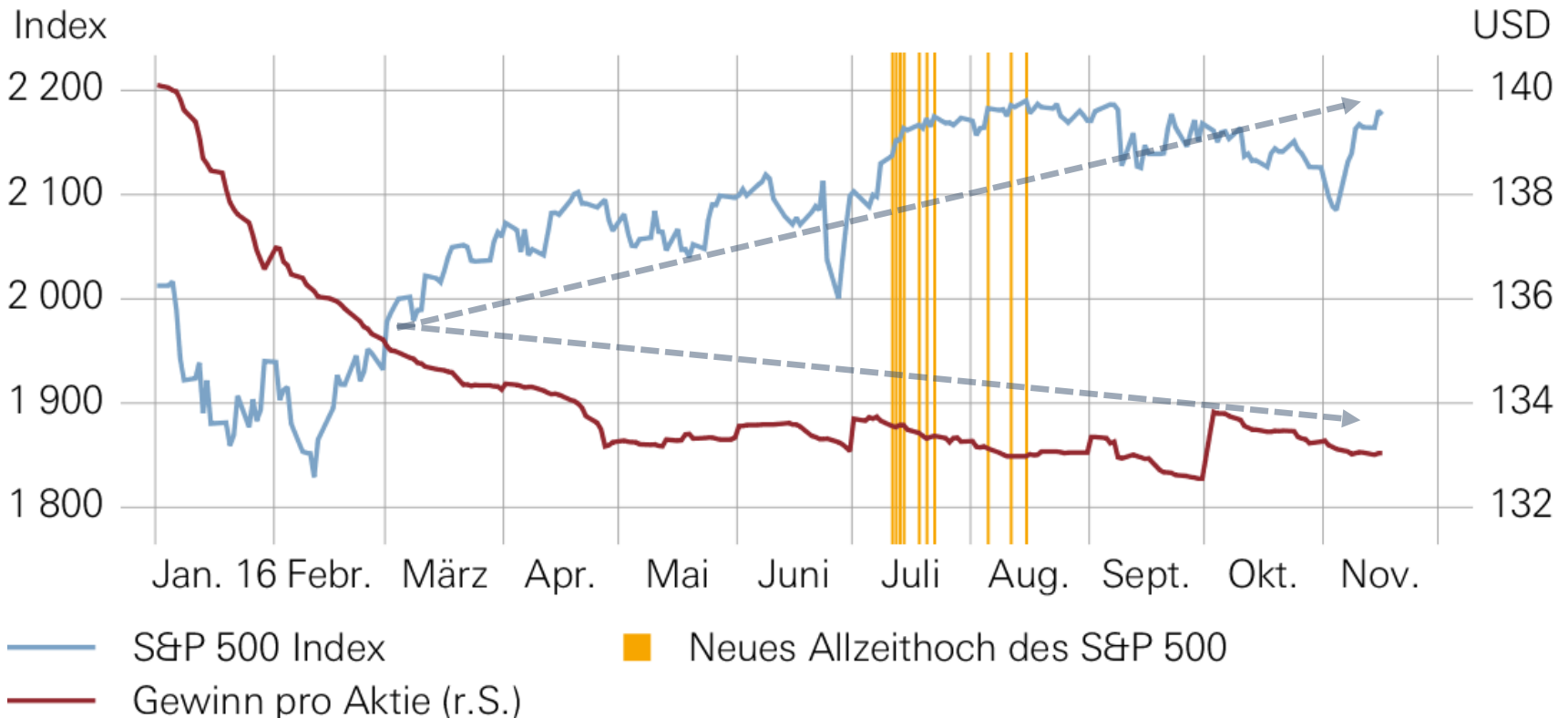


* Basierend auf Aktien, Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Rohwaren

Aktienkurse in den USA erreichten neue Höchststände trotz sinkender Gewinnerwartungen

US-AKTIENINDEX UND ERWARTETE GEWINNE

Indexwert und erwarteter Gewinn pro Aktie im nächsten Jahr



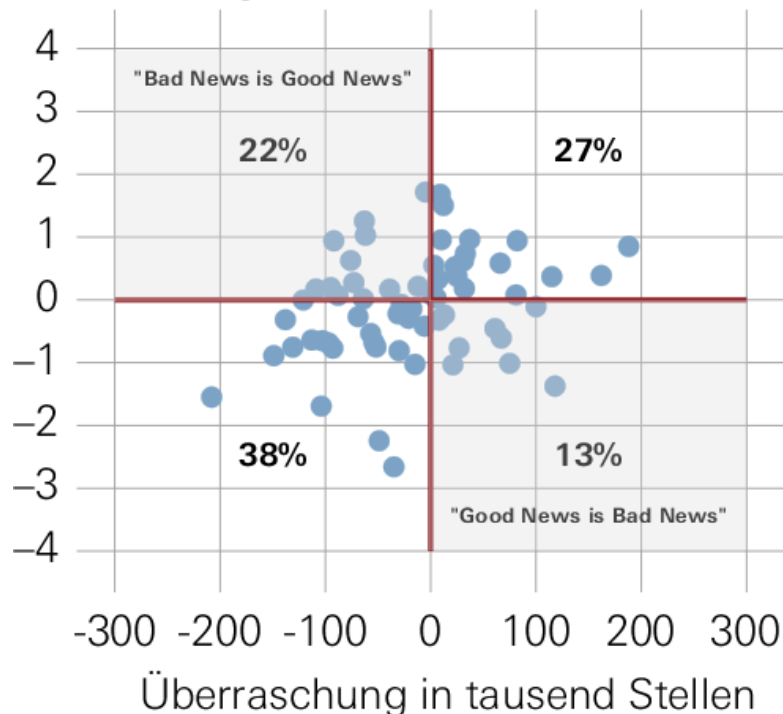
Quellen: Bloomberg, SNB

Der US-Aktienmarkt reagiert nicht wesentlich anders auf Neuigkeiten als vor der Krise

REAKTIONEN DES AKTIENMARKTES AUF DEN ARBEITSMARKTBERICHT

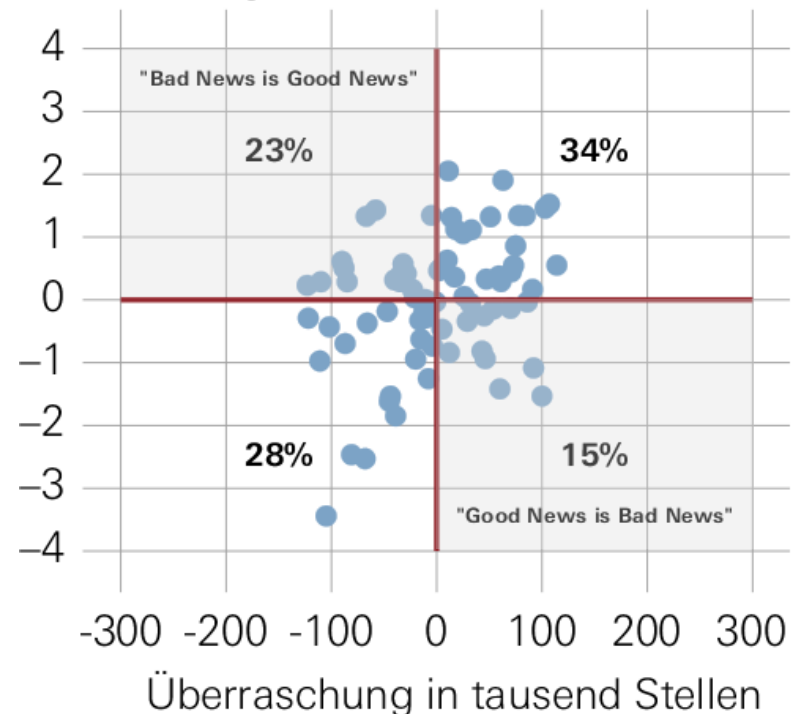
Dezember 2001 bis November 2007

Veränderung des S&P 500 in %



Juli 2009 bis Oktober 2016

Veränderung des S&P 500 in %



Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

