

Bern, 14. Dezember 2017  
Andréa M. Maechler

---

## Einleitende Bemerkungen von Andréa M. Maechler

Ich werde in meinen Bemerkungen zunächst einen Überblick über die Lage an den Finanzmärkten geben. Danach werde ich über den aktuellen Stand der Reform der Referenzzinssätze informieren.

### Lage an den Finanzmärkten

Ich beginne mit den Entwicklungen an den Finanzmärkten.

In der zweiten Jahreshälfte stand erneut die Geldpolitik der grossen Zentralbanken im Fokus der Finanzmärkte. Angesichts einer moderaten Inflationsentwicklung gehen Finanzmarktteilnehmer von einer nur langsamen globalen geldpolitischen Normalisierung aus. Vor diesem Hintergrund verharrten die Renditen auf Staatsanleihen auf niedrigen Niveaus. Gedämpfte Erwartungen hinsichtlich des Ausstiegs aus der expansiven Geldpolitik gepaart mit erfreulichen Wirtschaftsdaten und guten Unternehmensergebnissen trugen zu einer mehrheitlich positiven Risikostimmung an den Finanzmärkten bei. Diese widerspiegelte sich unter anderem in einem Anstieg der Aktienmärkte, geringeren Renditeaufschlägen auf Unternehmensanleihen und einer schwächeren Nachfrage nach Anlagen in sicheren Häfen wie dem Schweizer Franken. In diesem positiven Marktumfeld blieb die Volatilität niedrig und die aus Optionspreisen berechneten Volatilitäten für den amerikanischen Aktien- und Anleihemarkt fielen auf neue Tiefststände (Abbildung 1).

Trotz der positiven Wirtschaftsdaten in Europa stiegen die europäischen Aktienindizes nur moderat an. Seit Mitte Jahr nahm der Stoxx Europe 600 um rund 3% zu. Ein Grund für die verhaltene Aktienmarktentwicklung in Europa ist der stärkere Euro, der das Wachstum der Unternehmensgewinne etwas abschwächte. Hingegen konnten amerikanische Unternehmen ein starkes Gewinnwachstum verbuchen. Zudem weckte die Aussicht auf niedrigere Unternehmenssteuern die Erwartung auf höhere Gewinne in der Zukunft. Vor diesem Hintergrund kletterten die amerikanischen Aktienindizes auf neue Höchststände. Der

## Mediengespräch

S&P 500 stieg seit Mitte Jahr um rund 10%. Die Schweizer Unternehmen konnten von der stärkeren Nachfrage aus Europa und dem schwächeren Franken profitieren. Entsprechend legte der Schweizer Aktienmarktindex SMI mit rund 5% ebenfalls kräftig zu (Abbildung 2).

Die Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen von Industrieländern liegen gegenüber Mitte Jahr nahezu unverändert auf niedrigen Niveaus. Obwohl sich in den USA die Normalisierung der Leitzinsen fortsetzt und die Fed mit der Bilanzreduktion begonnen hat, sind auch die längerfristigen US-Renditen bislang nur minimal angestiegen.

Am Devisenmarkt setzte der US-Dollar den zu Jahresbeginn eingesetzten Abwärtstrend zunächst fort. Mit der voranschreitenden geldpolitischen Normalisierung der amerikanischen Notenbank und der Aussicht auf eine Steuerreform wurde der US-Dollar ab Herbst wieder etwas stärker (Abbildung 3). Wie bereits von Thomas Jordan erwähnt, trugen die geringere politische Unsicherheit und die erfreuliche wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone zu einer Aufwertung des Euro bei. In diesem Umfeld verlor der Schweizer Franken seit Mitte Jahr handelsgewichtet rund 5%. Ein Grossteil der Abschwächung vollzog sich in wenigen Tagen Ende Juli. Diese Abschwächungsbewegung war im Markt jedoch breit abgestützt und erfolgte bei guter Marktqualität. Sie setzte sich in den folgenden Monaten noch fort.

Insgesamt ist die Situation am Devisenmarkt aber weiterhin fragil. Trotz des positiven Marktumfeldes hat sich der Franken in den letzten Wochen nicht mehr abgeschwächt. Das Risiko einer erneuten Aufwertung des Frankens bleibt bestehen, insbesondere im Fall einer Rückkehr der Risikoaversion im Markt. Ein Blick auf die Optionsmärkte zeigt, dass Anleger weiterhin bereit sind, eine höhere Prämie für eine Absicherung gegen eine Frankenaufwertung als gegen eine Frankenabwertung zu zahlen (Abbildung 4).

## Reformstand bei den Referenzzinssätzen

Nun komme ich zum Reformstand bei den Referenzzinssätzen.

Die britische Finanzmarktaufsicht Financial Conduct Authority (FCA) kündigte im Juli dieses Jahres an, dass sie den Fortbestand des Libors nach 2021 nicht mehr gewährleisten wird. Ursache dafür ist, dass die dem Libor zugrundeliegenden Geldmarktgeschäfte – ungedeckte Kredite zwischen Banken – seit Jahren nur noch in geringem Ausmass getätigt werden. Die FCA wird nur noch bis Ende 2021 von ihrer Kompetenz Gebrauch machen, Panel-Banken zur Teilnahme am Libor-Panel zu verpflichten. Danach kann nicht mehr ausgeschlossen werden, dass der Libor aufgrund von Austritten von Panel-Banken relativ rasch wegfällt. Die Zeit bis zum Ende 2021 soll nun von den Marktteilnehmern für eine geordnete Ablösung des Libors genutzt werden.

Der Libor ist nach wie vor einer der wichtigsten Referenzzinssätze weltweit. Eine Vielzahl von Kredit- und Derivatverträgen verwendet diesen Zinssatz. Eine wichtige Rolle spielt insbesondere die auf dem Libor basierende Zinsswapkurve. Bei Zinsswaps handelt es sich um Derivatgeschäfte, bei welchen langfristige und fixe gegen kurzfristige und variable Zinszahlungen getauscht werden. Die variablen Zinssätze beziehen sich in der Regel auf den

## Mediengespräch

Libor. Solche Swapkontrakte können sich auf Laufzeiten von mehreren Jahren oder Jahrzehnten beziehen. Die Zinsswapkurve erstreckt sich somit über das ganze Laufzeitspektrum von Finanzgeschäften.

Auch in der Schweiz wird der Libor – der Franken-Libor – breit verwendet. Gemäss einer SNB-Umfrage zur Kreditvergabe dienen der Libor und die auf ihm aufgebaute Zinsswapkurve bei einem Grossteil der Frankenkredite als Grundlage für die Zinsbestimmung. Die Zinsswapkurve spielt zudem eine wichtige Rolle für die Preisbildung am Franken-Kapitalmarkt.

Aufgrund der grossen Bedeutung des Libors stellt dessen Ablösung Finanzmarktteilnehmer vor grosse Herausforderungen. Der Prozess wird international und national durch verschiedene Gremien, in denen Marktteilnehmer und Behörden vertreten sind, koordiniert und unterstützt.

Mit Blick auf das mutmassliche Ende des Franken-Libors hat die nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze den sogenannten SARON (Swiss Average Rate Overnight) als Alternative empfohlen. Der SARON reflektiert die Zinskonditionen für wertpapierbesicherte Geldmarktgeschäfte mit einer Laufzeit von einem Tag. Er wird aus effektiven Transaktionen und verbindlichen Preisstellungen einer Vielzahl von Marktteilnehmern und nach einem standardisierten und transparenten Verfahren berechnet. Damit liefert er ein getreues Abbild der Marktverhältnisse. Seit April dieses Jahres werden Preise für Zinsswaps basierend auf dem SARON gestellt. Der entsprechende Markt muss sich noch etablieren. Eine SARON-basierte Zinsswapkurve könnte dereinst durchaus zur Preisgrundlage für Anleihen und Kredite werden.

Ob der SARON breite Verwendung findet und eine geordnete Ablösung des Libors stattfindet, liegt letztlich in der Verantwortung und in den Händen der Finanzmarktteilnehmer. Sie müssen auf einen möglichen Wegfall des Libors ab 2021 vorbereitet sein. Unter anderem gilt es zu regeln, wie mit bestehenden Verträgen, die auf den Libor referenzieren, umgegangen werden soll.<sup>1</sup>

Bekanntlich benützt auch die SNB den Franken-Libor, und zwar als Referenzzinssatz für die Geldpolitik. Was wir heute schon sagen können: Das Ende des Franken-Libors hätte keine Auswirkung auf die Ausrichtung unserer Geldpolitik. Die SNB wird zu gegebener Zeit die notwendigen Anpassungen bekanntgeben.

---

<sup>1</sup> Weitere Informationen dazu befinden sich auf unserer Website unter [https://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/fmkt\\_benchm/id/finmkt\\_reformrates](https://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/fmkt_benchm/id/finmkt_reformrates).

Mediengespräch

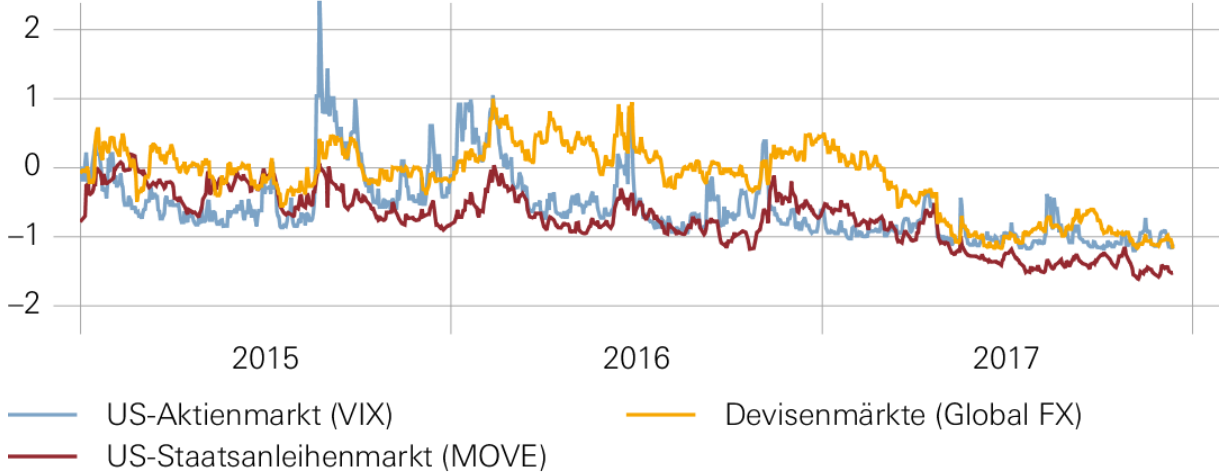
---

### ABB. 1: IMPLIZITE FINANZMARKT-VOLATILITÄTEN

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

---

Std. Abw.

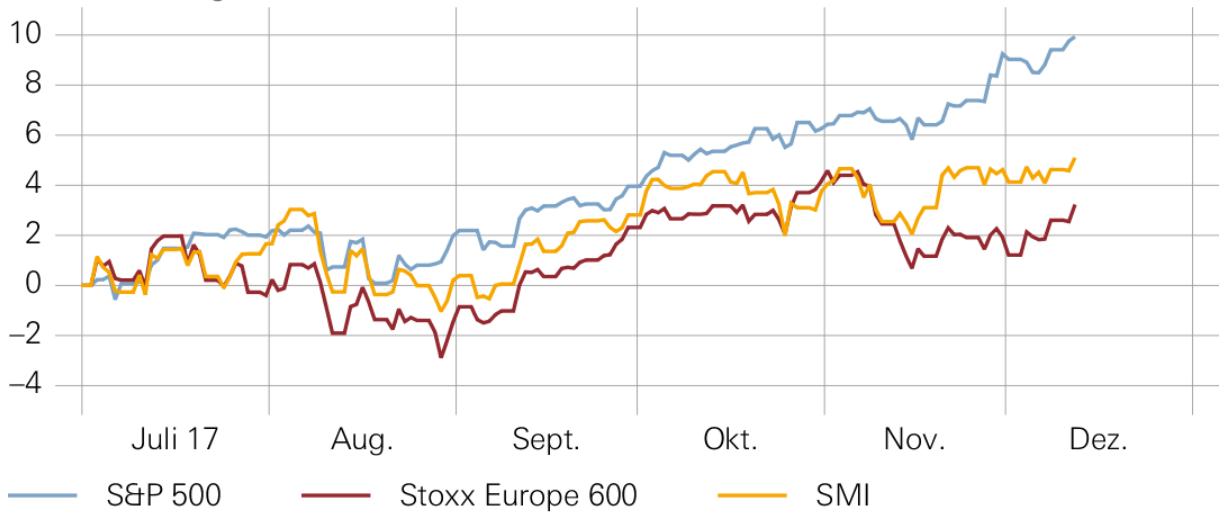


Quellen: SNB, Bloomberg, CBOE, Merrill Lynch, JP Morgan

---

### ABB. 2: GLOBALE AKTIENMÄRKTE

% (Veränderung seit 30.06.2017)

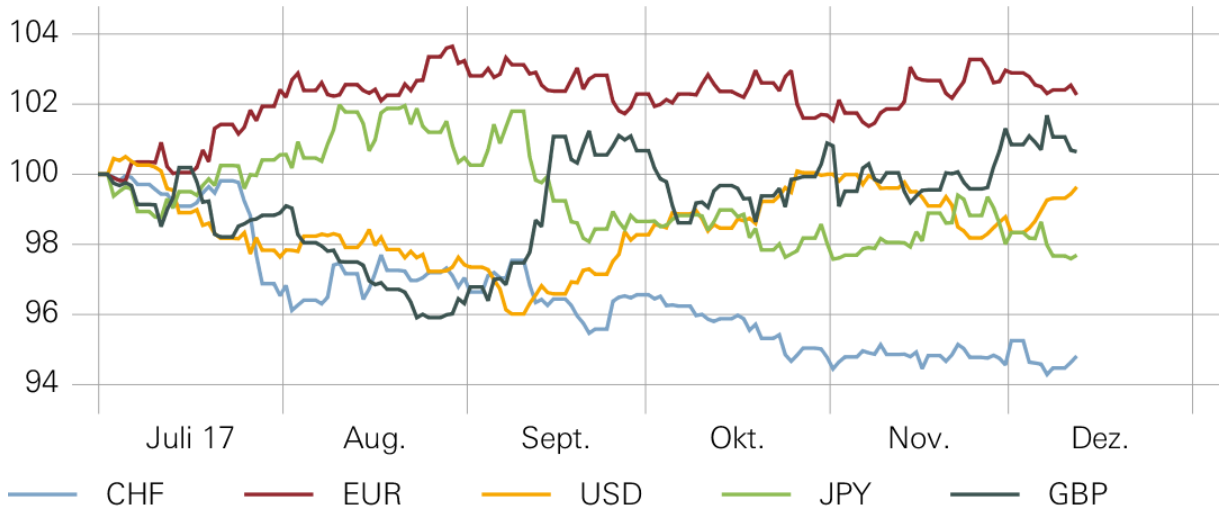


Quellen: Bloomberg, SNB

Mediengespräch

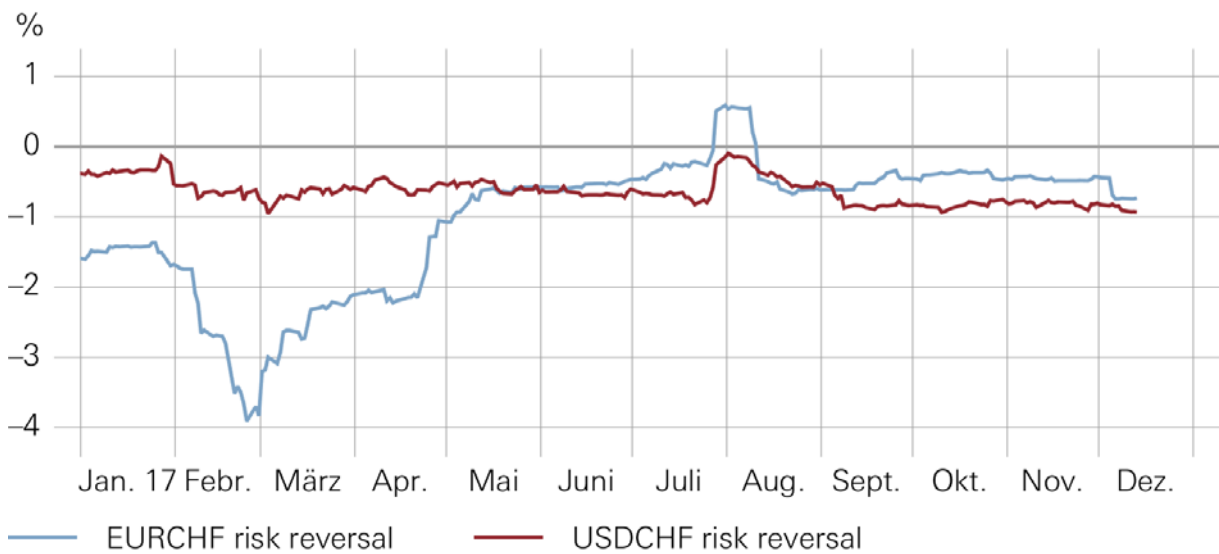
**ABB. 3: HANDELSGEWICHTETE WECHSELKURSE**

Index (30.06.2017 = 100)



Quellen: Bloomberg, JP Morgan, SNB

**ABB. 4: 3-MONATS RISK REVERSALS**



Quellen: SNB, Bloomberg