

Mediengespräch

Bern, 18. Juni 2009

Einleitende Bemerkungen von Thomas Jordan

Die Finanzkrise hinterlässt weltweit immer deutlichere Spuren bei der Umsetzung der Geldpolitik und der Zusammensetzung der Notenbankbilanzen. Zum einen ist der Spielraum bei der konventionellen Geldpolitik praktisch aufgebraucht und unkonventionelle Massnahmen kommen zum Einsatz. Zum anderen müssen einige Zentralbanken die illiquiden Aktiven bewirtschaften, die sie vom Bankensystem aus Stabilitätsüberlegungen übernommen haben. Dies trifft beides auch auf die Nationalbank zu. Nach einer kurzen Einschätzung über die Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten werde ich daher auf die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen der SNB eingehen und danach auf den SNB Stabfund zu sprechen kommen. Am Schluss werfe ich einen Blick auf die mit diesen Aktivitäten verbundenen Risiken für die SNB.

Lage an den internationalen Finanzmärkten

Nachdem die Aktienmärkte in den ersten Wochen dieses Jahres weltweit auf Mehrjahrestiefstwerte gefallen waren, lösten überraschend gute Zahlen aus dem amerikanischen Bankensektor Mitte März einen Stimmungsumschwung aus. Die Aktienmärkte konnten seither kräftige Kursgewinne verzeichnen. Auch in andern Finanzmarktsegmenten kam es zu einer deutlichen Erholung.

Die Abwärtsspirale, die mit der Insolvenz von Lehman Brothers im September letzten Jahres einsetzte und die für kurze Zeit sogar drohte, das globale Finanzsystem in den Abgrund zu reissen, ist somit zum Stillstand gekommen. Waren die Preise vieler Anlagen in den vergangenen Jahren auf nicht nachhaltige Höhen gestiegen, so fielen sie in den Turbulenzen dieses Winters auf extrem tiefe Niveaus. Der steile Anstieg der Finanzmärkte seit März ist teilweise auch als Korrektur der vorangegangenen Übertreibungen nach unten zu sehen. Zur Beruhigung beigetragen haben dürfte auch die weltweit äusserst expansive Geldpolitik.

Die Erholung an den Finanzmärkten darf aber nicht über die anhaltend grossen Unsicherheiten hinwegtäuschen. Die Nachhaltigkeit des Stimmungswandels ist noch nicht gesichert. Dementsprechend gross bleibt das Risiko von Rückschlägen.

Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen der Nationalbank

An unserer Lagebeurteilung im März waren wir mit der Notwendigkeit konfrontiert, den Expansionsgrad unserer Geldpolitik nochmals deutlich auszuweiten. Da die Repo-Sätze mittlerweile praktisch bei Null lagen, mussten wir zu diesem Zweck unkonventionelle geld-

Bern, 18. Juni 2009

2

politische Massnahmen ergreifen. Wir entschlossen uns, einerseits längerfristige Repo-Geschäfte abzuschliessen sowie andererseits Devisen und Frankenobligationen zu kaufen. Indem wir bei Bedarf gleichzeitig auf dem Geld-, Devisen- und Kapitalmarkt intervenieren, kann ein breit abgestützter und starker geldpolitischer Impuls erzeugt werden, ohne dass es auf den jeweiligen Märkten zu grossen Verzerrungen kommt. Lassen Sie mich zu unseren Devisen- und Obligationenkäufen einige Anmerkungen machen.

Erwerb von Devisen

Mit dem Kauf von Devisen wollen wir eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro verhindern. Dies ist der wichtigste Teil unserer unkonventionellen Geldpolitik. Dabei gilt es festzuhalten, dass unsere Deviseninterventionen nicht auf eine Abwertung des Frankens zielen, sondern eine Versicherung gegen eine weitere Aufwertung als Folge der Safe-Haven-Funktion des Frankens darstellen. Demzufolge trifft auch der vereinzelt erhobene Vorwurf nicht zu, dass die SNB mit ihrer Politik einem internationalen Abwertungswettbewerb Vorschub leiste. Ein Blick auf die Wechselkursentwicklung zeigt die deutliche Aufwertung des Frankens im Verlauf der Finanzmarktkrise (Abbildung 1). Von einer Beggar-Thy-Neighbour-Politik der SNB kann daher keine Rede sein.

Bei der Umsetzung unserer Devisenmarktinterventionen lassen wir uns grossen Freiraum. Es existiert keine fixe Schwelle, ab welcher wir aktiv werden, sondern wir entscheiden situativ. Wir wollen die Märkte nicht an ein bestimmtes Interventionsniveau gewöhnen. Davon versprechen wir uns die grösstmögliche Wirkung, und dies dürfte auch einen späteren Ausstieg aus dieser Strategie vereinfachen. Zudem äussern wir uns nicht zum Umfang der Devisenkäufe.

Die Devisenkäufe – es handelt sich dabei um unsere ersten unilateralen Interventionen am Devisenmarkt seit 1992 – haben ihren Zweck erfüllt. Die Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro, die in dieser Krise für unsere Realwirtschaft besonders gefährlich ist, konnte gestoppt werden, und die Volatilität des EURCHF-Kurses ist deutlich zurückgegangen (Abbildung 2).

Falls nötig werden wir weiter am Devisenmarkt intervenieren, um eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Die SNB befindet sich dabei in einer Position der Stärke. In einem Nullzinsumfeld und bei einer Politik der quantitativen Lockerung sitzen wir gegenüber Marktteilnehmern, die auf eine Aufwertung des Frankens setzen, am längeren Hebel. Wir müssen bei unseren Interventionen weder auf ein bestimmtes Zinsniveau Rücksicht nehmen noch die Ausdehnung der Geldmenge neutralisieren.

Bern, 18. Juni 2009

3

Erwerb von Franken-Obligationen

Mit dem Erwerb von Franken-Obligationen privater inländischer Schuldner wollen wir die Risikoaufschläge am Kapitalmarkt senken und dadurch die Kapitalaufnahme privater Schuldner erleichtern. Dabei versuchen wir situationsgerecht, mit minimalem Kapitaleinsatz die grösstmögliche Wirkung auf die Risikoaufschläge und die Kapitalmarktliquidität zu erzielen. Wir wollen keine Einzelfirmen bevorzugen, sondern generell die Refinanzierung der Unternehmen in der Schweiz erleichtern.

Indem wir Käufe auch am Primärmarkt tätigen, fördern wir die Neuaufnahme von Kapital ganz direkt. Zunächst haben wir unsere Käufe auf Pfandbriefanleihen beschränkt. Seit Anfang April erwerben wir auch Unternehmensanleihen. In diesen beiden Segmenten versprechen wir uns die grösste Wirkung auf den Gesamtmarkt. Grundsätzlich kaufen wir nur marktgängige Anleihen und bezahlen Marktpreise. Abgesehen von den Pfandbriefen erwerben wir keine Anleihen von Finanzinstituten. Per Mitte Juni summierten sich unsere Käufe auf rund 2,5 Mrd. CHF an Pfandbriefanleihen und rund 300 Mio. CHF an Unternehmensanleihen. Es ist geplant, mit gezielten Käufen bis auf weiteres fortzufahren. Wir haben diesbezüglich keine Mengenbeschränkung festgelegt.

Auch die Obligationenkäufe scheinen ihren Zweck erfüllt zu haben. Die Risikoaufschläge sind deutlich zurückgekommen (Abbildung 3). Wir konnten dabei allerdings auch von einer günstigen Stimmung an den Finanzmärkten profitieren. Die Tatsache, dass in den vergangenen Wochen mehrere Emittenten erstmals seit längerem wieder den Weg an den Emissionsmarkt gefunden haben, zeugt ebenfalls von der Wirkung unseres Vorgehens.

SNB StabFund

Die seit Ankündigung des UBS-Massnahmenpakets eingetretene Marktentwicklung zeigt, dass die Übertragung illiquider Aktiva von der UBS an den StabFund der Nationalbank zweckmässig und absolut notwendig war. Wären diese Aktiven bei der UBS verblieben und zu Marktpreisen bewertet worden, hätte dies für die UBS in den vergangenen Monaten eine existenzbedrohende Gefährdung dargestellt.

Wir haben Anfangs April die Übertragung der Aktiven abgeschlossen. Insgesamt wurden letztlich Aktiven im Umfang von 38,7 Mrd. US-Dollar übertragen. Der Übernahmepreis lag dabei rund 1 Mrd. US-Dollar unter den Buchwerten der UBS per Ende September 2008. In diesen 38,7 Mrd. US-Dollar sind auch beträchtliche Verpflichtungen in Form von Derivaten enthalten, die im Moment noch keiner Finanzierung seitens der SNB bedürfen. Die Initialfinanzierung des StabFund lag daher deutlich unter dem Übernahmepreis. Sie bestand aus einem Kredit der SNB an den StabFund von 26,6 Mrd. US Dollar und der von der UBS finanzierten Eigenkapitaltranche von 3,9 Mrd. US-Dollar.

Das Portfolio des StabFund umfasst mehrere Tausend Positionen. Tabelle 1 gibt eine Übersicht über das Portfolio und dessen Aufteilung in Anlagesegmente. Das Bewirtschaftungskonzept baut auf einer langfristigen Ertrags- und Risikobetrachtung auf. Bei Aktiven, bei denen der erwartete Cash-Flow den aktuellen Marktpreis übersteigt, verfolgen wir tendenziell eine Hold-to-Maturity-Strategie. Bei Aktiven, bei denen dies nicht der Fall ist, werden

Bern, 18. Juni 2009

4

wir Verkaufsgelegenheiten wahrnehmen. Ziel der Bewirtschaftung ist es, das Darlehen der SNB wenn immer möglich vollumfänglich zurückzubezahlen.

Die bisherige Marktentwicklung hat die Aktiven des StabFund stark getroffen. Zwar müssen wir einen Grossteil der Aktiven nicht zu Marktwerten bilanzieren. Vielmehr müssen wir diese Aktiven nur dann wertberichtigen, wenn der bilanzierte Wert aufgrund eines Werthaltigkeitstests nicht mehr als nachhaltig gilt. Aber auch mit dieser sog. Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten hat der StabFund per Ende März bereits sein Eigenkapital aufgebraucht. Bis zu diesem Zeitpunkt mussten Wertberichtigungen im Umfang von rund 5 Mrd. US-Dollar vorgenommen werden. Dennoch sind die Aussichten intakt, dass der StabFund das Darlehen letztlich zurückbezahlen kann. Zum einen können sich die Märkte wieder erholen. Die positiveren Entwicklungen im April und Mai unterstützen diese Sicht. Zum andern generieren die Aktiven bisher relativ robuste Cash Flows.

Aufgrund von Zins- und Rückzahlungen konnte der Kredit der SNB bereits merklich reduziert werden. Er betrug per Mitte Mai noch 23,7 Mrd. US-Dollar. Zudem hat auch die ursprüngliche Grösse des StabFunds aufgrund von Auflösungen von Derivatverpflichtungen, von Verkäufen und von Fälligkeiten um rund 6,7 Mrd. US-Dollar abgenommen. Mitte Mai betrug die Grösse des StabFunds bewertet zu Anschaffungskosten noch rund 32 Mrd. US-Dollar, darunter rund 4 Mrd. US-Dollar an Eventualverpflichtungen aus Derivaten. Eine nächste Beurteilung der Wertentwicklung der Aktiven des StabFund wird per Ende des zweiten Quartals vorgenommen.

Der Kredit der SNB an den StabFund ist zu rund 80% in Dollar denominiert. Ursprünglich refinanzierte die SNB den Dollarkredit an den StabFund vollumfänglich über die bestehende Swap-Fazilität mit der Federal Reserve Bank. Mittlerweile ist dieser Anteil auf unter 20% gefallen und beträgt nur noch rund 3 Mrd. US-Dollar. Demgegenüber beträgt das ausstehende Volumen bei den SNB US Dollar Bills, die im Februar 2009 zur Refinanzierung des Darlehens der SNB an den StabFund lanciert wurden, bereits 15 Mrd. USD. Neben diesen kurzfristigen Finanzierungsoperationen konnte die SNB mehrjährige Depotgeschäfte im Umfang von 4 Mrd. US-Dollar abschliessen. Es ist geplant, die Beanspruchung der Swap-Fazilität mit der Federal Reserve Bank weiter abzubauen.

Risiken

Die Risiken der SNB aus dem StabFund-Engagement sind zwar substantiell, aber angesichts der Stärke der SNB-Bilanz verkraftbar. Insbesondere möchte ich betonen, dass das Engagement der SNB bedeutend geringer ist als die in der Öffentlichkeit immer noch oft genannten 60 Mrd. US-Dollar. Die SNB sieht sich aufgrund ihres Kredits an den StabFund weder in ihrer Risikofähigkeit noch in ihrer geldpolitischen Handlungsfähigkeit eingeschränkt. Auch aus den unkonventionellen Massnahmen ergeben sich für die SNB zusätzliche Bilanzrisiken in Form von Zins-, Währungs- und Kreditrisiken. Unsere Analysen zeigen aber, dass diese im Kontext der Gesamtbilanz relativ gering sind.

Die SNB ist sich sehr wohl bewusst, dass die unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen neben den Bilanzrisiken auch weitere Risiken aller Art mit sich bringen. Dazu gehören die Schwierigkeiten, den geldpolitischen Impuls richtig zu bemessen und den Ausstieg aus

Bern, 18. Juni 2009

5

den unkonventionellen Massnahmen optimal zu gestalten. Ebenso wie beim StabFund sind wir aber auch hier davon überzeugt, dass wir diese Risiken eingehen müssen, um andere, grössere Risiken abzuwenden. Aussergewöhnliche Umstände erfordern aussergewöhnliche Massnahmen. Die Finanzmarktkrise bestätigt uns in der Haltung, dass die SNB über eine starke Eigenmitteldecke und ein gut ausgebautes geldpolitisches Instrumentarium verfügen muss, um jederzeit handlungsfähig zu sein.

Abbildung 1. Effektiver Wechselkurs des Franks

— exportgewichtet gegenüber 24 Handelspartnern, nominal, 1.2007=100



Quelle: SNB Markets Analysis Platform

Abbildung 2. EURCHF und Wechselkursvolatilität

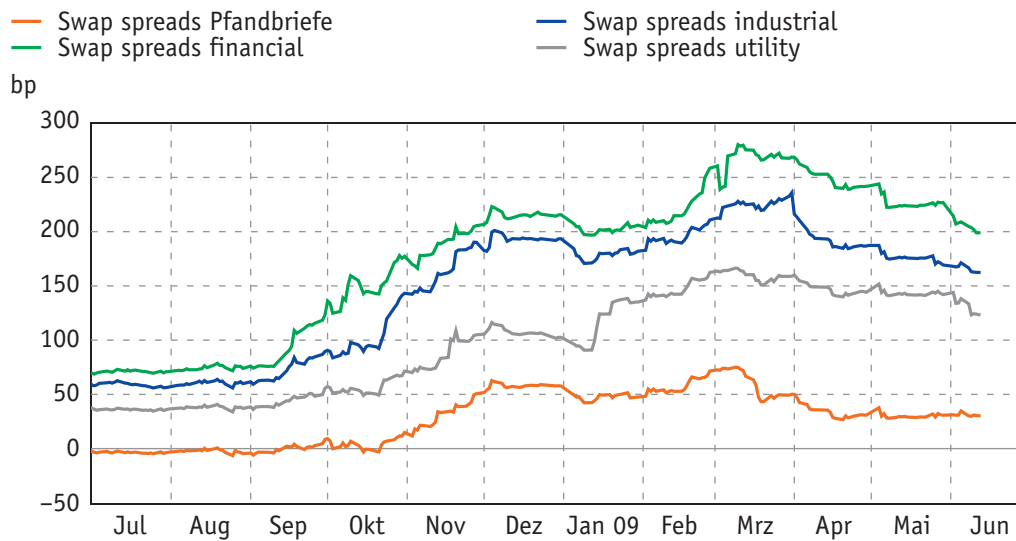
— implizite Volatilität EURCHF 3M — EURCHF (rechte Skala)



Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

Bern, 18. Juni 2009

6

Abbildung 3. Swap spreads

Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Credit Suisse

Tabelle 1. Anlagen des StabFund zu Transferpreisen (per 30.9.2008)	
USA Total	25.5
RMBS	9.6
Residential Loans	0.6
CMBS	4.4
Commercial Real Estate Loans	2.4
ABS Consumer	2.0
ABS other	1.8
CDO	3.2
Corporates	0.5
Student Loans (Loans and ABS)	0.9
Europa Total	12.9
RMBS	5.4
Residential Loans	0.6
CMBS	2.2
Commercial Real Estate Loans	0.5
ABS other	1.3
CDO	2.9
Japan Total	0.3
Commercial Real Estate Loans	0.3
Total Anlagen	38.7