

## Mediengespräch

Genf, 17. Juni 2010

### Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Danthine

Wie meine beiden Vorreferenten bereits betont haben, sind die Signale hinsichtlich der Wirtschaftslage eher positiv und deuten auf eine raschere Erholung als erwartet hin. Die Informationen zu den Finanzmärkten sind allerdings weniger erfreulich. Darauf werde ich im ersten Teil meines Referats etwas näher eingehen. Den zweiten Teil werde ich den Entwicklungen widmen, die bei der Umsetzung der Geldpolitik in den letzten Monaten eingetreten sind. Diese ergaben sich aus den unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen, die von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) ergriffen wurden, um die Auswirkungen der Finanzkrise zu bekämpfen und die Preisstabilität auftragsgemäss zu gewährleisten.

#### *Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten*

Auf die Phase der Beruhigung, die seit dem Frühjahr 2009 an den internationalen Märkten herrschte, folgte ab dem zweiten Quartal 2010 eine neue Periode der Unsicherheit. In der Tat hat sich die Lage an den Finanzmärkten seit April 2010 verschlechtert: Die Aktienkurse gaben wieder nach, die Kreditrisiken nahmen erneut zu und an den wichtigsten Devisenmärkten erhöhte sich die Instabilität. Wie Philipp Hildebrand ausgeführt hat, ist der erneute Anstieg der Unsicherheit hauptsächlich damit verbunden, dass die Investoren Zweifel haben an der Fähigkeit einiger Staaten, ihre Schulden zu bedienen. Diese Skepsis führte zu einer deutlichen Erhöhung der Risikoprämien auf den Schulden der betreffenden Länder. So mussten diese Länder umfangreiche Sparpläne ausarbeiten. Diese Situation belastet die Finanzmärkte, obwohl die Konjunkturdaten derzeit weltweit eher erfreulich sind. Tatsache ist, dass die zurzeit an den Märkten festgestellte Ungewissheit hoch ist, auch wenn sie nicht das selbe Ausmass wie während der letzten Krise erreicht. Beispielsweise sind der VIX – ein Index, der die Ungewissheit am Aktienmarkt ausdrückt – und der CDX – ein Index, der das Kreditrisiko misst – wieder deutlich gestiegen, doch sie liegen klar unter dem Niveau, das Ende 2008 auf dem Höhepunkt der Subprime-Krise notiert wurde (siehe Abbildung 1).

Die Skepsis bezüglich der Finanzlage gewisser europäischer Staaten führte zu Spannungen am US-Dollar-Interbankenmarkt. Als Reaktion auf diese Entwicklung haben mehrere Zentralbanken, unter ihnen auch die SNB, die Swap-Fazilitäten im Einvernehmen mit dem FED wieder eingeführt, damit die Märkte gegebenenfalls mit der nötigen US-Dollar-Liquidität versorgt werden können. In der Schweiz blieb die Lage am Interbankenmarkt ruhig. Die hohen Giro Guthaben haben sogar die Zinssätze für Interbankengeschäfte in Schweizer Franken sinken lassen. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, fielen am Franken-

Genf, 17. Juni 2010

2

Interbankenmarkt auch die Risikoprämien. Sie bildeten sich im Mai um mehr als die Hälfte zurück, während die Risikoprämien am US-Dollar-Interbankenmarkt wieder anstiegen.

Wie die Unsicherheit ist auch die Risikoaversion der Investoren in den letzten Monaten gestiegen. In der Folge kam es zu Kapitalverschiebungen, wobei die Anleger diejenigen Investitionen suchten, die ihnen am sichersten schienen (flight to quality). Diese Entwicklung kam zum Beispiel im Anstieg des Goldpreises zum Ausdruck, der sich im Februar 2010 beschleunigte. Im Mai erreichte der Goldpreis in Schweizer Franken einen Höchststand.

Die Verschiebung von Kapital hin zu Anlagen, deren Risiko als gering eingeschätzt wird, wirkte sich auch auf die Schweiz aus. Unser Markt gilt traditionellerweise bei den Investoren als sicherer Hafen (safe haven). Die Flucht in den Franken wurde dadurch noch verstärkt, dass sich die Schweiz bisher als wirtschaftlich krisenresistenter erwies als manch andere Industrienation. In der Folge geriet der Franken unter Aufwärtsdruck, so dass die SNB am Devisenmarkt wiederholt intervenierte. Die Liquidität, die sie dabei dem Markt zuführte, liess die Franken-Zinssätze vor allem für kurze Laufzeiten sinken. Zudem fiel auch die Rendite der zehnjährigen Bundesobligationen im Mai 2010 unter die Marke von 1,50%. Der Vollständigkeit halber ist anzumerken, dass der Franken nicht die einzige Währung war, welche sich aufwertete; auch der Yen, der US-Dollar und die Währungen der nordischen Länder haben gegenüber dem Euro zugelegt.

#### *Anlage von Devisenreserven*

Wie bereits von Philipp Hildebrand festgehalten, musste die SNB, um die Finanzkrise zu bewältigen und dem Deflationsrisiko entgegenzuwirken, sogenannte unkonventionelle geldpolitische Massnahmen ergreifen. Als Folge davon erhöhte sich die Bilanzsumme der SNB. Die Zunahme erfolgte in zwei Etappen: Zuerst schloss die SNB während der Krise Euro-Franken-Devisenswaps ab; danach intervenierte sie am Devisenmarkt, um die Aufwertung des Frankens zu bekämpfen. Daneben kaufte die Nationalbank im Rahmen der unkonventionellen Massnahmen auch Franken-Obligationen privater inländischer Schuldner und verlängerte vorübergehend die Laufzeit ihrer Repogeschäfte.

Heute möchte ich über die Auswirkungen der Devisenmarktinterventionen auf die SNB Bilanz sprechen. Die Interventionen bestanden aus Käufen von Euro und – in geringerem Mass – US-Dollar. In der Folge kam es zu einem bedeutenden Anstieg der Devisenreserven der SNB, welche sich von 95 Mrd. Franken im Dezember 2009 auf über 230 Mrd. Ende Mai 2010 erhöhten.

Die von der SNB bei den Interventionen gekauften Devisen wurden in Wertpapiere angelegt. Die Anlagepolitik der SNB ist auf die Kriterien Sicherheit und Liquidität, aber auch Ertrag ausgerichtet. Um die Anforderungen in Bezug auf Sicherheit und Liquidität zu erfüllen, kauft die SNB hauptsächlich liquide Wertpapiere von sehr guter Qualität. Alle Anlagen beruhen auf einer Diversifikationsstrategie, bei der zum Teil auch potenziell grösseren Ereignissen Rechnung getragen wird, auch wenn sie nur eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit haben. Insgesamt strebt die SNB eine hohe Widerstandsfähigkeit ihrer Bilanz an. Der Vollständigkeit halber möchte ich noch erwähnen, dass angesichts der zusätzlich geäufteten US-Dollar-Reserven die Ausgabe von

Genf, 17. Juni 2010

3

SNB USD Bills, die im Februar 2009 im Hinblick auf die Finanzierung des Darlehens an den StabFund begonnen hatte, heute überflüssig geworden ist. Die letzte SNB USD Bills Emission erfolgt am 21. Juni 2010.

Wie bereits Philipp Hildebrand betont hat, bergen die Devisenbestände der SNB ein gewisses Klumpenrisiko; die geldpolitischen Überlegungen bleiben aber prioritär. Es gilt festzuhalten, dass dank der Diversifikation auf dem gesamten Portfolio der SNB seit Anfang Jahr kein Verlust verzeichnet wurde. Diese Situation ist insbesondere den Devisenanlagen, die nicht in Euro gehalten werden, zuzuschreiben, sowie den Anlagen in Gold, die für die SNB im übrigen eine der bedeutendsten Risikoquellen darstellen. Des Weiteren dürften allfällige Währungsverluste langfristig zumindest teilweise durch den Ertrag kompensiert werden, der mit den Devisenanlagen erzielt wird. Schliesslich soll noch daran erinnert werden, dass die SNB beträchtliche Rückstellungen aufgebaut hat, um allfälligen zukünftigen Verlusten vorzubeugen.

#### *Übergang von einem Liquiditätsdefizit zu einem Liquiditätsüberschuss im Finanzsystem*

Durch die unkonventionellen Massnahmen, mit denen die SNB die Auswirkungen der Krise und die Deflationsgefahr bekämpfte, wurde dem Finanzsystem sehr viel Liquidität zugeführt. Als Folge davon ist aus dem anfänglichen Liquiditätsdefizit nach und nach ein Liquiditätsüberschuss geworden. So mussten sich die Banken vor der Krise bei der SNB die Liquidität beschaffen, die zur Erfüllung der Mindestreserveanforderungen nötig war. Heute verfügen sie über genügend Liquidität, um die gesetzlichen Bestimmungen einhalten zu können, und brauchen sich nicht bei der SNB zu finanzieren. Der Liquiditätsüberschuss dürfte noch längerfristig andauern.

Der Übergang von einem Liquiditätsdefizit zu einem Liquiditätsüberschuss ändert allerdings nichts am geldpolitischen Konzept der SNB. Sie konzentriert sich weiterhin darauf, den Dreimonats-Libor innerhalb des festgelegten Zielbands zu halten. Die Umsetzung der Geldpolitik indessen wurde der neuen Liquiditätssituation angepasst. In Phasen, in denen zu wenig Liquidität vorhanden ist, muss die SNB die Märkte mit Liquidität versorgen, um den Libor auf dem von ihr anvisierten Niveau zu halten; in Phasen, in denen zu viel Liquidität vorhanden ist, muss sie Liquidität von den Märkten abschöpfen, um den Libor auf dem anvisierten Niveau zu halten (siehe Abbildung 3). Die Verfahrensweise kann anhand eines Vergleichs erläutert werden: Als Bild dient ein Autolenker, der über einen Pass fährt. Beim Hinauffahren muss er das Gaspedal drücken, um die vorgegebene Geschwindigkeit einhalten zu können; beim Hinunterfahren muss er das Bremspedal drücken, um diese halten zu können.

#### *Geldpolitik mit SNB Bills und liquiditätsabschöpfenden Repo-Geschäften*

Die SNB ist nicht die einzige Zentralbank, die sich zurzeit mit einem Liquiditätsüberschuss konfrontiert sieht. Betroffen sind die meisten Zentralbanken, die unkonventionelle geldpolitische Massnahmen ergriffen haben. Sie alle verfügen aber über geeignete Instrumente, um den Liquiditätsüberschuss zu verringern. Die SNB hat sich nach Analyse der verschiedenen Möglichkeiten für zwei Instrumente entschieden: die SNB Bills und die liquiditätsabschöpfenden Repo-Geschäfte. Beide sind gänzlich mit unserem geldpolitischen

Genf, 17. Juni 2010

4

Konzept vereinbar. Bei Bedarf können jedoch auch noch weitere Instrumente beigezogen werden.

Ich möchte kurz auf die Funktionsweise der von der SNB gewählten Instrumente eingehen: Wie ich bereits erwähnt habe, ist die SNB bestrebt, den Dreimonats-Libor innerhalb eines bestimmten Zielbands zu halten. Die Höhe des Libors hängt vom Liquiditätsniveau an den Finanzmärkten ab. Bei einem Überschuss an Liquidität muss die SNB Mittel von den Märkten abschöpfen, um den Libor zu beeinflussen. Sie wendet dazu eine zweistufige Vorgehensweise an: Einerseits emittiert sie SNB Bills mit verschiedenen Laufzeiten. Die Banken oder Investoren, welche die Titel kaufen, bezahlen sie mit flüssigen Mitteln. Diese Liquidität wird somit dem Finanzsystem entzogen. Andererseits bietet die SNB liquiditätsabschöpfende Repo-Geschäfte an, um das abgeschöpfte Liquiditätsvolumen noch zu erhöhen. Bei einem liquiditätsabschöpfende Repo-Geschäft liefert die SNB Wertschriften an Banken und erhält im Gegenzug flüssige Mittel. Auf diese Weise entzieht sie dem Finanzsystem zusätzlich Liquidität. Die liquiditätsabschöpfenden Repo-Geschäfte haben eine Laufzeit von in der Regel einer Woche. Sie dienen folglich der kurzfristigen Steuerung der Liquidität. Die SNB Bills hingegen werden zur längerfristigen Liquiditätsbewirtschaftung (ein Monat und mehr) eingesetzt. Die SNB kann mit dem kombinierten Einsatz der beiden Instrumente bestimmen, wie viel Liquidität sie abschöpft, und auf diese Weise die Höhe des Dreimonats-Libors beeinflussen. Die SNB verwendet als geldpolitische Referenz weiterhin ein Zielband für den Dreimonats-Libor.

#### *Inanspruchnahme von SNB Bills und liquiditätsabschöpfende Repo-Geschäfte*

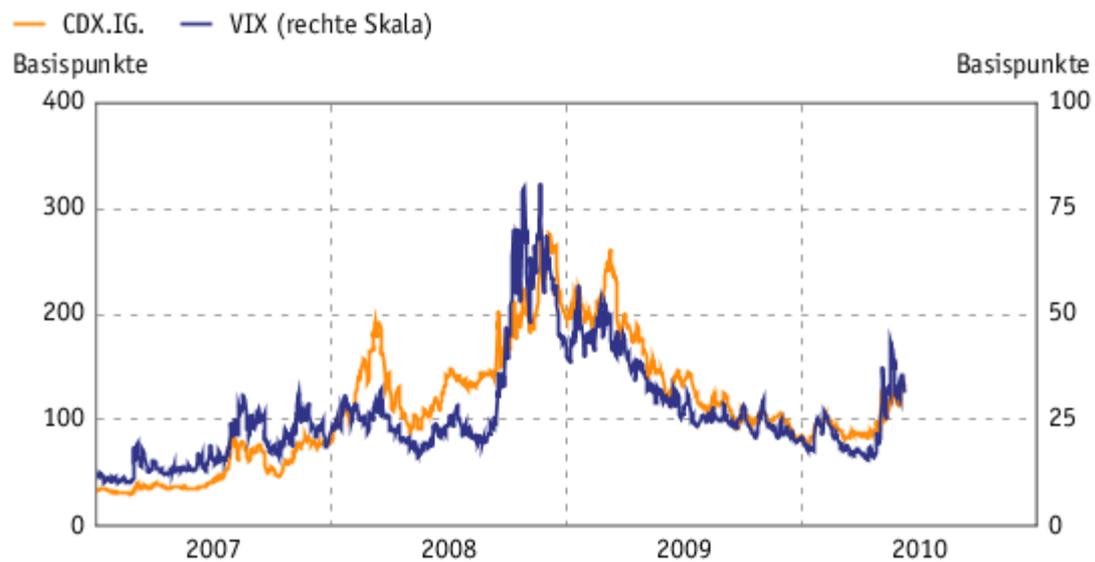
Seit Oktober 2008 werden SNB Bills ausgegeben. Seit Anfang Monat besteht auch ein Sekundärmarkt für den Handel mit diesen von der SNB ausgegebenen Titeln. Damit wird ihre Verfügbarkeit verbessert. Weitere Vorteile der SNB Bills sind die variablen Laufzeiten, dank denen den Bedürfnissen der Geldpolitik Rechnung getragen werden kann, und die hohe Flexibilität, die darauf zurückzuführen ist, dass SNB Bills in grossem Umfang ausgegeben werden können.

Der Einsatz der SNB Bills hat sich seit März dieses Jahres verstärkt. Bis anhin wurden SNB Bills mit Laufzeiten zwischen einer Woche und drei Monaten emittiert. Das ausstehende Volumen an SNB Bills betrug letzte Woche rund 80 Mrd. Franken. Dadurch konnten die Giroguthaben auf rund 70 Mrd. Franken reduziert werden. SNB Bills und liquiditätsabschöpfende Repo-Geschäfte zeichnen sich dadurch aus, dass sie flexibel eingesetzt werden können und zu einer wirksamen Umsetzung der Geldpolitik beitragen – in gänzlicher Übereinstimmung mit dem geldpolitischen Konzept der SNB, das vor mehreren Jahren eingeführt wurde und sich seitdem bewährt hat. Mit diesen Instrumenten kann die SNB in einem für ihre Partner vertrauten und stabilen Umfeld agieren. Sie ist aber auch bereit, die geldpolitischen Instrumente rasch anzupassen, falls die Entwicklung an den Finanzmärkten dies erfordert.

Genf, 17. Juni 2010

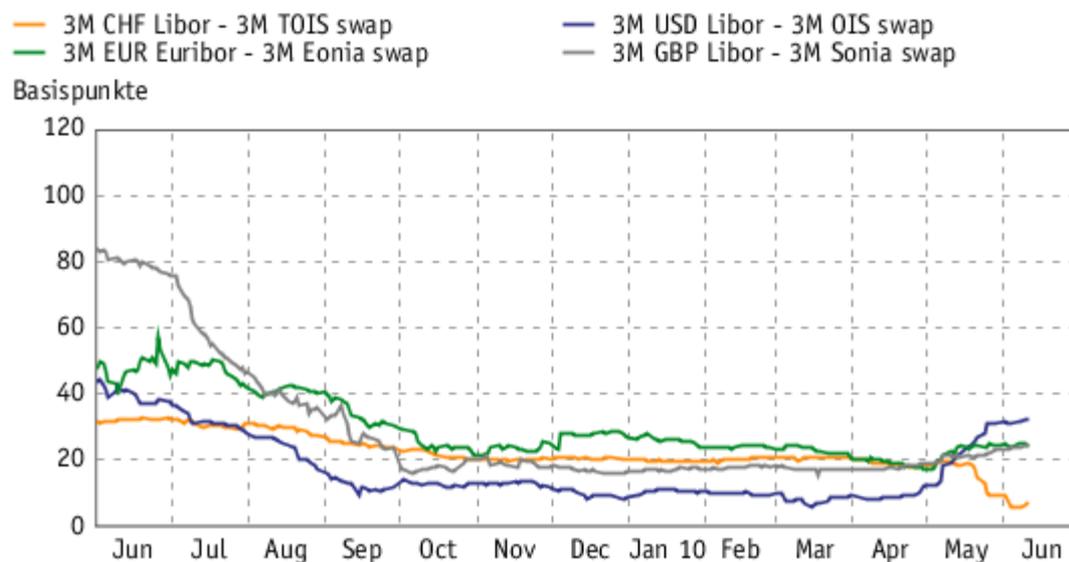
5

### Abbildung 1. Kreditrisiko und Unsicherheit am Aktienmarkt



Quellen: Bloomberg, SNB Markets Analysis Platform

### Abbildung 2. Risikoprämien Geldmarkt



Quellen: Bloomberg, SNB Markets Analysis Platform

**Abbildung 3. Vom Liquiditätsdefizit zum Liquiditätsüberschuss**

