

## Mediengespräch

Bern, 15. Dezember 2011

### Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Danthine

Ich möchte in meinen heutigen Ausführungen hauptsächlich drei Themenbereiche beleuchten. Zunächst kommentiere ich die ausgeprägte Marktvolatilität in diesem Sommer. Danach komme ich auf die Auswirkungen der von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) getroffenen Liquiditätsmassnahmen und des Mindestkurses auf unsere Geld- und Devisenmärkte zu sprechen. Schliesslich werde ich auf die Bewirtschaftung unserer Devisenreserven eingehen.

#### Ausgeprägte Marktvolatilität

Das zweite Halbjahr 2011 war bis anhin von ausserordentlich grosser Unsicherheit geprägt. Die Volatilität auf den Aktien-, Obligationen- und Devisenmärkten verstärkte sich deutlich. Sie ist Ausdruck der Sorge der Anleger über die Abschwächung des weltweiten Wirtschaftswachstums, die europäische Staatsschuldenkrise, die Auseinandersetzungen über die Schuldenobergrenze in den USA (debt ceiling) sowie die Widerstandsfähigkeit des internationalen Bankensystems.

Es gibt zahlreiche Zeichen dieser ausgeprägten Volatilität. Lassen Sie mich hierzu drei Beispiele aus jüngster Zeit erläutern. Erstens verdoppelte sich zwischen Juli und Anfang August dieses Jahres der Volatilitätsindex VIX, ein Mass für die Volatilität des S&P-500-Aktienindex, unvermittelt. Zweitens fiel zwischen Anfang Juli und Ende September der *MSCI World Index*, ein internationaler Referenzwert für die Aktienmärkte, um fast 20%. Im Oktober gewann er wieder an Boden, sank jedoch danach erneut. Als die Sorgen über die Zahlungsfähigkeit der Banken und die Kreditrisiken weiter zunahmen – die Banken stehen im Zentrum der Krise – fiel zwischen Anfang Juli und Ende September auch der als Benchmark geltende *MSCI World Banks Index* um über 25%. Drittens liess die wachsende Sorge über die Sicherheit von Unternehmens- und Staatsanleihen auch die Prämien, welche die Anleger gegen Zahlungsausfälle von Obligationen zahlen mussten, stark ansteigen. Wie die sinkende Kreditwürdigkeit wichtiger europäischer Unternehmen und von westeuropäischen Staatsanleihen wahrgenommen wurde, liess sich am ausserordentlich starken Anstieg mehrerer Leitindizes für Credit-Default-Swaps (CDS) für diese Märkte ablesen.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Der Markt iTraxx Europe Index, zum Beispiel, welcher ein Portfolio von 125 Investment-Grade-Unternehmen aus den sechs Sektoren Automobil, Konsumgüter, Energie, Finanzen, Industrie und TMT (Technologie, Medien und Telekommunikation) umfasst, hatte sich zwischen Juli und September mehr als

15. Dezember 2011

2

Der Devisenmarkt gab der SNB besonderen Anlass zur Sorge. Der Status des Schweizer Frankens als sicherer Hafen und der immer grösser werdende Mangel an sicheren Anlagealternativen führte zu massiven Bewegungen in unsere Währung, was die SNB zum Handeln gezwungen hat.

Anfang August lag der reale effektive Wechselkurs des Frankens schätzungsweise um nahezu 40% über dem seit 1990 beobachteten langfristigen Durchschnitt und erreichte damit seinen Höchststand.<sup>2</sup> Das Ausmass dieser Abweichung stellte ein im historischen Vergleich sehr seltenes Ereignis dar. So lag der Franken auf seinem früheren, gegen Ende 1995 erreichten Höchstwert «nur» um 12% über dem gleichen langjährigen Durchschnitt. Seit der Einführung des Euros 1999 erreichte die Volatilität des EUR/CHF-Wechselkurses durchschnittlich 5%, im August 2011 beinahe 30%.<sup>3</sup> Wie Grafik 1 zeigt, fielen auch drei der grössten je verzeichneten negativen Tagesbewegungen des EUR/CHF-Wechselkurses auf die Periode Juli bis September 2011. Seit der Einführung des Mindestkurses am 6. September fiel die EUR/CHF-Volatilität auf unter 10%. Sie bleibt jedoch im historischen Vergleich weiterhin hoch.

Die Einführung des Mindestkurses wirkte sich auch auf die dynamischen Eigenschaften des Frankens aus. Wie in der roten Säule auf der linken Seite von Grafik 2 dargestellt, existierte zwischen den Bewegungen des Frankens und jenen von Risikoindikatoren (z.B. VIX-Index) ein positiver Zusammenhang. Dies bedeutet, dass Anleger tendenziell Franken kaufen, wenn das wahrgenommene Risiko ansteigt. Ähnlich zeigt die blaue Säule links in der Grafik, dass die Korrelation zwischen den Bewegungen des Frankens und den Preisen für risikobehaftete Anlagen, z.B. für die im MSCI World Index enthaltenen Aktien, im historischen Vergleich negativ war. Mit anderen Worten gingen negative Marktentwicklungen oft mit einem stärker werdenden Franken einher. Wie rechts in Grafik 2 ersichtlich, scheint die Einführung des Mindestkurses einen bedeutenden Einfluss auf diese Korrelation gehabt zu haben.

### **Implementierung der Geldpolitik der SNB: Liquiditätsmassnahmen**

Am 3. August begann die SNB, Liquiditäts-Massnahmen gegen den massiv überbewerteten Franken zu ergreifen. Ich möchte auf diese Operationen noch etwas näher eingehen. Am 3. August kündigte die SNB an, dass sie das Zielband des Dreimonats-Libors von 0,00%–0,75% auf 0,00%–0,25% senken werde und zudem beabsichtige, die Sichtguthaben bei der SNB auszuweiten. Diese stiegen dann von rund 30 Mrd. auf mehr als 250 Mrd. Franken in der ersten Septemberwoche.

Wie in Grafik 3 ersichtlich, setzte die SNB eine Palette von bewährten Instrumenten ein, um den Frankengeldmarkt mit dieser ausserordentlich hohen Liquiditätsmenge zu

---

verdoppelt. Der iTraxx Sovereign Western Europe Index setzt sich aus 15 Sovereign-CDS in Europa zusammen und stieg über den gleichen Zeitraum um etwa 70%.

<sup>2</sup> Dies ist eine Annäherung des realen effektiven Wechselkurses unter der Annahme konstanter Gewichtungen und Teuerungsunterschiede.

<sup>3</sup> Annualisierte Volatilität berechnet über den Zeitraum eines Kalendermonats auf der Basis von täglichen Bewegungen.

15. Dezember 2011

3

versorgen. Erstens wurden liquiditätsabschöpfende Repogeschäfte (Reverse Repo) eingestellt. Dies führte dazu, dass der ausstehende Reverse-Repo-Bestand, der am 3. August noch 26 Mrd. Franken betragen hatte, eine Woche später auf null sank. Zweitens erneuerte die SNB fällig werdende SNB-Bills nicht mehr und begann mit dem Rückkauf der noch ausstehenden Papiere. Der Bestand sank von rund 110 Mrd. Franken Ende Juli kontinuierlich bis Ende August auf unter 45 Mrd. und belief sich Ende November auf 20 Mrd. Franken. Drittens begann die SNB am 10. August, Devisenswaps abzuschliessen, um die Liquidität zusätzlich auszuweiten. Diese Swaps erreichten Ende des dritten Quartals ein Volumen von rund 80 Mrd. Franken. Viertens kamen wieder liquiditätszuführende Repogeschäfte zum Einsatz, die im August rund 18 Mrd. und bis im November rund 33 Mrd. Franken dem Geldmarkt zuführten.

Diese ausserordentlichen Liquiditätsmassnahmen setzten die Zinssätze unter Druck. Entsprechend dem von der SNB angekündigten Ziel fiel der Dreimonats-Libor zwischen dem 2. August und dem 5. September von 17,5 Basispunkten auf einen Tiefpunkt von 0,3 Basispunkten (Grafik 4). Momentan ist er ungefähr auf dem Niveau von 5 Basispunkten. Es ist jedoch festzuhalten, dass im aktuellen Umfeld ungedeckte Geschäfte nur in beschränktem Volumen abgeschlossen werden. Die Bedeutung des Dreimonats-Libors als Referenzzinssatz bleibt aber bestehen, was sich unter anderem daran zeigt, dass derzeit alle Geldmarktsätze, wie der Libor selbst, nahe bei null liegen.

Auch die Zinskurve von Libor-Futures-Kontrakten ist seit Anfang August stark gesunken. Der Zinssatz für Kontrakte mit Verfall März 2012 fiel am 18. August auf  $-0,5\%$ . Die gesamte Kurve für die Periode bis zum September 2013 lag an diesem Tag auch unter der Nullmarke. Der im Preis für EUR/CHF-Swaps implizierte Dreimonatssatz sank auf einen Tiefstwert von  $-1,5\%$ .<sup>4</sup> Angesichts dieser Zinskonditionen verliert der Franken und der Frankengeldmarkt aus der Perspektive von ausländischen Anlegern an Attraktivität, was unseren Absichten entspricht.

Der Rückgang der Zinssätze hatte auch einen Einfluss auf die kurzfristigen Kreditkosten der Eidgenossenschaft. Die Renditen der Geldmarktbuchforderungen haben sich seit Ende August in den negativen Bereich verlagert. Am 23. August sanken die Renditen für die Laufzeit von sechs Monaten auf  $-1\%$ , und am 30. August fielen diejenigen aus der Dreimonats-Auktion auf  $-0,75\%$ . Bei den jüngsten Auktionen waren die Renditen noch immer negativ.

Es ist interessant zu beobachten, dass diese liquiditätszuführenden Operationen möglicherweise nicht nur die kurzfristigen Zins- und Futuressätze beeinflusst haben. Nach der Publikation der Medienmitteilung der SNB vom 17. August fiel der Zinssatz der zweijährigen Bundesobligationen unter null, und die Renditen der längerfristigen Schweizer Staatsanleihen gaben ebenfalls deutlich nach. Auch wenn die Renditen anderer langfristiger, als sicher geltenden Staatsanleihen ein ähnliches Muster aufwiesen, fällt in Grafik 5 trotzdem auf, dass im Anschluss an die Liquiditätsmassnahmen der SNB im August die Renditen der zehnjährigen Bundesobligationen einige der stärksten Abnahmen seit 1995 verzeichneten.

<sup>4</sup> Berechnet auf der Basis von Dreimonats-Overnight-Swap-Indextsätzen in Euro.

15. Dezember 2011

4

Die von der SNB im August getroffenen Zins- und Liquiditätsmassnahmen ebneten einen natürlichen Weg für eine allfällige Einführung eines Mindestkurses – eine solche Einführung erwies sich letztlich als nötig. Die Nationalbank wird auch weiterhin die Liquidität ausserordentlich hoch halten, strebt aber gegenwärtig kein spezifisches Niveau für die Sichtguthaben an.

### **Bewirtschaftung der Devisenreserven**

Vor dem Hintergrund des Mindestkurses ist das Interesse an der Bewirtschaftung unserer Devisenreserven wieder gestiegen. Lassen Sie mich an dieser Stelle nochmals unterstreichen, dass unsere Anlageentscheide dem Primat der Geldpolitik unterstehen und nach den drei Kriterien (in der Reihenfolge ihrer Bedeutung aufgelistet) Sicherheit, Liquidität und Ertrag erfolgen. Die SNB muss das mit Wechselkursschwankungen verbundene Risiko tragen, denn jegliche Absicherung käme einem Kauf von Franken gegen Fremdwährungen gleich. Die SNB betont deshalb die Bedeutung der Diversifikation und der Begrenzung von Klumpenrisiken bei ihren Devisenanlagen.

Heute sind 53% der SNB-Devisenanlagen in Euro-Wertpapieren angelegt. Dies entspricht ungefähr dem Anteil der Eurozone an den Schweizer Exporten und ist nur fünf Prozentpunkte mehr als vor drei Jahren, dies obwohl das Volumen unserer Devisenreserven (exklusive Swaps) zwischen 2008 und Ende September 2011 von 50 Mrd. auf über 225 Mrd. Franken anstieg. Um die Diversifikation weiter zu fördern, sind im Jahr 2010 vier neue Währungen ausgewählt worden: der australische Dollar, der Singapur-Dollar sowie die schwedische und die dänische Krone. Neben dem Euro und diesen vier Währungen bestehen unsere Devisenanlagen nun aus 25% US-Dollar, 9% Yen, 5% Pfund und 4% kanadischen Dollar.

Weil der Liquiditätsbedarf von Zentralbanken gross ist, halten sie in der Regel einen hohen Bestand an Staatspapieren. Wie allseits bekannt, haben die Ratingagenturen in den letzten Monaten die Bonität von vielen Staatsanleihen neu beurteilt oder herabgestuft. Trotz dieser Entwicklungen verfügen ungefähr 96% aller unserer festverzinslichen Papiere über ein Rating von AAA oder AA. Lassen Sie mich zum Abschluss betonen, dass wir aktiv neue Anlageklassen und Währungen suchen und evaluieren, sowohl in entwickelten als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften. Es ist Ziel dieses Prozesses, die Risikokonzentration kontinuierlich zu reduzieren und die Devisenanlagen der SNB weiter zu diversifizieren.

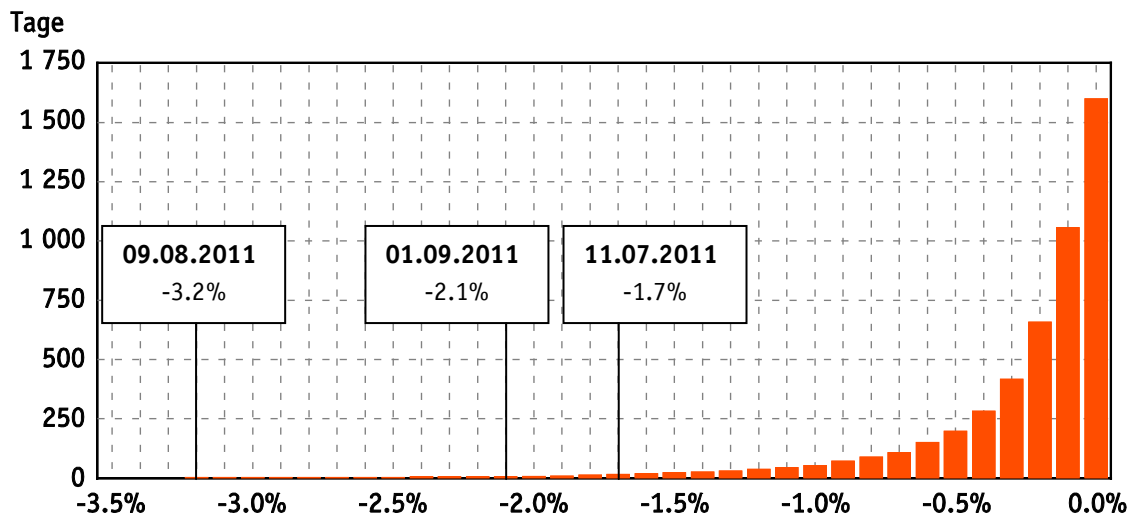
15. Dezember 2011

5

Grafik 1:

## Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro

Verteilung der negativen täglichen EUR/CHF-Veränderungen seit 1999

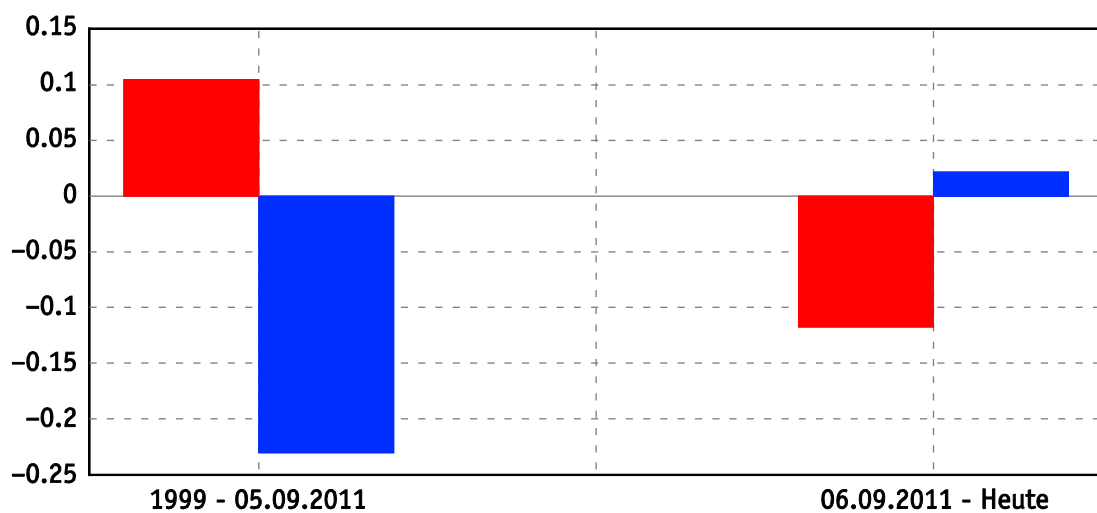


Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

Grafik 2:

## Korrel. CHF/EUR, Risikoindikatoren und risikobehaftete Anlagen

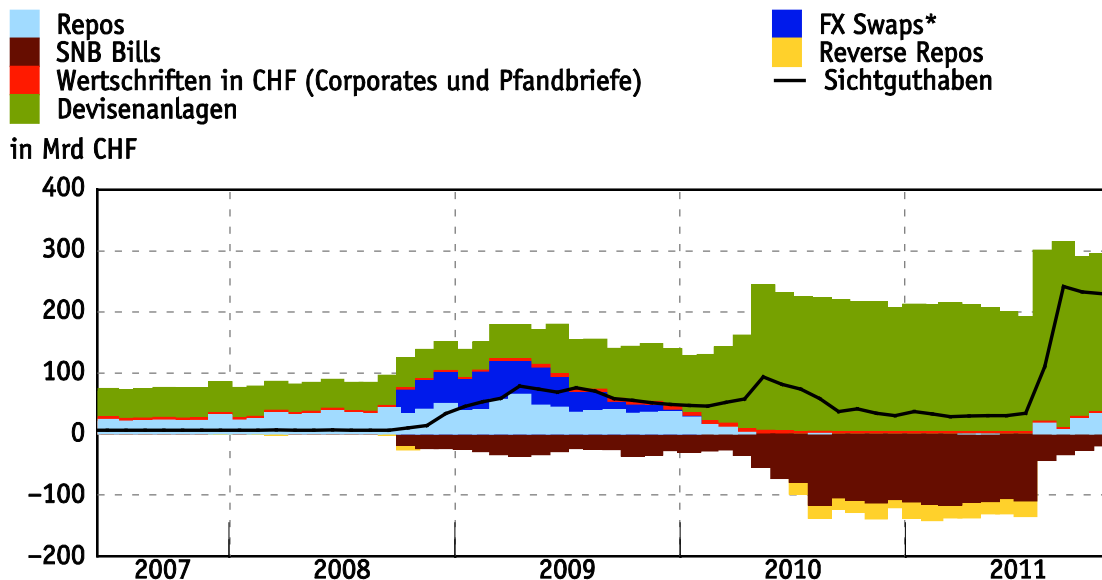
■ Korrelation zwischen logarithmischen Veränderungen von VIX und CHF/EUR  
 ■ Korrelation zwischen logarithmischen Veränderungen von MSCI World Index und CHF/EUR



Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Datastream

Grafik 3:

### Geldmarktoperationen der SNB

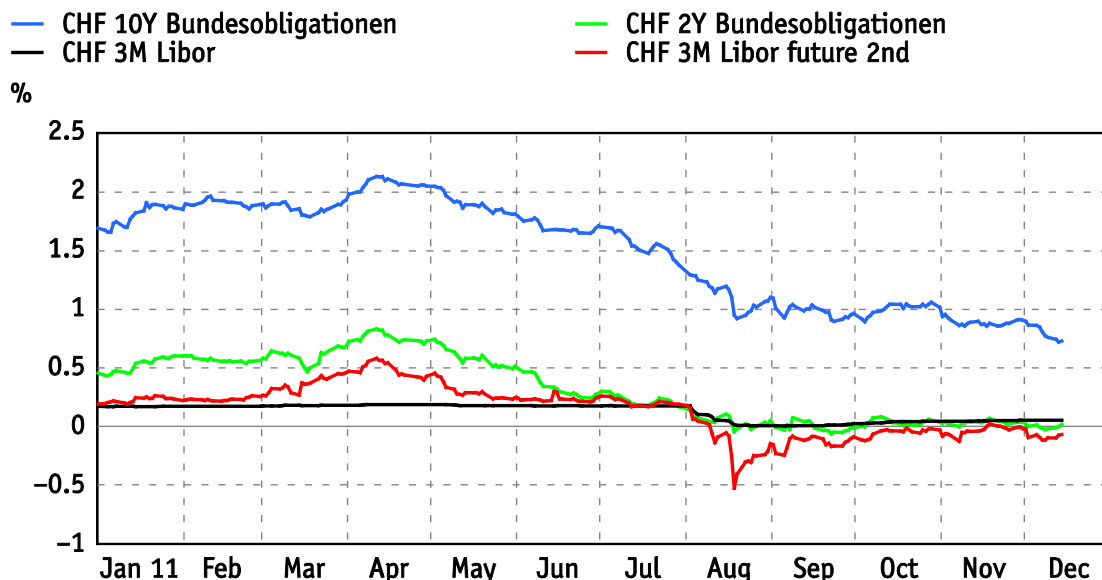


Quelle: SNB Markets Analysis Platform

\* Auf Basis von Zentralbank-Abkommen zur Versorgung der Märkte mit Franken-Liquidität. Sonstige Devisenswaps sind in den Devisenanlagen enthalten.

Grafik 4:

### Entwicklung der CHF Zinsen



Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

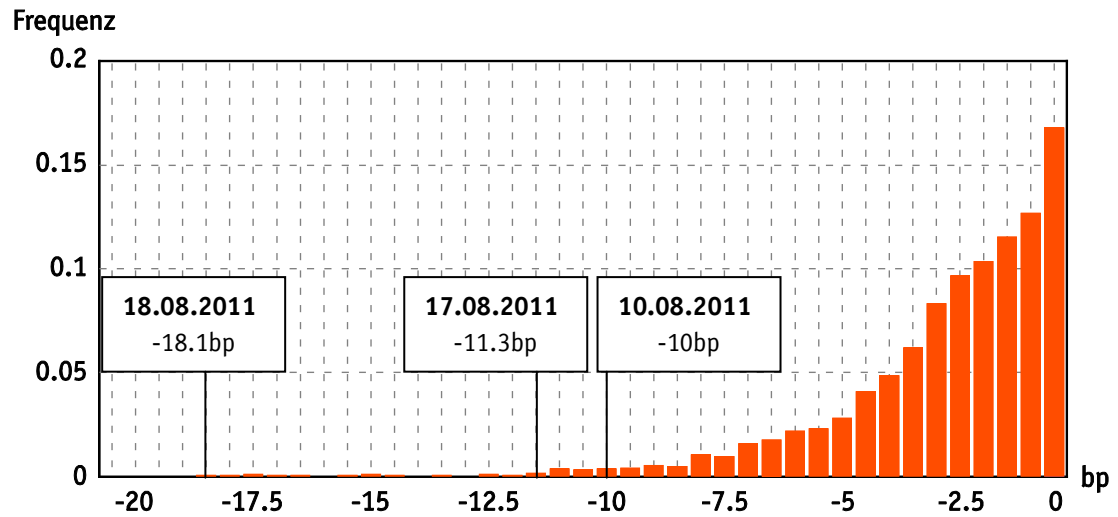
15. Dezember 2011

7

Grafik 5:

## Rückgang der Renditen 10-jähriger Eidgenossen

### Verteilung der täglichen negativen Basispunkte-Veränderungen seit 1995



Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg