

Bern, 10. Dezember 2015
Andréa M. Maechler

Einleitende Bemerkungen von Andréa M. Maechler

Ich werde in meinen Bemerkungen heute zunächst auf die Entwicklungen an den Finanzmärkten seit Mitte Jahr eingehen. Danach werde ich auf die Wirkungsweise des Negativzinseszins zu sprechen kommen. Zum Schluss werde ich über Neuerungen bei der Bewirtschaftung unserer Devisenreserven berichten.

Lage an den Finanzmärkten

Ich beginne mit der Lage an den Finanzmärkten. Seit Mitte Jahr wurde das Geschehen an den Finanzmärkten vor allem von drei Themen bestimmt: der Unsicherheit über den Zeitpunkt des ersten Zinsschritts der US-Notenbank Federal Reserve, den geldpolitischen Lockerungsmassnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) sowie den Sorgen um die Wachstumsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, namentlich in China. So sorgten Mitte August enttäuschende Konjunkturdaten und eine überraschende Abwertung des Renminbis zum US-Dollar für einen Kurseinbruch am chinesischen Aktienmarkt. Davon wurden in kurzer Folge auch die Aktienmärkte anderer aufstrebender Volkswirtschaften und der Industrieländer erfasst. Nachdem die Volatilität an den Aktienmärkten zeitweise stark angestiegen war, kehrte Ende September die Risikobereitschaft der Anleger allmählich wieder zurück.

Positive Konjunkturdaten aus den USA und der Eurozone trugen zu dieser Stimmungsaufhellung bei. Zudem traten die Wachstumssorgen in China zuletzt wieder in den Hintergrund. Von der Erholung profitierten vor allem die Aktienmärkte der Industrieländer, die einen Teil ihrer Verluste wieder wettmachen konnten. In den Schwellenländern hingegen hinterliess die Verkaufswelle nachhaltige Spuren: Der MSCI Emerging Markets Index lag – in Lokalwährung gerechnet – zuletzt noch rund 12% unter dem Niveau, das er Ende Juni erreicht hatte.

Mediengespräch

Die verstärkten Signale einer divergierenden Geldpolitik zwischen der Eurozone und den USA widerspiegeln sich auch an den Devisenmärkten. So verlieh die Aussicht auf höhere Zinsen in den USA einerseits dem US-Dollar Auftrieb; andererseits setzte sie die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften unter Druck. Der US-Dollar hat sich auf handelsgewichteter Basis seit Mitte Jahr um 4,5% aufgewertet. Der Euro wertete sich aufgrund der Unsicherheiten in den Schwellenländern zunächst zeitweise auf. Nachdem die EZB weitere Lockerungsmassnahmen in Aussicht gestellt hatte, kam die Gemeinschaftswährung jedoch unter Abgabedruck. Als sich die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer Anfang Dezember jedoch nicht erfüllten, wertete sich der Euro wieder auf. Im Vergleich zu Mitte Jahr hat sich der Euro handelsgewichtet nur geringfügig aufgewertet.

Die Nachfrage nach sicheren Anlagen blieb weltweit gross. An den Anleihenmärkten bildeten sich die Renditen von Staatsanleihen mit längeren Laufzeiten weiter zurück. Abbildung 1 zeigt, dass der Renditerückgang in der Eurozone etwas stärker war als in den USA. Die Renditen deutscher Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren fielen seit Ende Juni um fast 20 Basispunkte; in Frankreich und Italien war der Renditerückgang noch ausgeprägter. Derweil haben sich die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen vergleichsweise wenig verändert.

Am Schweizer Kapitalmarkt hat sich seit Mitte Jahr praktisch die gesamte Zinskurve nochmals nach unten verschoben. Aktuell liegen die Renditen von «Eidgenossen» mit Laufzeiten von bis zu 13 Jahren im negativen Bereich. Dies entspricht drei Vierteln des ausstehenden Volumens. Die Rendite zehnjähriger Anleihen der Eidgenossenschaft erreichte Anfang Dezember mit $-0,4\%$ einen neuen Tiefststand. Zuletzt handelte sie bei $-0,25\%$ und damit rund 40 Basispunkte tiefer als Mitte Jahr.

Wirkungsweise des Negativzins

Ich komme damit zum zweiten Teil meiner Ausführungen, in dem ich mich der Wirkungsweise des Negativzinses zuwende. Seit Januar erhebt die SNB einen Negativzins von $-0,75\%$ auf Sichtguthaben der Banken und anderer Finanzmarktteilnehmer bei der Nationalbank. Der Negativzins ist ein zentrales Instrument unserer Geldpolitik. Zusammen mit unserer Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, wirkt er der Überbewertung des Frankens entgegen. Bei der Berechnung des Negativzinses gewährt die SNB den Banken Freibeträge, damit das Bankensystem nicht die volle Belastung aus dem hohen Bestand an Sichtguthaben tragen muss. Für mindestreservspflichtige Banken berechnet sich der Freibetrag, gestützt auf eine Referenzperiode, als das Zwanzigfache der Mindestreserven. Für Inhaber von Sichtguthaben, die nicht der Mindestreservspflicht unterliegen – wie z.B. ausländische Banken – wurde der Freibetrag bei mindestens 10 Mio. Franken festgelegt.

Mit der flächendeckenden Anwendung des Negativzinses für alle Kontoinhaber entsprechen wir dem Gebot der Gleichbehandlung. Konsequenterweise werden Banken, die im Verhältnis zu ihren Mindestreserven überdurchschnittlich hohe Sichtguthaben halten, davon stärker

Mediengespräch

belastet als andere. In dieser Hinsicht unterscheidet sich der Negativzins nicht von herkömmlichen geldpolitischen Massnahmen. Zwar sind die Bedingungen immer für alle gleich, aber die genauen Auswirkungen für die einzelnen Banken und Marktteilnehmer können unterschiedlich sein und hängen von deren Bilanzsituation ab.

Der Negativzins entfaltet seine volle Wirkung auf dem Geld- und Kapitalmarkt auch bei hohen Freibeträgen. Derzeit unterliegen mit etwa 170 Mrd. Franken rund 40% der Sichteinlagen bei der SNB dem Negativzins. Dennoch funktioniert die Übertragung des Negativzinses gut. So orientieren sich die Geldmarktzinsen unmittelbar am Negativzins von $-0,75\%$. Dies liegt daran, dass sich die Zinssätze aufgrund des marginalen Satzes bilden, also des Zinses, der auf eine zusätzliche Einheit an Sichtguthaben angewandt wird.

Entwicklung der Sichtguthaben bei der Nationalbank

Abbildung 2 zeigt die Entwicklung der Giroguthaben der inländischen Banken (dunkelblaue Fläche), die zusammen mit den übrigen Sichtguthaben (hellblaue Fläche) das Total der Sichtguthaben bei der SNB bilden. Die kumulierten Freibeträge belaufen sich auf etwa 300 Mrd. Franken. Als der Negativzins im Januar in Kraft trat, waren die Freibeträge zu 88% ausgeschöpft. Seither ist dieser Wert stetig gestiegen und liegt mittlerweile bei gut 98%.

Dafür gibt es vor allem zwei Gründe: Erstens hat eine Umverteilung der Sichtguthaben unter den Banken stattgefunden. Institute, deren Sichtguthaben oberhalb des Freibetrags lagen, haben Geld von ihrem SNB-Konto zu jenen Banken transferiert, die ihren Freibetrag nicht ausgeschöpft hatten und für die Entgegennahme dieser Gelder etwas weniger Negativzins verlangten als $-0,75\%$. Diese Umverteilung der Sichtguthaben kann unter anderem am Franken-Repomarkt beobachtet werden. Abbildung 3 veranschaulicht, dass dort der Umsatz im Vergleich zum gesamten Jahr 2014 seit Einführung des Negativzinses deutlich gestiegen ist. Der grösste Teil des Umsatzes entfällt auf Geschäfte mit sehr kurzen Laufzeiten. Darunter dürften viele Abschlüsse sein, die der Ausschöpfung von noch vorhandenen Freibeträgen dienen.

Der zweite Grund für die höhere Ausschöpfung der Freibeträge liegt darin, dass die Sichtguthaben der Banken bei der SNB insgesamt angestiegen sind. Seit dem Inkrafttreten des Negativzinses im Januar sind sie von ungefähr 440 Mrd. Franken auf aktuell rund 470 Mrd. Franken gestiegen. Die Zinsbelastung steigt insgesamt, wenn die SNB dem System weiter Liquidität zuführt – namentlich im Falle weiterer Devisenmarktinterventionen. Dies wiederum macht das Halten von Franken noch weniger attraktiv. Mit der praktisch vollumfänglichen Ausschöpfung der Freibeträge unterliegt jeder zusätzlich geschaffene Franken somit dem Negativzins.

Neuerungen bei der Bewirtschaftung der Devisenreserven

Ich komme nun zum letzten Thema meiner Ausführungen. Im Bereich der Anlagentätigkeit der SNB hat es im laufenden Jahr zwei wichtige Neuerungen gegeben. Die SNB hat ihr Anlageuniversum auf Investitionen in chinesische Staatsanleihen und in Aktien von

Mediengespräch

Unternehmen in Schwellenländern ausgeweitet. Hintergrund dieser Änderungen bilden die Höhe unserer Devisenanlagen von über 570 Mrd. Franken sowie unser stetes Bestreben, diese möglichst breit diversifiziert zu investieren.

Investitionen in chinesische Staatsanleihen

Die SNB hatte im Juli 2014 darüber informiert, dass sie von der chinesischen Zentralbank (PBC) eine Renminbi-Investitionsquote erhalten habe. Die Investitionsquote betrug 15 Mrd. Renminbi, was etwas mehr als 2 Mrd. Franken entsprach. Sie erlaubte es der SNB, erstmals in den Markt für chinesische Staatsanleihen – den fünftgrössten der Welt – zu investieren. Die bisherigen Erfahrungen zeigen, dass der Markt ausreichend liquide ist und der Handel und die Abwicklung der Transaktionen reibungslos funktionieren. Wie bei anderen Anlagen im asiatischen Raum erfolgt die operative Umsetzung durch unsere Niederlassung in Singapur. Mit der kontinuierlichen Öffnung dürfte der chinesische Anleihenmarkt in Zukunft für ausländische Investoren noch attraktiver werden. So hat die PBC im Juli 2015 angekündigt, dass Investoren aus dem offiziellen Sektor, wozu auch die Zentralbanken gehören, unbeschränkten Zugang zum chinesischen Anleihenmarkt haben sollen. Anstelle einer Quote ist nur noch eine Registrierung bei der PBC erforderlich.

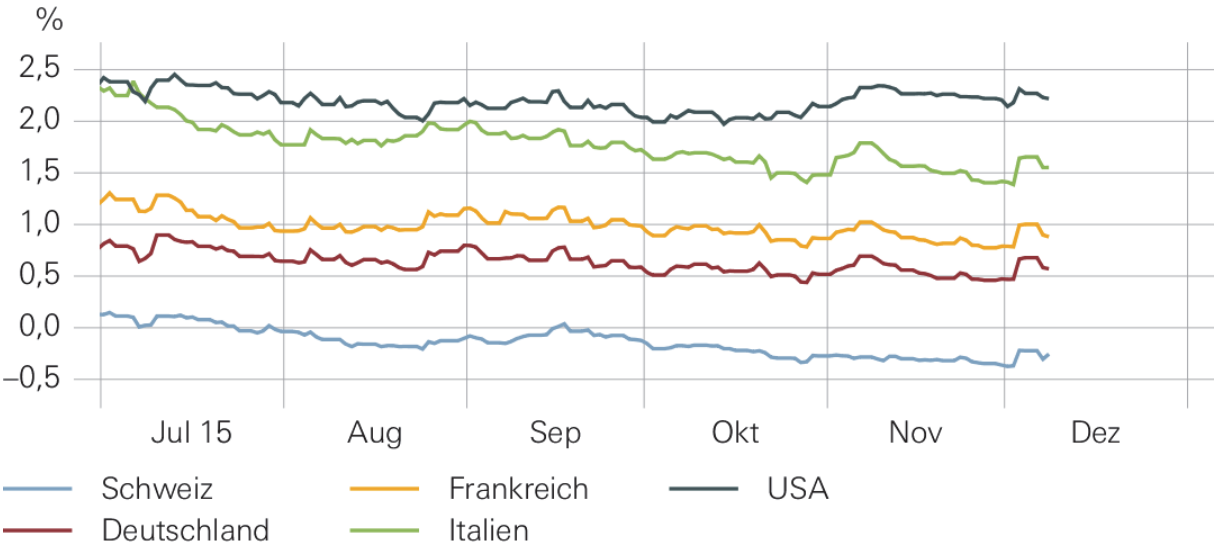
Aktien von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften

Seit Anfang Jahr investiert die SNB auch in Aktien von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften. Angesichts der wachsenden Bedeutung dieser Länder für die Weltwirtschaft und die globalen Finanzmärkte war dies ein naheliegender Schritt, um die Devisenanlagen weiter zu diversifizieren. Damit deckt die SNB nun den grössten Teil der Marktkapitalisierung der globalen Aktienmärkte ab. Der Entscheid, in Aktien von Unternehmen in aufstrebenden Volkswirtschaften zu investieren, erfolgte im Rahmen der regelmässigen Überprüfung unserer Anlagepolitik. Er ist von längerfristigen Rendite-Risiko-Überlegungen geleitet und unabhängig von kurzfristigen Entwicklungen an den Finanzmärkten. Wie bei den bestehenden Aktienanlagen in Industrieländern werden auch jene in aufstrebenden Volkswirtschaften passiv bewirtschaftet, indem eine Kombination von Aktienindizes nachgebildet wird. Insgesamt entsprechen diese Investitionen aber nur einem bescheidenen Teil der gesamten Aktieninvestitionen.

Mediengespräch

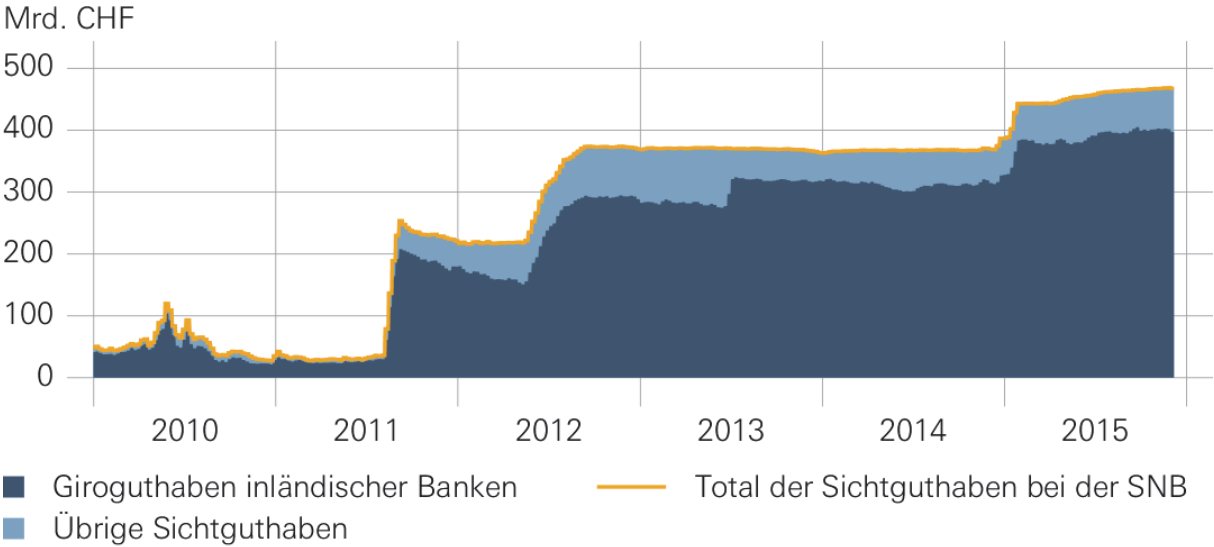
Abbildungen

ABB. 1: RENDITEN 10-JÄHRIGER STAATSANLEIHEN



Quellen: SNB, Bloomberg

ABB. 2: SICHTGUTHABEN BEI DER SNB



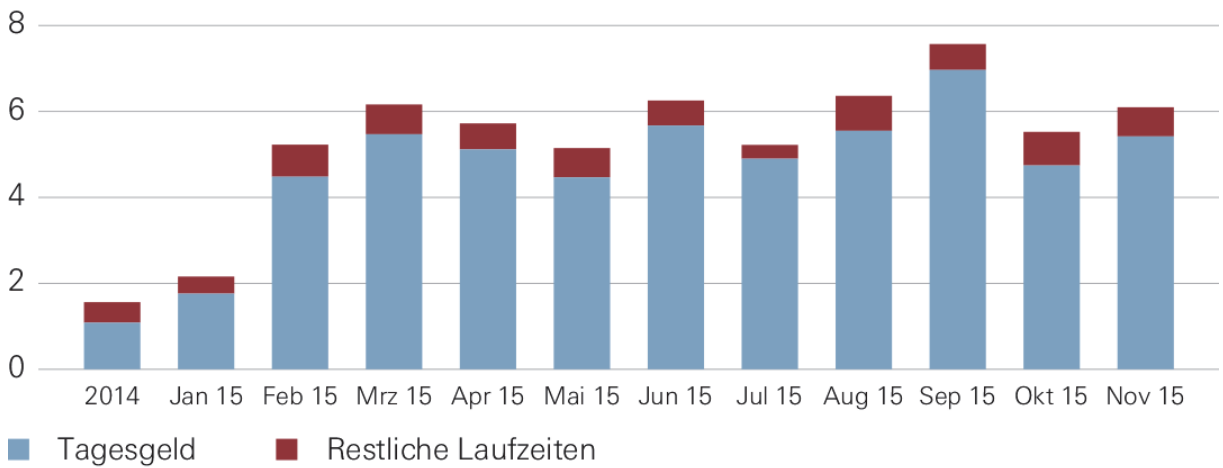
Quelle: SNB

Mediengespräch

ABB. 3: UMSATZ AM FRANKEN-REPOMARKT

Durchschnittswerte der jeweiligen Periode

Mrd. CHF



Quellen: SNB, SIX Repo AG