

Referat

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

Sperrfrist
31. März 2016 18:00

Anlagepolitik in Zeiten hoher Devisenreserven

Geldmarkt-Apéro

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums*
Schweizerische Nationalbank
Zürich, 31. März 2016
© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2016

* Die Referentin dankt Dirk Faltin und Marco Huwiler für die grosse Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sie dankt zudem Sophie Faber, Peter Kuster, Sandro Streit, Jonas Stulz und Martin Weder für ihre wertvollen Kommentare, dem Sprachendienst der SNB und Adrian Avdyli für die Datenaufbereitung.

Herzlich willkommen zu unserem traditionellen Geldmarkt-Apéro in Zürich. Ich freue mich sehr, dass Sie so zahlreich erschienen sind. Vor einem Jahr hat Sie an dieser Stelle Fritz Zurbrügg begrüsst, mein Kollege im Direktorium und Vorgänger als Vorsteher des III. Departements. Damals lag die Aufhebung des Mindestkurses nur wenige Wochen zurück. Die Geldpolitik war daher das Thema der Stunde.

In diesem Jahr möchte ich den Schwerpunkt auf die Anlagepolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) legen. Die SNB ist in den vergangenen Jahren zu einer grossen Vermögensverwalterin geworden. Ich werde daher heute zwei Fragen beleuchten: Erstens, was sind die Gründe für den markanten Anstieg unserer Devisenanlagen? Und zweitens, wie geht die SNB mit diesen Devisenanlagen um? Ganz ohne Geldpolitik geht es aber nicht. Am Schluss meines Referats werde ich auf die aktuelle Geldpolitik zu sprechen kommen.

Anstieg der Bilanz als Folge der Massnahmen gegen die Frankenstärke

In den vergangenen Jahren ist die Bilanzsumme der SNB stark gestiegen. Seit 2008 – also seit Ausbruch der globalen Finanzkrise – hat sie sich versechsfacht. Ende letzten Jahres betrug sie rund 640 Mrd. Franken – dies entspricht ziemlich genau der Wertschöpfung der Schweizer Wirtschaft im Jahr 2015. Dieser Anstieg der Bilanz ist auf eine Erhöhung der Frankenliquidität und eine Ausweitung unserer Devisenanlagen zurückzuführen.

Damit bin ich bei meiner ersten Frage: Wie kam es zu der Zunahme der Devisenanlagen? Die kurze Antwort lautet: Sie ist das Ergebnis geldpolitischer Massnahmen, mit denen die SNB für angemessene monetäre Bedingungen in der Schweiz sorgt. So haben die Devisenmarktinterventionen, mit denen sich die SNB seit Frühling 2009 gegen die Aufwertung des Frankens gestemmt hat, zum Anstieg der Devisenanlagen und damit der Bilanz der SNB geführt. Ein hoher Bestand an Devisenanlagen ist also kein Selbstzweck. Er ist vielmehr essenzieller Bestandteil der Geldpolitik.

Als Beobachter unserer Geldpolitik sind Ihnen die Gründe, weshalb wir am Devisenmarkt aktiv sind, vertraut: Im Gefolge der Krise, welche die globalen Finanzmärkte vor acht Jahren erfasst hat, stieg die Nachfrage nach sicheren Anlagen – und damit auch nach Schweizer Franken – sehr rasch an. Ende 2008 führte dies zu einer ersten markanten Aufwertung des Frankens. Die Nationalbank ergriff damals eine Reihe von Massnahmen, um die Liquidität im Bankensystem zu erhöhen und eine weitere Erstarkung des Frankens gegenüber dem Euro zu verhindern. Seit Frühjahr 2009 gehörten auch Interventionen am Devisenmarkt dazu.

Im Jahr 2009 kam es zu einer gewissen Stabilisierung des Wechselkurses. Diese Grafik (**Abbildung 1**) zeigt, dass sich der Franken in dieser Zeit um einen Kurs von 1.50 zum Euro bewegte. Wie Sie wissen, war dies nicht von Dauer. Im Frühjahr 2010 nahmen die Anspannungen an den Finanzmärkten im Zuge der Schuldenkrise in Griechenland wieder rasch zu. Weltweit setzte eine erneute Flucht in sichere Anlagen ein. In diesem Umfeld geriet der Franken gegenüber allen wichtigen Währungen unter erheblichen Aufwertungsdruck. Zum Euro erreichte er im Sommer 2011 kurzzeitig sogar die Parität. In dieser Extremsituation führte die

SNB Anfang September 2011 den Mindestkurs von 1.20 zum Euro ein. Sie setzte ihn konsequent mit Käufen am Devisenmarkt durch. Als ausserordentliches und temporäres Instrument gegen eine allgemeine und extreme Frankenstärke bewährte sich der Mindestkurs während mehr als drei Jahren: Er stabilisierte die Lage und gab der Schweizer Wirtschaft Zeit, um sich anzupassen.

Im Jahr 2014 begannen sich die Wechselkursbedingungen jedoch erneut zu ändern. So nahmen seit Mitte 2014 die Erwartungen zu, dass die US-Notenbank schon bald die Zinsen anheben würde. Die Europäische Zentralbank signalisierte indessen gegen Ende Jahr, dass in der Eurozone weitere umfangreiche geldpolitische Lockerungsmassnahmen nötig sein würden. Diese Konstellation führte zu einer Aufwertung des US-Dollars, während der Euro unter starken Abwertungsdruck geriet. Wegen des Mindestkurses wertete sich auch der Franken gegenüber dem US-Dollar ab. In der Folge nahm der Druck auf den Mindestkurs zum Euro massiv zu und machte immer grössere Interventionen nötig. Anstelle einer allgemeinen Frankenstärke waren wir zunehmend mit einer ausgeprägten Euroschwäche konfrontiert.

Der Mindestkurs war in diesem fundamental veränderten Umfeld nicht mehr nachhaltig. Hätte die SNB versucht, den Mindestkurs aufrechtzuerhalten, hätte sie wegen der immer umfangreicheren Interventionen die Kontrolle über ihre Bilanz und damit über die monetären Bedingungen in der Schweiz verloren. Am 15. Januar 2015 hob die SNB daher den Mindestkurs auf. Um den Aufwertungsdruck abzufedern, senkte die Nationalbank zugleich die Verzinsung auf Sichtguthaben auf $-0,75\%$. Zudem betonte sie ihre Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren.

Dass es nicht nur bei der Bereitschaft blieb, zeigen unsere Devisenkäufe; sie beliefen sich im vergangenen Jahr auf mehr als 86 Mrd. Franken. Ein Grossteil davon entfiel unmittelbar auf die Zeit vor und nach der Aufhebung des Mindestkurses. Nachdem sich der Franken nach der Aufhebung zunächst sprunghaft aufgewertet hatte, stabilisierte er sich. Seit Mai vergangenen Jahres hat er sich wieder leicht abgeschwächt. Zurzeit liegt der Frankenkurs zum Euro noch rund 10% über dem Wert, den er kurz vor Aufhebung des Mindestkurses erreicht hatte. Unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv zu sein, war und ist ein wichtiges Element im Kampf gegen die übermässige Frankenstärke und deren negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Preisstabilität in der Schweiz.

Wie hängen unsere Devisenkäufe, der Wechselkurs und die Ausweitung der SNB-Bilanz zusammen? Lassen Sie mich dies mit Hilfe der Kapital- und der Leistungsbilanz erläutern. Die Leistungsbilanz erfasst im Wesentlichen den Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland und die grenzüberschreitenden Einkommensströme. Die Schweizer Leistungsbilanz weist schon seit einem halben Jahrhundert regelmässig einen Überschuss aus.¹ Dieser strukturelle Überschuss hat vor allem zwei Gründe: Erstens ist die Schweiz ein Netto-Exporteur; sie

¹ Jordan, Thomas. 2013. *Weshalb der Mindestkurs mit dem Ertragsbilanzüberschuss der Schweiz vereinbar ist*, Referat vor dem Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 8. Oktober 2013.

produziert mehr Güter und Dienstleistungen, als im Inland nachgefragt werden. Zweitens halten die Schweizer beträchtliche Vermögen im Ausland, auf denen sie Zins- und Dividendeneinnahmen erzielen.

Die Erlöse aus dem Aussenhandel und die Zins- und Dividenden erträge auf den Auslandsvermögen fallen im Ausland an und werden in der Regel auch im Ausland wieder investiert. Diese Investitionen werden als Kapitalexport des privaten Sektors in der Kapitalbilanz erfasst. In dieser Grafik (**Abbildung 2**) sind sie als rote Säulen dargestellt. Bis 2007 machte der Kapitalexport des privaten Sektors praktisch die gesamte Kapitalbilanz aus.

Mit dem Beginn der globalen Finanzkrise 2008 änderte sich dies fundamental. Die Unsicherheit nahm markant zu. Schweizer Unternehmen investierten ihre Erträge aus dem Exportgeschäft nicht mehr im gewohnten Umfang im Ausland, sondern repatriierten sie zusehends. Zudem suchten in- und ausländische Anleger – darunter institutionelle Investoren und Privatbanken – vermehrt die Sicherheit in der Schweiz. Die Nachfrage nach Franken stieg daher rasch an, so dass es zeitweilig zu einer extremen Überbewertung des Frankens kam.

Um der Frankenstärke entgegenzuwirken, begann die SNB, am Devisenmarkt Fremdwährungen gegen Franken zu kaufen. Statistisch gesehen exportierte sie so Kapital – der Kapitalexport des öffentlichen Sektors nahm damit zu. Erkennbar ist dieser an den blauen Balken in der Grafik. Ohne diese Interventionen hätte sich der Franken noch stärker aufgewertet – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Wirtschaft und die Preisstabilität in unserem Land. Das heisst auch, dass die Nationalbank mit ihren Devisenkäufen das Währungsrisiko, das der Privatsektor nicht mehr zu tragen gewillt ist, nun schon seit längerem auf ihre Bilanz genommen hat.

Wenn wir Devisen gegen Franken kaufen, werden diese auf der Aktivseite der Bilanz als wichtigster Teil der Position «Devisenanlagen» ausgewiesen. In dieser Grafik (**Abbildung 3**) ist sie als hellblaue Fläche dargestellt.² Zum anderen führen unsere Devisenkäufe dazu, dass die Liquidität in Franken zunimmt, die Notenbankgeldmenge also steigt. Die Zunahme der Notenbankgeldmenge schlägt sich auf der Passivseite der Bilanz in der Position «Sichtguthaben der Banken» nieder. Man erkennt sie in der Grafik als rote Fläche.

Die Devisenreserven der Nationalbank stellen somit kein Eigenkapital oder «echte» Vermögenswerte dar, weil ihnen Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Sie sind durch Geldschöpfung im Zuge von geldpolitisch erforderlichen Massnahmen entstanden. Sie müssen daher unserer Geldpolitik auch jederzeit zur Verfügung stehen. So ist bei einer nachhaltigen Normalisierung der Kapitalflüsse davon auszugehen, dass die Bilanzsumme der SNB langfristig wieder reduziert werden kann.

² Die Devisenreserven bestehen aus den Devisenanlagen, abzüglich anlagepolitischer Repogeschäfte und sonstiger Verbindlichkeiten in Fremdwährungen.

Solange es aber die Geldpolitik erfordert, wird der Bestand an Devisenanlagen der SNB hoch bleiben. Wenn es geldpolitisch notwendig und sinnvoll ist und der Nutzen die Kosten übersteigt, wird die SNB ihre Bilanz auch in Zukunft weiter ausdehnen und die damit verbundenen Risiken in Kauf nehmen.

Zeitgemässe und professionelle Vermögensverwaltung der SNB

Damit komme ich zu meiner zweiten Frage: Wie geht die SNB mit ihren Devisenanlagen um? Die kurze Antwort darauf lautet, dass die SNB ihre Devisenanlagen professionell und kosteneffizient bewirtschaftet. Die SNB hat schon frühzeitig damit begonnen, eine moderne Vermögensverwaltung aufzubauen. Seit der Revision des Nationalbankgesetzes im Jahr 2004 ist der Anlagespielraum der SNB rechtlich kaum eingeschränkt. Die SNB nutzt diesen Spielraum, um eine möglichst optimale Struktur ihrer Anlagen zu erreichen. So wurden beispielsweise bereits 2004 Unternehmensanleihen und 2005 Aktien als Anlageklassen eingeführt.

Mit der deutlichen Bilanzausweitung der vergangenen Jahre gewann das Thema Diversifikation zusätzlich an Bedeutung. Dabei geht die SNB weiter, als dies bei Zentralbanken allgemein üblich ist. Die Nationalbank prüft aus Diversifikationsgründen laufend neue Anlageklassen, Währungen und Anlagemöglichkeiten – und zwar sowohl in entwickelten als auch in sich entwickelnden Märkten. So hat die SNB im vergangenen Jahr ihr Anlageuniversum auf Investitionen in chinesische Staatsanleihen und in Aktien von Unternehmen in Schwellenländern ausgeweitet.

Der Anlage- und Risikokontrollprozess der SNB ist nach ähnlichen Prinzipien aufgebaut wie etwa bei grossen institutionellen Vermögensverwaltern. Wie Sie in dieser Grafik (**Abbildung 4**) sehen können, lässt er sich grob in folgende fünf Schritte einteilen: die Anlagepolitik, die Anlagestrategie, die Definition von Richtlinien und Benchmarks, die Umsetzung – hierzu zählen die taktische Allokation der Vermögenswerte und das Portfoliomanagement – und als fünfter Schritt die Risikokontrolle.

Die Anlagepolitik steckt den Rahmen für die Bewirtschaftung der Aktiven ab und legt die übergeordneten Anlageziele fest. Sie gibt die Anforderungen an die Sicherheit und die Liquidität der Anlagen vor. Ausserdem definiert sie den Kreis der zulässigen Währungen, Anlageklassen, Anlageinstrumente und Schuldner. Auf dieser Basis legt die Anlagepolitik eine Langfrist-Allokation für die Devisenreserven fest.

Auf der Grundlage dieser Langfrist-Allokation beschliesst das Direktorium eine konkrete Anlagestrategie. Diese definiert die Allokation der einzelnen Anlagekategorien auf Jahresfrist und legt den Bewirtschaftungsspielraum für die operative Ebene fest. Die Anlagestrategie berücksichtigt eine Beurteilung der Bewertung der einzelnen Anlagekategorien. Je nach Beurteilung können so gewisse Abweichungen von der Langfrist-Allokation in Bezug auf Währungsaufteilung, Aktienquote oder Duration der Anleihen vorgenommen werden.

Mit dem dritten Schritt beginnt die Implementierung der Anlagestrategie. Hierzu legt das Risikomanagement die nötigen Anlagerichtlinien, Limiten und Benchmarks fest. Zudem bestimmt es, wie stark auf taktischer Ebene von der Anlagestrategie abgewichen werden darf. Diese Parameter sind für den vierten Schritt – der Umsetzung der Anlagestrategie – sehr wichtig. Über die taktische Allokation entscheidet ein internes Anlagekomitee; es passt im Rahmen der strategisch vorgegebenen Bandbreiten bestimmte Grössen wie Währungsanteile, Laufzeit oder Anteile der verschiedenen Anlageklassen periodisch an veränderte Marktbedingungen an.

Der überwiegende Teil der Anlagen wird von internen Portfoliomanagern bewirtschaftet, doch spielen auch externe Vermögensverwalter eine wichtige Rolle. Sie werden eingesetzt, um bestimmte Anlageklassen effizient zu erschliessen oder die Performance mit derjenigen des internen Portfoliomanagements zu vergleichen. Diese Vergleiche haben immer gezeigt, dass das Portfoliomanagement der SNB langfristig gute Ergebnisse erzielt und dabei kostengünstig arbeitet.

Der Anlageprozess wird mit dem fünften Schritt – der Risikokontrolle – abgeschlossen. Hier wird die Einhaltung von Richtlinien und Limiten kontrolliert und eine Performance-Messung durchgeführt. Zudem werden die massgeblichen finanziellen Risiken erfasst, beurteilt und überwacht – und zwar täglich. Ergänzend dazu werden regelmässig Sensitivitätsanalysen und Stresstests durchgeführt und deren Ergebnisse an das Direktorium und den Risikoausschuss des Bankrats rapportiert. Der Anlageprozess und die Risikokontrolle sind organisatorisch weitgehend voneinander getrennt. So gewährleisten wir eine effektive Risikokontrolle.

Vorrang der Geld- und Währungspolitik vor der Anlagepolitik

Zwar sind die Anlage- und Risikoprozesse bei der SNB ähnlich strukturiert wie bei grossen kommerziellen Vermögensverwaltern. Es gibt aber auch gewichtige Unterschiede. Schliesslich ist die SNB eine Zentralbank; geld- und währungspolitische Ziele haben bei uns stets Vorrang vor der Anlagepolitik. Wir orientieren uns bei der Anlage unserer Devisenreserven an den Kriterien Sicherheit, Liquidität und Ertrag. Die Gewichtung dieser Kriterien leitet sich aus der geld- und währungspolitischen Funktion der Devisenreserven ab. Die Sicherstellung des geld- und währungspolitischen Handlungsspielraums erfordert insbesondere eine hohe Gewichtung des Liquiditätskriteriums. Wie für eine Zentralbank typisch, legen wir daher einen wesentlichen Teil unserer Devisenreserven in sehr liquide ausländische Staatsanleihen mit hoher Bonität an. Wie Sie in dieser Grafik (**Abbildung 5**) erkennen können, betrug der Anteil dieser Anlagen Ende 2015 mehr als 70%.

Die SNB hat einen sehr langfristigen Anlagehorizont. Vor diesem Hintergrund wird dem Aspekt der Sicherheit Rechnung getragen, indem die Anlagen so strukturiert werden, dass langfristig mindestens der reale Werterhalt erwartet werden kann. Somit kommt nach der Liquidität und der Sicherheit auch dem Ertragsaspekt Bedeutung zu. Um das langfristige Rendite-Risiko-Verhältnis zu verbessern, werden gewisse Zins-, Aktien-, Kredit- und Liquiditätsrisiken aufgrund der damit verbundenen Risikoprämien gezielt eingegangen. Diese Risiken werden

durch die Diversifikation der Anlagen so breit wie möglich gestreut. So werden die Staatsanleihen in den Hauptwährungen mit weiteren Anlageklassen ergänzt – darunter Unternehmensanleihen und Aktien. Insbesondere der Aktienanteil, der sich zurzeit auf 18% beläuft, erhöht die erwartete Rendite in unserem Portfolio.

Herausforderungen bei der Anlage hoher Devisenreserven

Die Nationalbank gehört weltweit zu den grössten Investoren. Ende 2015 beliefen sich die Devisenreserven auf rund 560 Mrd. Franken. Die Verwaltung hoher Devisenanlagen bringt besondere Herausforderungen mit sich. Ich möchte an dieser Stelle auf drei Herausforderungen näher eingehen und kurz erläutern, wie wir mit ihnen umgehen: Erstens hat die Schwankungsbreite der Anlageergebnisse in absoluten Zahlen zugenommen; zweitens haben bei unserem global diversifizierten Aktienportfolio die nicht-finanziellen Aspekte stark an Gewicht gewonnen; und drittens ist das Liquiditätsumfeld in einzelnen Märkten schwieriger geworden.

Die Höhe des Devisenbestandes der Nationalbank führt dazu, dass die Anlageergebnisse, in absoluten Zahlen gerechnet, von Jahr zu Jahr stark schwanken können. Dies wurde in den vergangenen Jahren besonders deutlich: Die SNB wies 2015 einen Jahresverlust von über 23 Mrd. Franken aus, nachdem sie 2014 noch einen Gewinn von mehr als 38 Mrd. Franken verbucht hatte.

Ein Blick auf die Anlagerendite und deren Zusammensetzung zeigt deutlich, dass die Volatilität unseres Anlageergebnisses vor allem durch Wechselkursschwankungen verursacht wird. Dies geht aus dieser Grafik hervor (**Abbildung 6**). Die roten Balken zeigen, dass die Anlagerendite – in Lokalwährung gerechnet – in den letzten 15 Jahren stets positiv war. Der Fremdwährungsbeitrag – der hier in den blauen Balken erkennbar ist – war dagegen meistens negativ. In einzelnen Jahren führte die starke Frankenaufwertung sogar dazu, dass die Gesamtrendite in Schweizer Franken negativ ausfiel. Sie wird in der Grafik durch die gelben Dreiecke markiert.

Die nächste Grafik (**Abbildung 7**) zeigt, dass das Währungsrisiko in den vergangenen 35 Jahren mehr als 80% zum Gesamtrisiko in unserem Portfolio beigetragen hat. Gegen dieses Währungsrisiko können wir uns nicht absichern, da dies den Aufwertungsdruck auf den Franken erhöhen würde. Eine Absicherung würde damit die Ziele der Geldpolitik unterlaufen. Wir müssen die Währungsrisiken als inhärenten Bestandteil der Devisenreserven akzeptieren. Gewinne oder Verluste in zweistelliger Milliardenhöhe können somit auch in Zukunft auftreten. Es ist daher umso wichtiger, dass wir in Jahren, in denen wir Gewinne ausweisen, ausreichend hohe Rückstellungen bilden.

Die zweite Herausforderung ergibt sich bei den Aktienanlagen. Das Aktienportfolio der SNB beträgt derzeit rund 100 Mrd. Franken. Mit diesem vergleichsweise hohen Aktienbestand stellen sich – wie für andere Investoren auch – Fragen im Zusammenhang mit der Ethik und der Corporate Governance. Die SNB nimmt ihre damit verbundene Verantwortung als grosse Aktieninvestorin sehr ernst. Sie versucht, Interessenkonflikte möglichst zu vermeiden, und sie

hat sich eingehend mit Fragen zu Ausschlusskriterien und zur Stimmrechtsausübung befasst und entsprechende Regelungen getroffen.

Die SNB investiert bei ihren Aktienengagements «indexnah». Dies bedeutet insbesondere, dass wir keine Titelselektion betreiben. Anderenfalls könnten wir aufgrund der Grösse unserer Devisenreserven rasch hohe Anteile an Unternehmen halten, die als strategische Beteiligungen der SNB missverstanden werden könnten. Mit unserem Ansatz stellen wir sicher, dass der Besitzanteil an den einzelnen Unternehmen möglichst gering bleibt.

Wir verzichten auf Investitionen in Aktien internationaler mittel- und grosskapitalisierter Banken sowie bankähnlicher Institute in Industrieländern. Zudem erwirbt die Nationalbank keine Aktien von Unternehmen, die international geächtete Waffen produzieren, grundlegende Menschenrechte massiv verletzen oder systematisch gravierende Umweltschäden verursachen.

Im vergangenen Jahr übte die Nationalbank erstmals ihre Stimmrechte an Aktionärsversammlungen aus. Dabei konzentrierte sie sich zunächst auf mittel- und grosskapitalisierte Unternehmen im Euroraum. Die Nationalbank beschränkt sich bei der Stimmabgabe auf Aspekte der guten Unternehmensführung. Bei der Stimmrechtsausübung und beim Ausschluss von Einzeltiteln arbeitet die SNB mit externen Gesellschaften zusammen.

Damit komme ich zur dritten Herausforderung – der Marktliquidität. In einigen Märkten hat sich die Liquiditätssituation erschwert. Allerdings ist es nicht leicht abzuschätzen, wie liquide die verschiedenen Finanzmärkte tatsächlich sind, weil kein einzelnes Mass die Marktliquidität in ihren verschiedenen Dimensionen vollumfänglich erfassen kann. Namentlich an den Märkten für Unternehmensanleihen lässt sich eine Verschlechterung der Liquiditätssituation beobachten. Die blaue Linie in dieser Grafik (**Abbildung 8**) zeigt beispielsweise, dass sich die Handelsvolumen der traditionellen Marktmacher in den USA seit 2007 mehr als halbiert haben, während der Markt im gleichen Zeitraum deutlich gewachsen ist.

Für Marktteilnehmer wie auch aus Sicht der Finanzstabilität ist jedoch nicht nur das Niveau der Marktliquidität, sondern auch deren Widerstandsfähigkeit wichtig. In den letzten Jahren hat sich nämlich wiederholt gezeigt, dass die Marktliquidität in Stresssituationen rasch markant abnehmen kann.³

Für Aufsehen haben dabei insbesondere jene Tage gesorgt, an denen die Volatilität ohne klar erkennbare Treiber sprunghaft zugenommen hat. Dies war bei US-Staatsanleihen beispielsweise im Oktober 2014 der Fall; damals fiel die zehnjährige Rendite an einem einzigen Tag um 37 Basispunkte. Ein ähnliches Ereignis war vor einigen Wochen bei japanischen Staatsanleihen zu beobachten, wo die dreissigjährige Rendite innertags um 26 Basispunkte sank. Wie aussergewöhnlich die Preisbewegungen an jenen Tagen waren, verdeutlichen diese zwei Grafiken (**Abbildung 9**). Es handelt sich um sogenannte Histogramme – sie zeigen für den Zeitraum seit 2001, wie häufig bestimmte Schwankungen der Renditen von US-amerikanischen

³ IWF. 2015. Market Liquidity – Resilient or Fleeting? *Global Financial Stability Report*, Oktober 2015.

bzw. japanischen Staatsanleihen innerhalb eines Tages beobachtet werden konnten. Bei Schwankungen in der beschriebenen Grössenordnung handelt es sich zwar um äusserst seltene Ereignisse. Solche Ereignisse haben aber Befürchtungen ausgelöst, dass sich derartige Marktverwerfungen jederzeit wiederholen könnten.

Was bedeuten die Veränderungen der Marktliquidität für die SNB? Auf der operativen Ebene des Portfoliomanagements sind wir von der erschwerten Liquiditätssituation bei den Unternehmensanleihen betroffen. Die grösste Schwierigkeit ergibt sich daraus, dass der Handel mehr und mehr auf einen verhältnismässig kleinen Teil der ausstehenden Unternehmensanleihen entfällt. Dadurch sind grössere Käufe oder Verkäufe schwieriger und teurer geworden als vor der Finanzkrise.

Diese Entwicklungen haben einige Anpassungen bei der Bewirtschaftung der Unternehmensanleihen-Portfolios erforderlich gemacht. Die SNB ist bei ihren Käufen im Vergleich zu früher verstärkt am Primärmarkt aktiv und hat gleichzeitig den Kreis der Gegenparteien ausgeweitet. Je nach Liquiditätssituation müssen Transaktionen zudem in kleinere Tranchen aufgeteilt werden. Die Bewirtschaftung der Unternehmensanleihen-Portfolios ist deshalb insgesamt aufwendiger und anspruchsvoller geworden.

Demgegenüber sind die Märkte für Staatsanleihen mit hoher Bonität nach wie vor sehr liquide. Kurzfristige Preisschwankungen stellen für die Bewirtschaftung der Staatsanleihen in unserem Portfolio keine Einschränkung dar. Wie ich bereits betont habe, verfügen wir über einen sehr langen Anlagehorizont. Wir halten unsere Anlagen mindestens über einen ganzen Konjunkturzyklus hinweg und müssen auch in Stresssituation nicht verkaufen. Anders als beispielsweise bei Investmentfonds besteht bei uns nicht die Gefahr, dass Anleger in Zeiten turbulenter Märkte eine Rücknahme ihrer Anteile fordern und damit einen raschen Verkauf der Anlagen erzwingen.

Im Gegenteil, bei erhöhter Volatilität kann unsere Anlagetätigkeit eine gewisse stabilisierende Wirkung auf die Preise in diesen Märkten haben. Dies liegt am sogenannten Rebalancing: Wenn grössere Preisrückgänge in einzelnen Anlageklassen dazu führen, dass ihre effektiven Anteile in unserem Portfolio markant unter die jeweiligen strategischen Gewichte fallen, tätigen wir Zukäufe, um die angestrebten Anteile wieder zu erreichen.

Anlage der Devisenreserven und Geldpolitik in einem Tiefzinsumfeld

Neben den spezifischen Herausforderungen bei der Anlage hoher Devisenreserven gibt es Herausforderungen, die praktisch alle Anleger betreffen. Ich denke hier in erster Linie an das globale Tiefzinsumfeld. Wie die nächste Grafik (**Abbildung 10**) zeigt, ist das Marktvolumen von Staatsanleihen mit negativer Rendite seit 2014 markant gestiegen. Es beläuft sich mittlerweile auf rund sieben Billionen US-Dollar. Das entspricht fast 25% des globalen Marktes.⁴

⁴ Diese Zahlen beziehen sich auf den World Sovereign Bond Index der Bank of America Merrill Lynch. Der Index enthält über 2000 Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr und stellt Minimalanforderungen bezüglich der Grösse der einzelnen Emissionen.

Das heutige Umfeld mit tiefen und gar negativen Zinsen hat eine lange Vorgeschichte. Diese Grafik (**Abbildung 11**) zeigt, dass schon seit Mitte der 1980er-Jahre weltweit ein Rückgang des Zinsniveaus zu beobachten ist.⁵ Dieser Zinsrückgang hat verschiedene strukturelle Ursachen, wie zum Beispiel demographische Entwicklungen und ein geringeres Produktivitätswachstum. Zudem gehört das seit einigen Jahren besonders ausgeprägte Tiefzinsumfeld zu den Nachwehen der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise. Hohe Sparaufkommen und die weltweit schwache Investitionstätigkeit drücken gemäss den Kräften von Angebot und Nachfrage zusätzlich auf die Zinsen. Hinzu kommen die geldpolitischen Massnahmen der Zentralbanken zur Bekämpfung der Finanzkrise und der tiefen Inflation. Auch diese Massnahmen trugen und tragen zum Rückgang der Zinsen bei.

Dies gilt auch für die Massnahmen der Nationalbank. Schliesslich können wir uns dem Einfluss des internationalen Umfelds nicht entziehen. In der Schweiz sind die Zinsen traditionell tiefer als im Ausland. Dies liegt am Status der Schweiz als sicherer Hafen: Investoren sind im Austausch für mehr Sicherheit mit einer vergleichsweise tiefen Rendite zufrieden. Im Zuge der Finanzkrise sind die Zinsen im Ausland insgesamt stärker gefallen als in der Schweiz. Die Zinsdifferenz zum Ausland engte sich ein, und der Franken wurde damit noch attraktiver.

Der Negativzins trägt dazu bei, die Zinsdifferenz der Schweiz zum Ausland wiederherzustellen. Er macht Anlagen in Franken weniger attraktiv und verringert damit den Druck auf den Frankenwechsellkurs. Uns ist bewusst, dass die mit dem Negativzins verbundenen Nebenwirkungen nicht unerheblich sind. Ohne Negativzins wäre der Franken jedoch noch stärker, was die Wirtschaft zusätzlich belasten würde. Die SNB steht bei ihren geldpolitischen Entscheiden deshalb vor schwierigen Güterabwägungen. Ich bin davon überzeugt, dass unter den gegebenen Umständen die aktuelle Geldpolitik dem Gesamtinteresse des Landes auf lange Sicht am besten dient.

An unserer jüngsten vierteljährlichen Lagebeurteilung haben wir uns daher entschlossen, die Geldpolitik unverändert expansiv zu belassen. Der Zins auf Sichteinlagen bei der Nationalbank beträgt weiterhin $-0,75\%$. Gleichzeitig bleibt die Nationalbank am Devisenmarkt aktiv, um bei Bedarf Einfluss auf die Wechselkursentwicklung zu nehmen. Trotz einer leichten Abschwächung ist der Franken aktuell immer noch deutlich überbewertet. Dies macht sich beim Wirtschaftswachstum bemerkbar. Im vergangenen Jahr wuchs die Schweizer Wirtschaft nur um knapp 1% . Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wirtschaftswachstum von 1% bis $1,5\%$. Die Unsicherheiten sind aber hoch, und das Umfeld bleibt schwierig.

Die Teuerung ist im vergangenen Jahr mit $-1,1\%$ sehr tief ausgefallen. Dies ist in erster Linie auf den Ölpreiserfall und die Frankenaufwertung nach der Aufhebung des Mindestkurses zurückzuführen. Beides sind vorübergehende Einflussgrössen. Für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von $-0,8\%$. Aus Sicht der Nationalbank ist es entscheidend, dass die Teue-

⁵ Beim G7-Nominalzins handelt es sich um die mit dem jeweiligen nominalen Bruttoinlandsprodukt gewichteten Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen der folgenden Länder: USA, Japan, Deutschland, Grossbritannien, Frankreich, Italien und Kanada.

rung mittelfristig wieder in den Bereich der Preisstabilität zurückkehrt. Dies wird gemäss unserer aktuellen Inflationsprognose der Fall sein. Wie Sie in der Grafik (**Abbildung 12**) erkennen können, erwarteten wir, dass die Inflationsrate bei einem konstanten Dreimonats-Libor von $-0,75\%$ im nächsten Jahr wieder positive Werte erreicht.

Damit bin ich am Schluss meines Referats angelangt. Ich bedanke mich ganz herzlich für Ihre Aufmerksamkeit. Ich übergebe nun das Wort meinem Kollegen Dewet Moser. Er wird uns die Herausforderungen bei der Umsetzung der Geldpolitik in bewegten Zeiten näherbringen.

Anlagepolitik in Zeiten hoher Devisenreserven

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Zürich, 31. März 2016

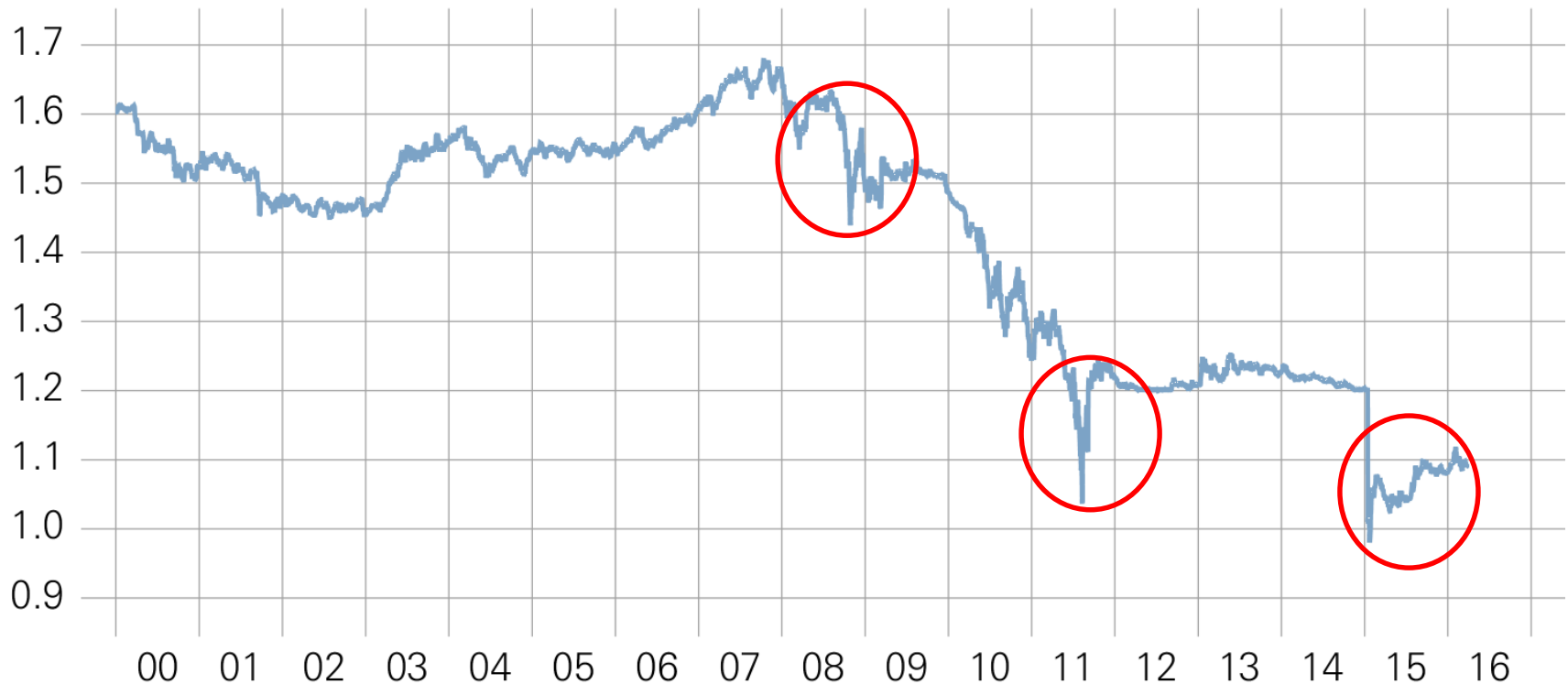
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Starke Aufwertung des Frankens seit Ausbruch der Finanzkrise im Fokus der Geldpolitik

EURCHF-WECHSELKURS

CHF pro EUR

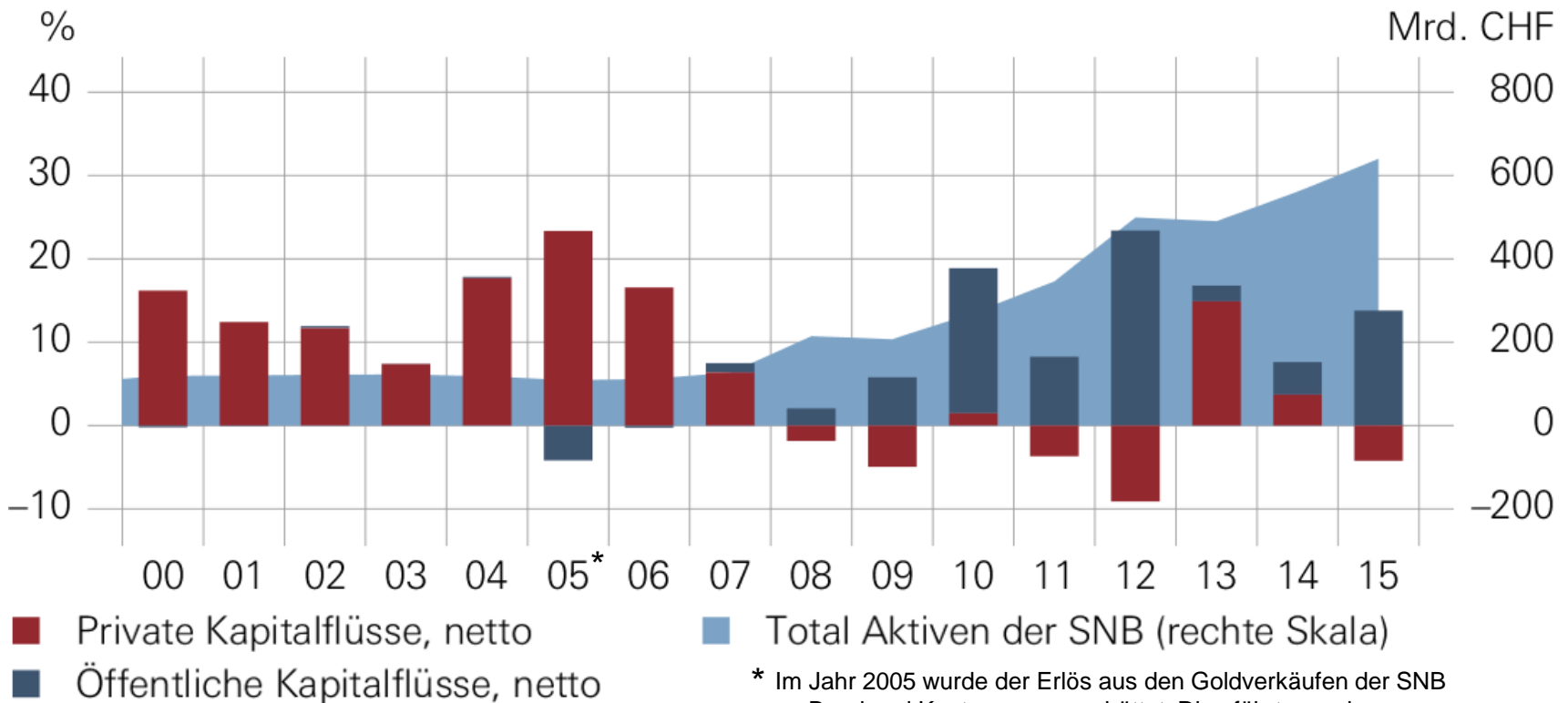


Quellen: Bloomberg, SNB

Die öffentlichen Kapitalflüsse zeigen, dass die SNB Risiken vom Privatsektor übernommen hat

ÖFFENTLICHE UND PRIVATE KAPITALFLÜSSE

Netto und in Prozent des jährlichen BIP



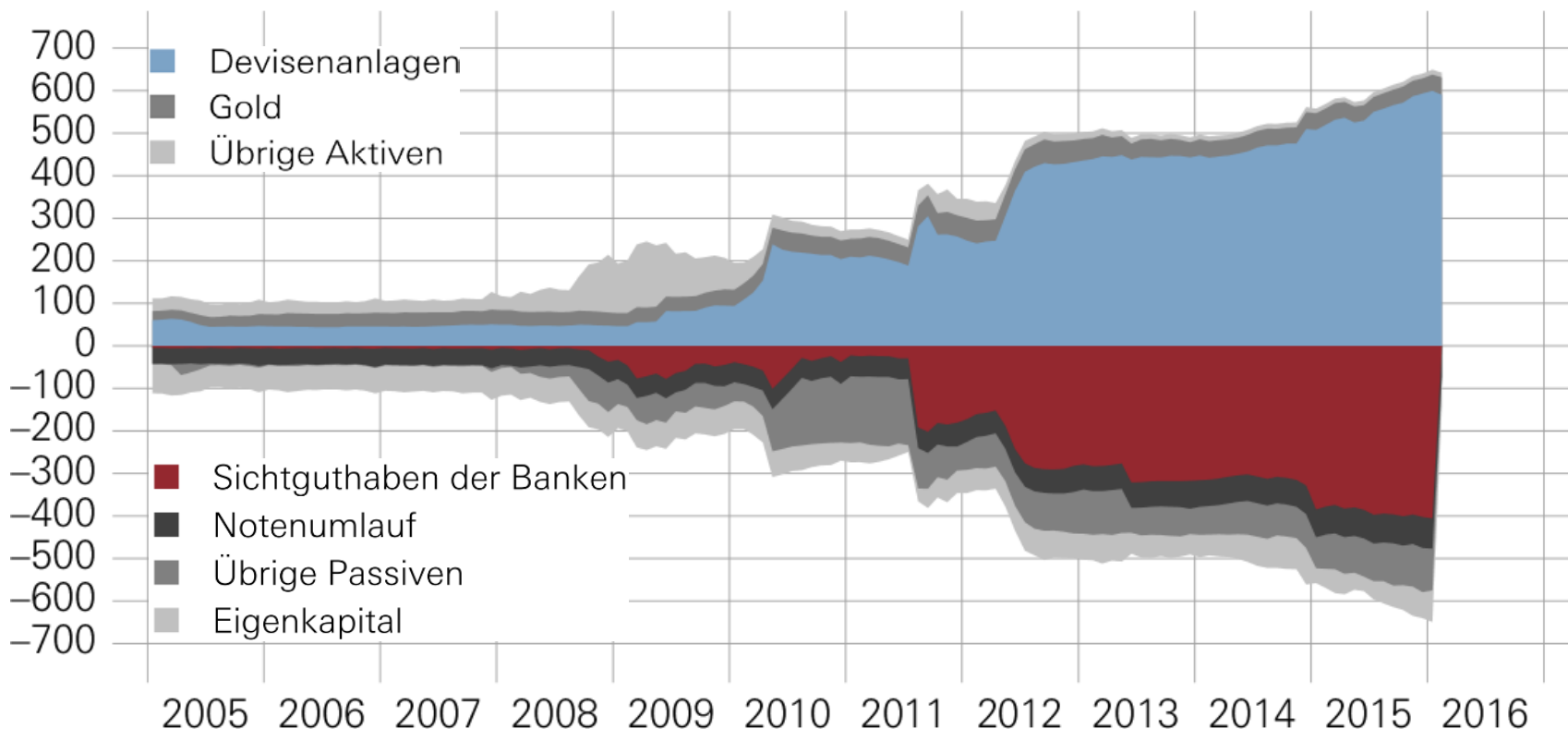
* Im Jahr 2005 wurde der Erlös aus den Goldverkäufen der SNB an Bund und Kantone ausgeschüttet. Dies führte zu einem Abbau der Währungsreserven.

Quelle: SNB

Starkes Bilanzwachstum der SNB als direktes Ergebnis der Geldpolitik

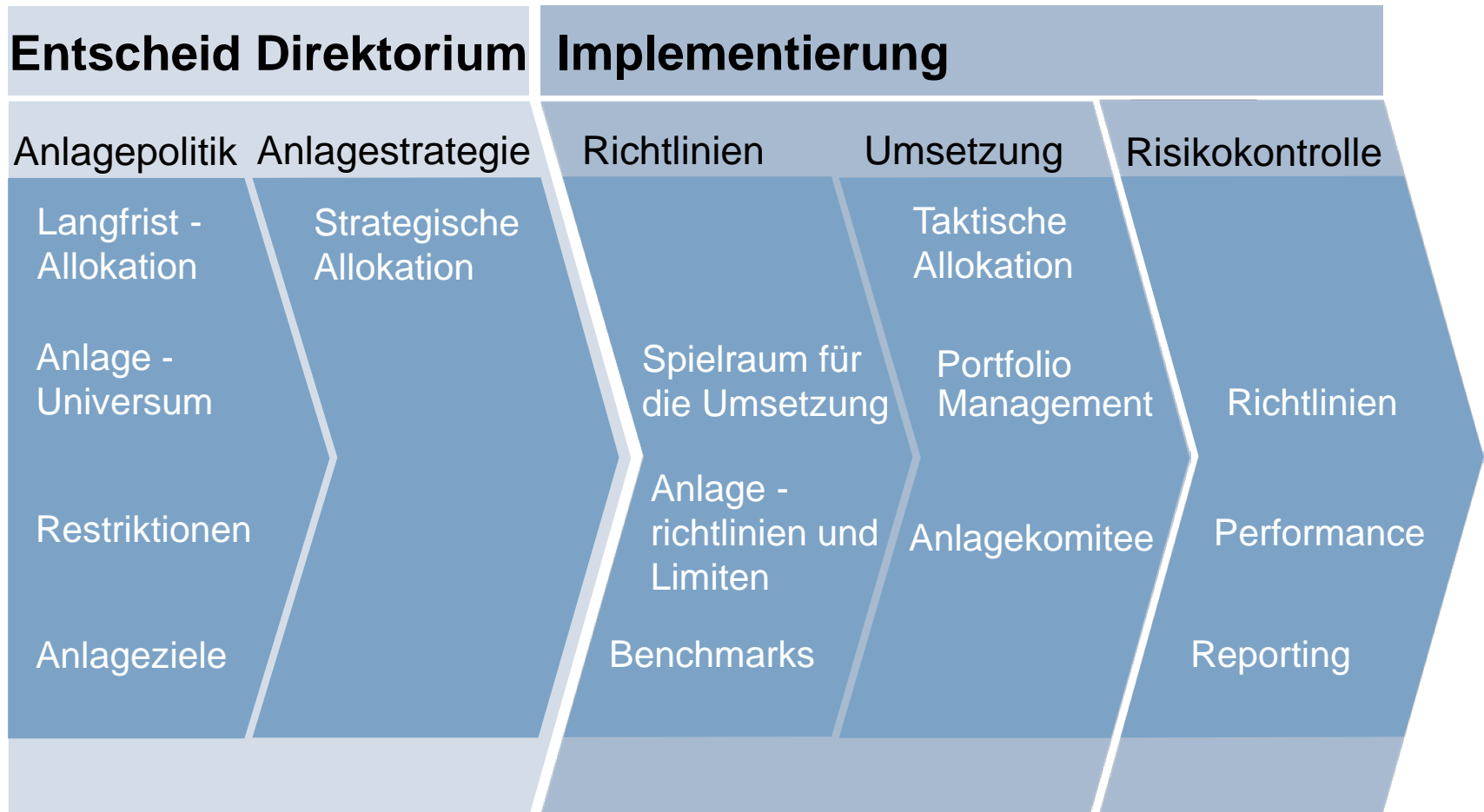
BILANZENTWICKLUNG

Mrd. CHF



Quelle: SNB

Die SNB betreibt eine moderne und professionelle Vermögensverwaltung



Quelle: SNB

Die Anlagen der SNB sind deutlich stärker diversifiziert als bei anderen Zentralbanken

DEWISENRESERVEN: ANLAGEKATEGORIEN

Am 31.12.2015



- Staatsanleihen*, 71%
- Andere Anleihen, 11%
- Aktien, 18%

*inklusive Anlagen bei Zentralbanken und BIZ

DEWISENRESERVEN: WÄHRUNGALLOKATION

Am 31.12.2015



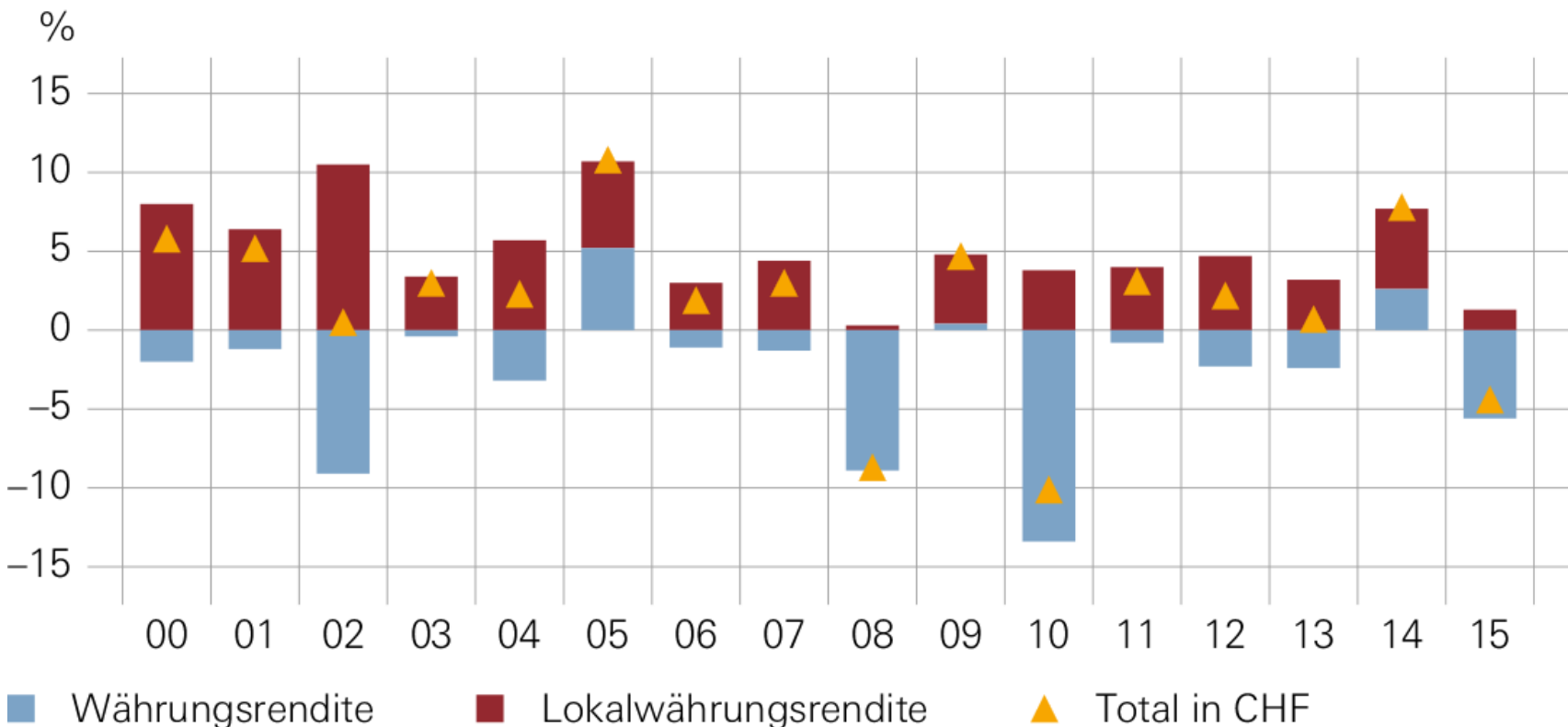
- EUR, 42%
- USD, 32%
- JPY, 8%
- GBP, 7%
- CAD, 3%
- Übrige, 7%

Quelle: SNB

Aufgrund der Höhe der Devisenanlagen können Gewinne und Verluste in Milliardenhöhe auftreten

RENDITE AUF DEVISENRESERVEN

Am 31.12.2015

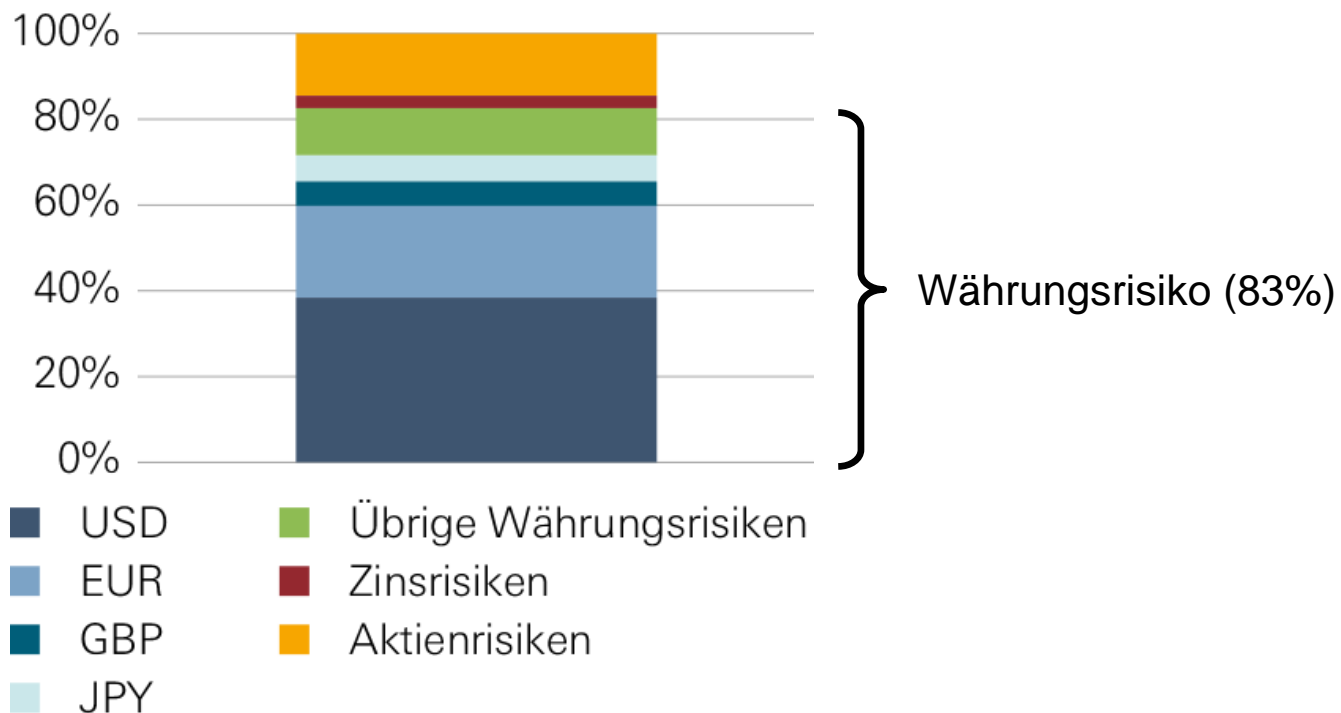


Quelle: SNB

Wechselkursschwankungen stellen mit Abstand das grösste Risiko für das SNB-Anlageergebnis dar

RISIKODEKOMPOSITION DER DEISENRESERVEN

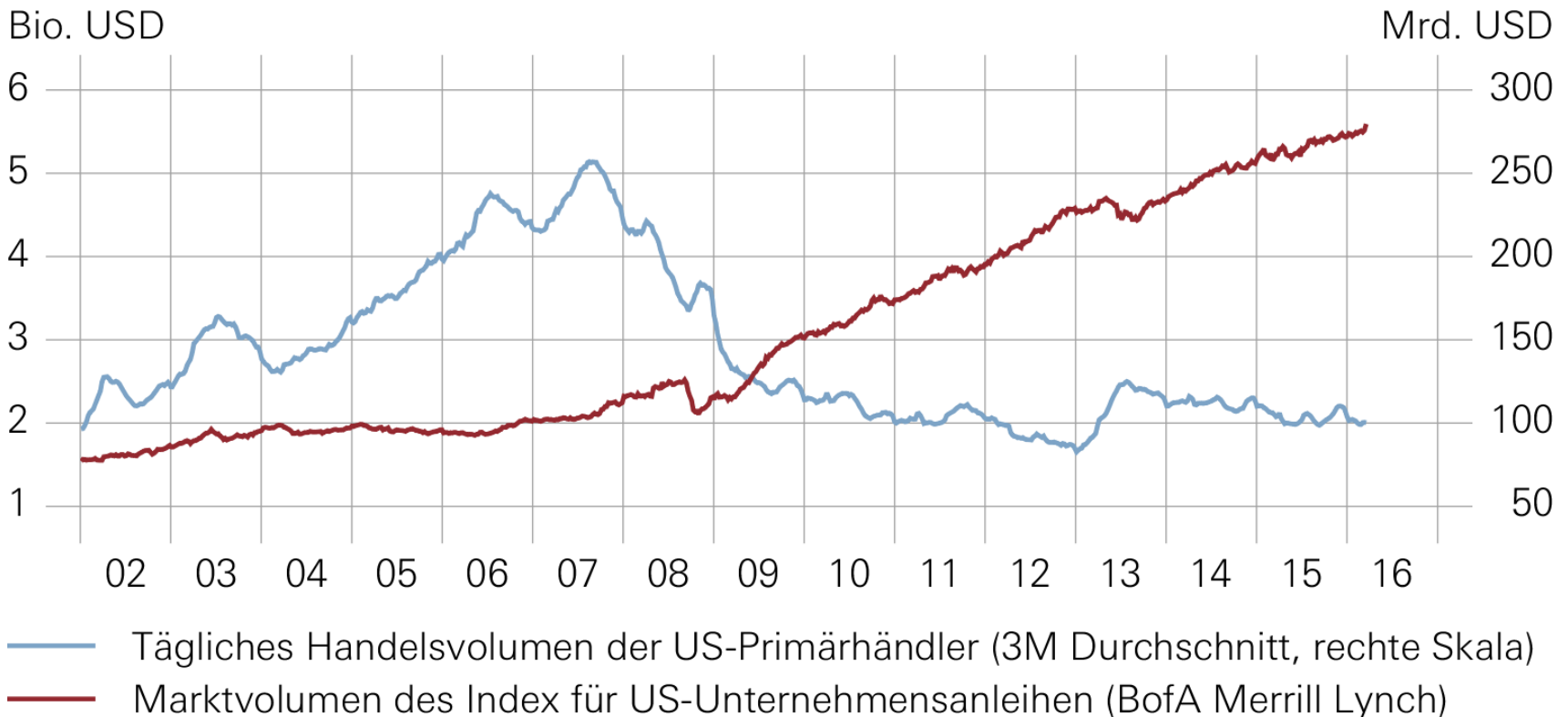
1980–2015



Die Marktliquidität im Bereich der Unternehmensanleihen hat deutlich abgenommen

ENTWICKLUNG DES MARKTES FÜR US-UNTERNEHMENSANLEIHEN

Wachsendes Marktvolumen bei abnehmendem Handelsvolumen

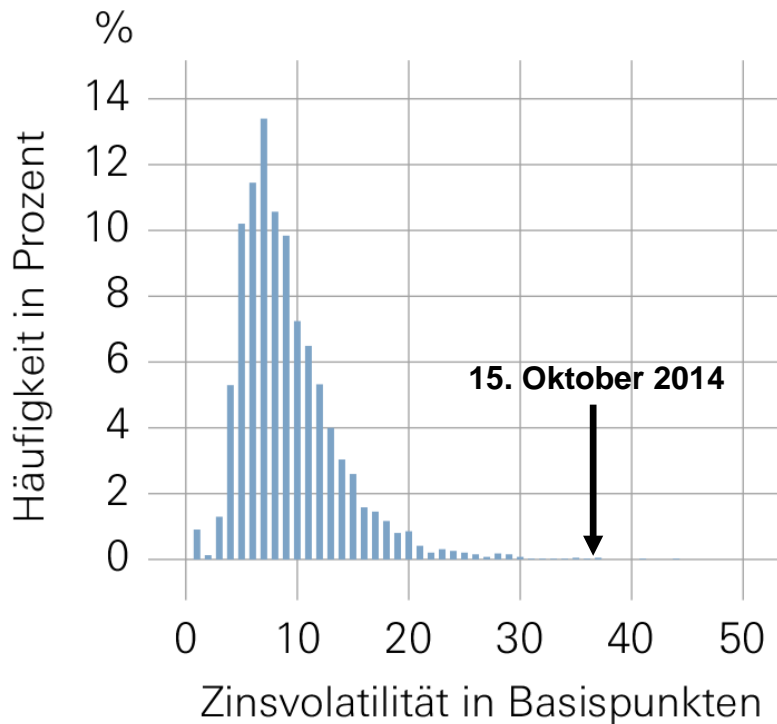


Quellen: BAML, Bloomberg, FRBNY, SNB

Selbst die grossen Staatsanleihenmärkte sind teilweise von hoher Volatilität gekennzeichnet

US-STAATSANLEIHE

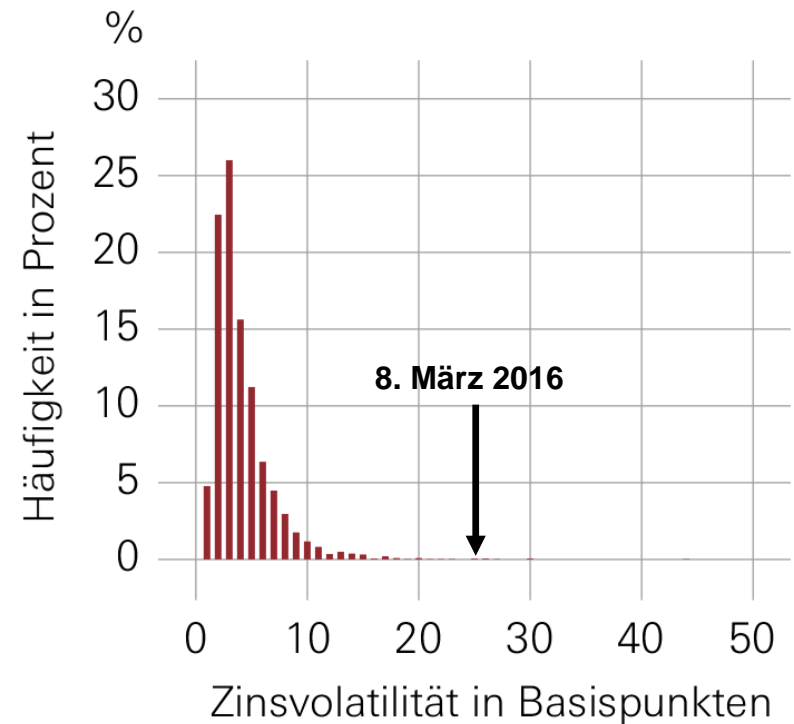
Zinsvolatilität von 2001 bis 2016



■ 10-jährige Staatsanleihe

JAPANISCHE STAATSANLEIHE

Zinsvolatilität von 2001 bis 2016



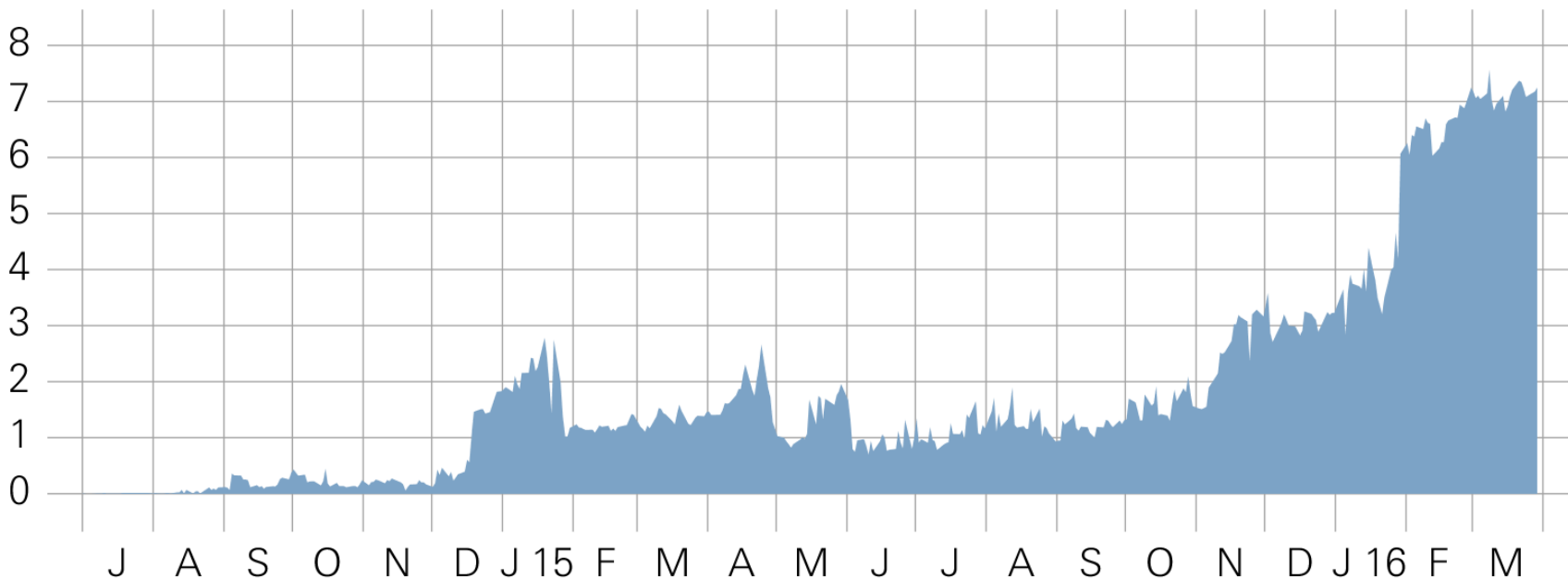
■ 30-jährige Staatsanleihe

Negative Renditen als weitverbreitetes Phänomen

MARKTVOLUMEN DER STAATSANLEIHEN MIT NEGATIVER RENDITE

Basierend auf dem Bank of America Merrill Lynch World Sovereign Bond Index*

Bio. USD

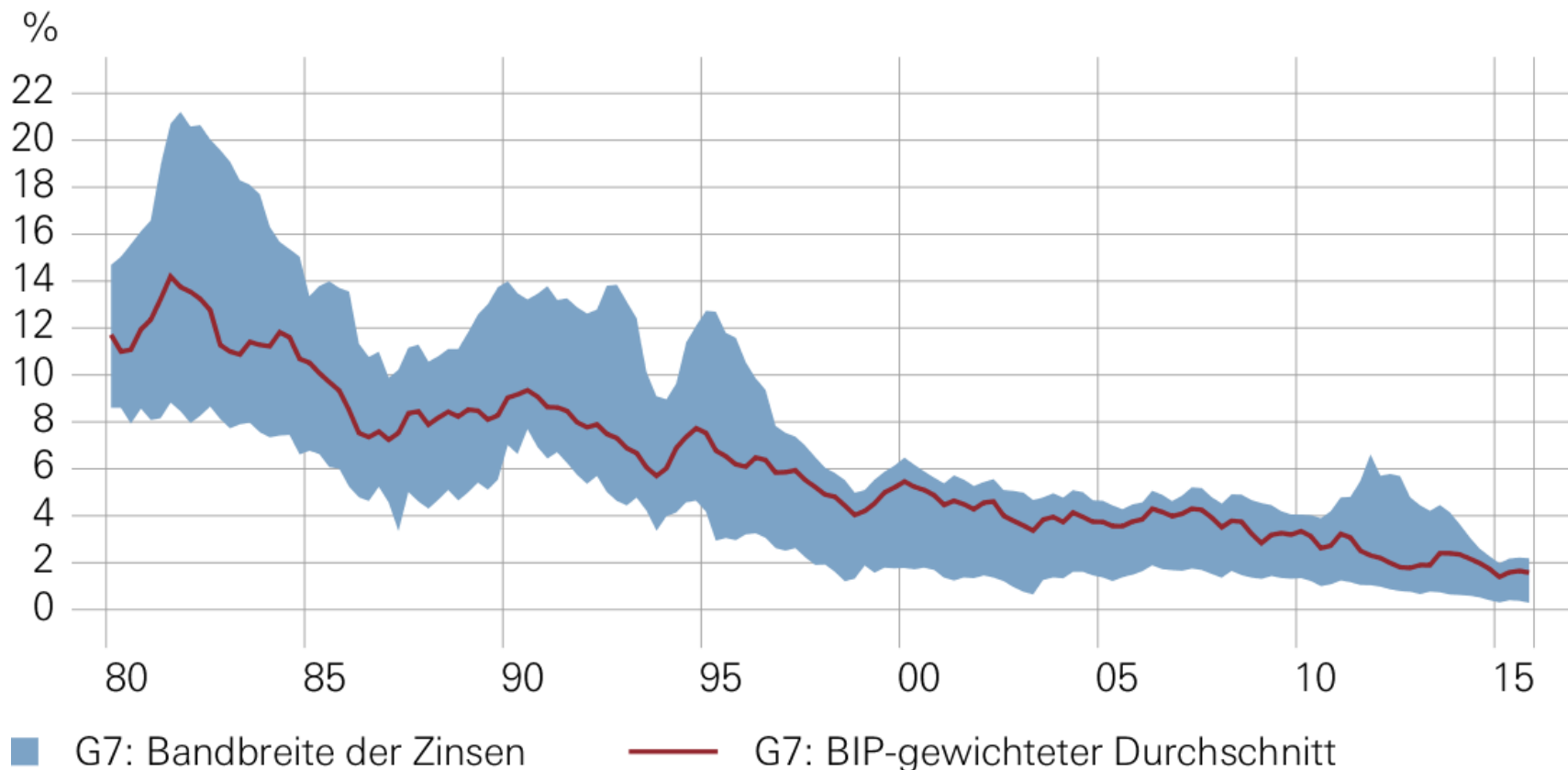


* Der Index enthält über 2000 Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von mindestens einem Jahr.

Quellen: BAML, BIS, Bloomberg, SNB

Der Rückgang der langfristigen Zinsen hat strukturelle Gründe

ZINSEN AUF 10-JÄHRIGE STAATSANLEIHEN

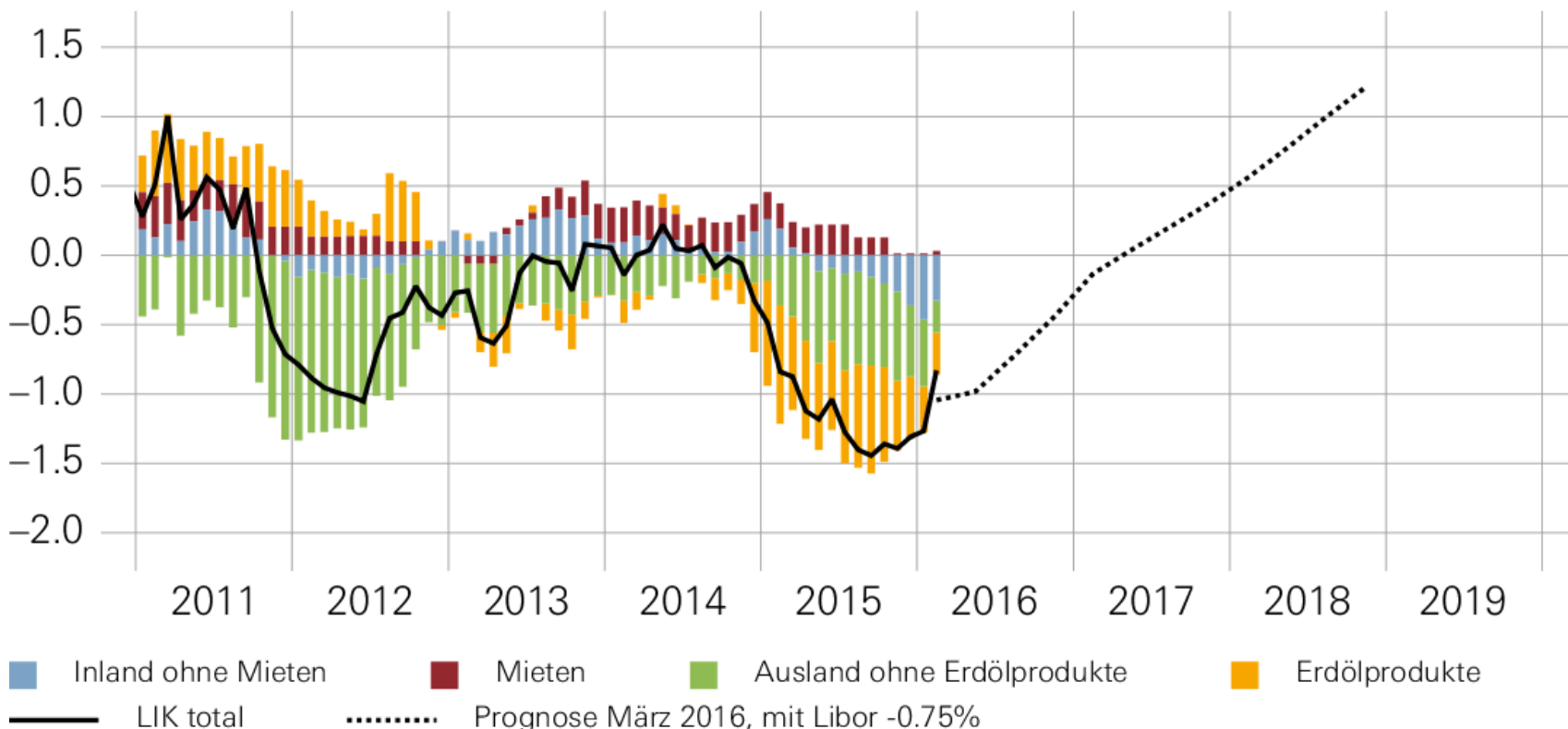


Quellen: OECD, IMF, SNB

Gemäss der aktuellen Inflationsprognose ist die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet

BEITRÄGE ZUR INFLATION UND BEDINGTE INFLATIONSPROGNOSE

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



Quellen: BFS, SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

