

Bern, 15. Dezember 2016  
Andréa M. Maechler

---

## Einleitende Bemerkungen von Andréa M. Maechler

Ich werde meine Bemerkungen mit einem Überblick über die Lage an den Finanzmärkten beginnen. Danach werde ich auf die Wirkung des Negativzinses auf den Geld- und Kapitalmarkt eingehen. Mit einigen Worten zu den Fortschritten bei der Reform der Referenzzinssätze werde ich meine Ausführungen abschliessen.

### Lage an den Finanzmärkten

Seit dem letzten Mediengespräch im Juni wurde die Entwicklung an den Finanzmärkten von zwei politischen Ereignissen erheblich geprägt: dem unerwarteten Votum Grossbritanniens für den Austritt aus der Europäischen Union im Juni und den Präsidentschaftswahlen in den USA im November. Beide Ereignisse sorgten bei den Investoren vorübergehend für Verunsicherung. Insgesamt herrschte jedoch eine positive Risikostimmung vor. Die massgeblichen Aktienindizes in den USA, Japan und Europa verzeichneten seit Mitte Jahr Kursgewinne (Abbildung 1). In den USA erreichten alle wichtigen Leitindizes Anfang Dezember neue Rekordstände. In der Schweiz blieb der SMI hinter dieser Entwicklung zurück; im Vergleich zum Stand von Mitte Jahr notierte er zuletzt praktisch unverändert. Grund dafür ist die starke Gewichtung defensiver Titel, etwa aus dem Gesundheits- und dem Konsumgütersektor; diese Titel, die für gewöhnlich weniger von der zunehmenden Risikofreude der Anleger profitieren, gerieten angesichts steigender Zinsen unter Abgabedruck.

An den Anleihenmärkten sind die Renditen von Staatsanleihen mit hoher Bonität seit Mitte Jahr gestiegen (Abbildung 2a). Zum einen stützten die Konjunkturdaten das Vertrauen der Anleger in den globalen Wirtschaftsaufschwung. Zum anderen nahmen die Inflationserwartungen – ausgehend von tiefen Niveaus – sukzessive zu, allen voran in Grossbritannien und den USA (Abbildung 2b). Verstärkt wurde diese Entwicklung durch den Ausgang der US-Wahlen, der die Erwartungen einer expansiveren Fiskalpolitik und einer

## Mediengespräch

stärkeren Zunahme der Staatsverschuldung in den USA schürte. Darüber hinaus widerspiegelt der Renditeanstieg auch gestiegene Risikoprämien aufgrund einer generell erhöhten Unsicherheit über den Fortgang der US-Fiskal- und Geldpolitik.

So war der Anstieg der Renditen in den USA auch besonders ausgeprägt. Bei US-Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit lagen sie zuletzt bei etwa 2,5% und damit 1 Prozentpunkt höher als Mitte Jahr. Demgegenüber nahmen die Renditen in Japan und Europa weniger stark zu. Die Eidgenossenschaft verzinste ihre Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit zuletzt mit –0,1% einen halben Prozentpunkt höher als Mitte Jahr. Aktuell rentieren noch rund 60% der ausstehenden Anleihen der Eidgenossenschaft negativ, verglichen mit rund 95% Ende Juni.

Mit dem globalen Renditeanstieg ist der Anteil der Staatsanleihen mit negativen Renditen weltweit von über 30% Ende Juni auf zuletzt etwa 20% zurückgegangen. Einerseits kann diese Entwicklung als Schritt hin zu einer gewissen Normalisierung an den Anleihemärkten gesehen werden. Andererseits darf nicht übersehen werden, dass höhere US-Renditen und die damit verbundene Aufwertung des US-Dollars für einige Schwellenländer zur Belastung werden könnten.

Am Devisenmarkt stand der Franken nach dem Brexit-Votum kurzzeitig unter erhöhtem Aufwertungsdruck. Nicht zuletzt aufgrund der Interventionsbereitschaft der Nationalbank ebte dieser wieder ab. Während das Pfund über die Sommermonate hinweg weiter an Wert verlor, bewegten sich die anderen wichtigen Währungen – und mit ihnen auch der Franken – in engen Bahnen seitwärts (Abbildung 3). Die höhere Unsicherheit im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahlen äusserte sich am Devisenmarkt erneut in einer steigenden Nachfrage nach «Sicheren-Hafen»-Währungen, was auch zu leicht höheren Notierungen des Frankens führte. Nach den US-Wahlen wertete sich der US-Dollar auf breiter Basis auf. Diese Dollarstärke erfolgte vor dem Hintergrund des erwähnten Zinsanstiegs in den USA. Der Greenback konnte seit den Wahlen handelsgewichtet um rund 3% zulegen. Die jüngsten Entwicklungen in den USA hatten auch Auswirkungen auf andere Währungsräume. Namentlich Währungen von Schwellenländern kamen unter Druck und gaben als Gruppe zum US-Dollar rund 4% nach.

Handelsgewichtet hat sich der Franken gegenüber dem Stand von Ende Juni wenig verändert. Allerdings entwickelten sich die Franken-Wechselkurse nicht einheitlich: Gegenüber dem Yen wertete sich der Franken stärker auf als zum Euro und zum Pfund; gegenüber dem US-Dollar sowie Währungen von rohstoffexportierenden Ländern schwächte sich der Franken indessen ab. Insgesamt ist der Franken weiterhin deutlich überbewertet. Das Marktumfeld bleibt herausfordernd und geprägt von weltwirtschaftlichen und politischen Risiken. Die SNB beobachtet das Geschehen an den Devisenmärkten deshalb weiterhin mit grosser Aufmerksamkeit.

## Mediengespräch

### **Wirkung des Negativzinses auf den Geld- und Kapitalmarkt**

Lassen Sie mich nun auf die Wirkung des Negativzinses auf Guthaben bei der SNB auf den Frankengeld- und Kapitalmarkt zu sprechen kommen. Bekanntlich bewegen sich die wichtigsten Geldmarktsätze wie der Dreimonats-Libor seit der Einführung des Negativzinses im Januar 2015 wie beabsichtigt in der Region von  $-0,75\%$  (Abbildung 4). Damit konnte die traditionelle Zinsdifferenz zum Ausland zumindest teilweise wieder hergestellt werden. Auch am besicherten Geldmarkt – dem Repomarkt – haben sich die Zinsen auf tieferen Niveaus eingependelt. Dies gilt namentlich für den SARON, den Referenzzinssatz für Tagesgeld. Die Aktivität am Repomarkt ist auch mit dem Negativzins und sehr hohen Giroguthaben intakt. Banken und Versicherungen benützen den Markt für den kurzfristigen Liquiditätsausgleich und für die effiziente Bewirtschaftung ihrer Bestände an Sicherheiten. Nach der Einführung des Negativzinses war am Repomarkt sogar ein Anstieg des Handelsvolumens zu beobachten (Abbildung 5). Ein Grund dafür ist, dass nicht ausgeschöpfte Freibeträge mittels Repogeschäften aufgefüllt werden können.

Die Renditen für Geldmarktbuchforderungen des Bundes liegen unter jenen des Interbankenmarktes (Abbildung 4). Hauptgrund dafür ist die relativ hohe Nachfrage von Investoren nach sicheren Frankenanlagen. Auch am Markt für Devisenswaps, wo Währungen befristet gegeneinander ausgetauscht werden, liegen die impliziten Zinsen für Frankenanlagen deutlich unter  $-0,75\%$ ; dies gilt namentlich für Swaps gegen US-Dollar. Ursache hierfür ist zum einen die reichlich vorhandene Frankenliquidität und zum anderen eine strukturell hohe Nachfrage nach US-Dollar-Finanzierungen im internationalen Finanzsystem. Dies führt zu einem relativen Angebotsüberschuss von Franken gegenüber US-Dollar, wodurch die impliziten Frankenzinsen am Markt für Devisenswaps nach unten gedrückt werden. Dies verteuert das Halten von Franken für die entsprechenden Investoren über den Negativzins von  $-0,75\%$  hinaus.

Am Kapitalmarkt waren die Renditen langfristiger Bundesobligationen nach der Einführung des Negativzinses ebenfalls deutlich gesunken. Der seit Mitte Jahr zu beobachtende Zinsanstieg bei längerfristigen Papieren in der Schweiz erfolgte etwa parallel zur internationalen Zinsentwicklung. Da gleichzeitig die Geldmarktsätze stabil blieben, resultierte eine etwas steilere Zinskurve für Frankenanlagen; auch dies steht im Einklang mit der internationalen Entwicklung.

Insgesamt entfaltet der Negativzins am Geld- und Kapitalmarkt somit seine erwartete Wirkung und macht das Halten von Frankenpositionen gegenüber anderen Währungen weniger attraktiv.

### **Reform der Referenzzinssätze**

Abschliessend möchte ich noch kurz auf die laufenden Reformen bei den Referenzzinssätzen eingehen. Das Financial Stability Board (FSB) hat im Jahr 2014 zum einen die Stärkung der bestehenden globalen Referenzzinssätze empfohlen, allen voran des Libors. Zum anderen soll die Entwicklung von Alternativen vorangetrieben werden. In beiden Bereichen begleitet die

## Mediengespräch

SNB die Reformbestrebungen. Sie ist in den relevanten Gremien vertreten und nimmt eine unterstützende Rolle wahr, indem sie sich am Dialog unter Marktteilnehmern sowie mit in- und ausländischen Behörden beteiligt.

Auf internationaler Ebene konnten insbesondere beim Libor Reformen umgesetzt werden. Bei den Arbeiten stehen eine Standardisierung der Zinsermittlung bei den Panelbanken sowie die stärkere Abstützung auf Transaktionen im Vordergrund. Das Volumen im Marktsegment, das dem Libor zugrunde liegt, ist jedoch nach wie vor dünn.

Auf nationaler Ebene richtet sich das Hauptaugenmerk auf die Ablösung des TOIS-Fixings.<sup>1</sup> Das TOIS-Fixing ist ein panelbasierter Referenzzinssatz für den unbesicherten Geldmarkt im Tagesgeldbereich und wird für Zinsderivate verwendet. Trotz der umfangreichen Reformarbeiten konnte diesbezüglich keine langfristig stabile Lösung gefunden werden. Das zugrundeliegende Geschäftsvolumen ist weiterhin sehr gering, und die Bereitschaft von weiteren Banken, Zinskonditionen zu melden, ist nicht vorhanden. Daher wird das TOIS-Fixing per Ende 2017 eingestellt. An seine Stelle soll der SARON treten – der bereits erwähnte Referenzzinssatz für besichertes Tagesgeld. Der SARON wurde 2009 von der SNB in Zusammenarbeit mit der SIX lanciert. Wir sind überzeugt, dass er sich als wichtiger Referenzzinssatz in Franken etablieren wird. Die weiteren Arbeiten werden von einer Arbeitsgruppe aus Vertretern des Finanzsektors koordiniert. Die wichtigsten Informationen dazu sind öffentlich auf der Website der SNB verfügbar.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> TOIS steht für Tomorrow/Next Overnight Indexed Swap.

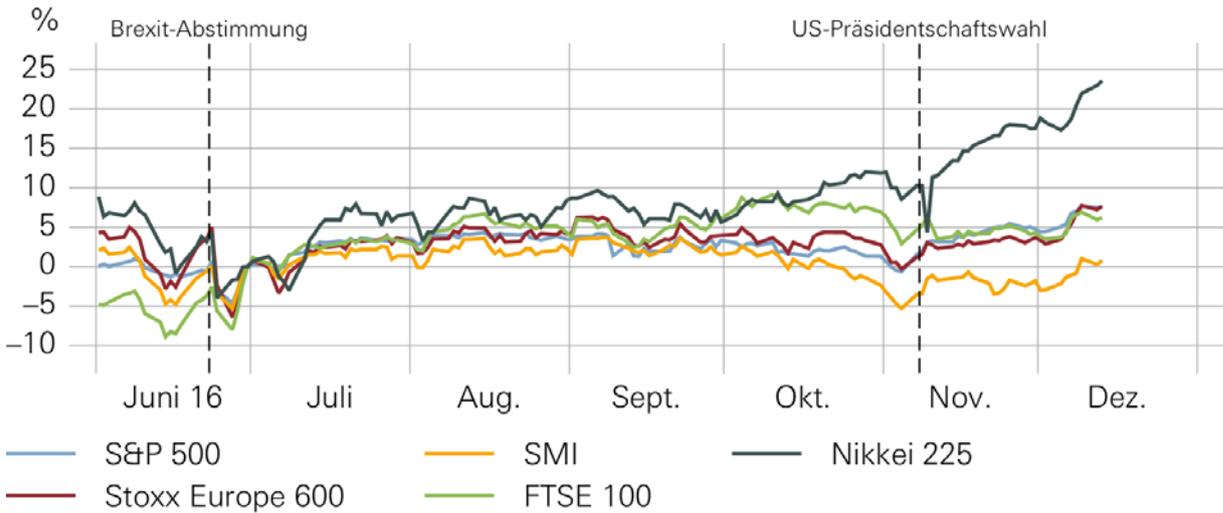
<sup>2</sup> [http://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/finmkt\\_benchm/id/finmkt\\_reformrates](http://www.snb.ch/de/ifor/finmkt/finmkt_benchm/id/finmkt_reformrates)

Mediengespräch

Abbildungen

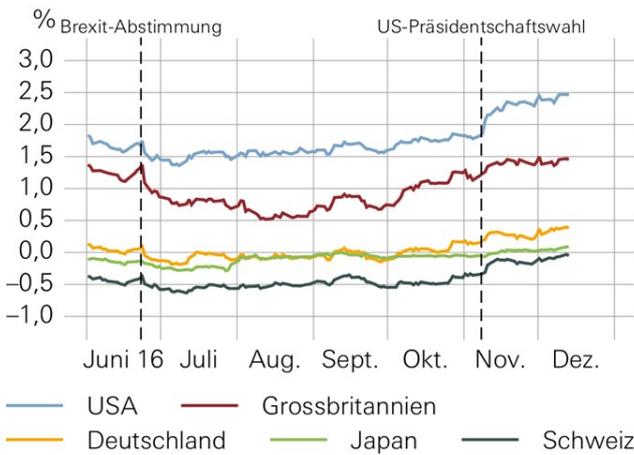
**ABB. 1: GLOBALE AKTIENMÄRKTE**

Veränderung seit Ende Juni in Prozent



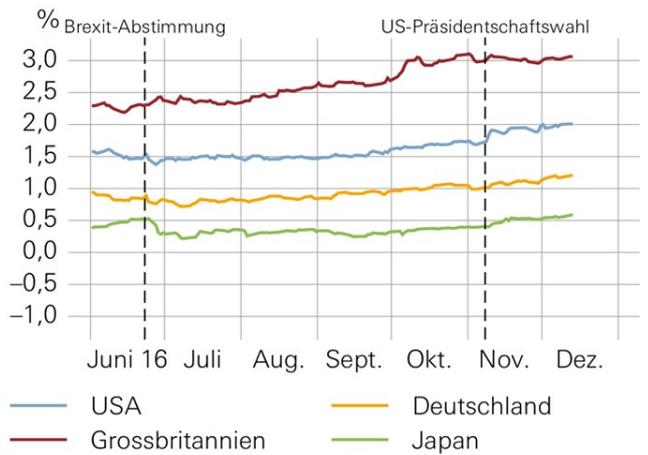
Quellen: Bloomberg, SNB

**ABB. 2A: ZINSEN AUF STAATSANLEIHEN (10J.)**



Quellen: Bloomberg, SNB

**ABB. 2B: INFLATIONSERWARTUNGEN\* (10J.)**

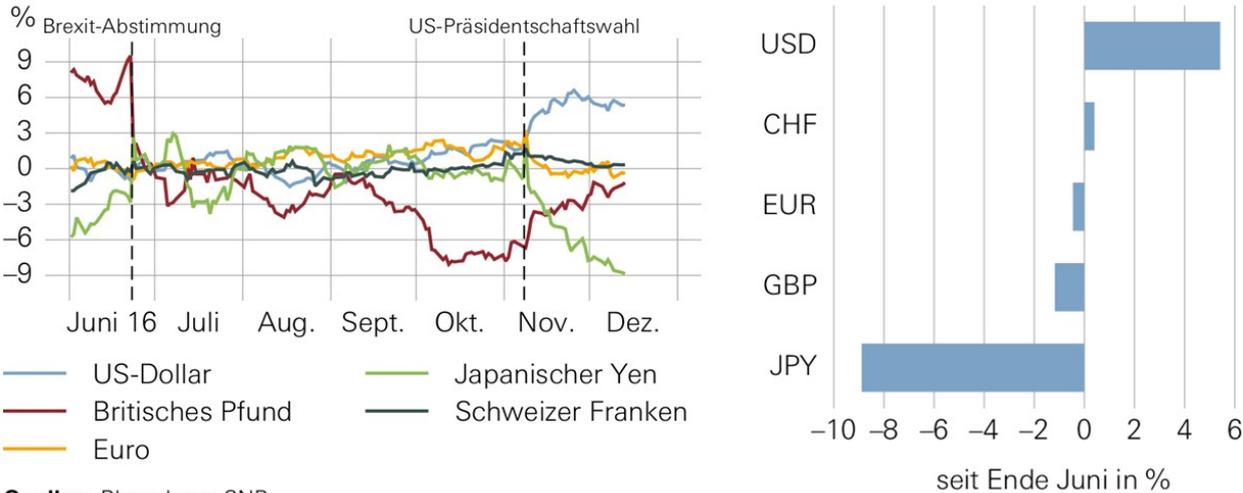


\* Abgeleitet aus inflationsgeschützten Staatsanleihen

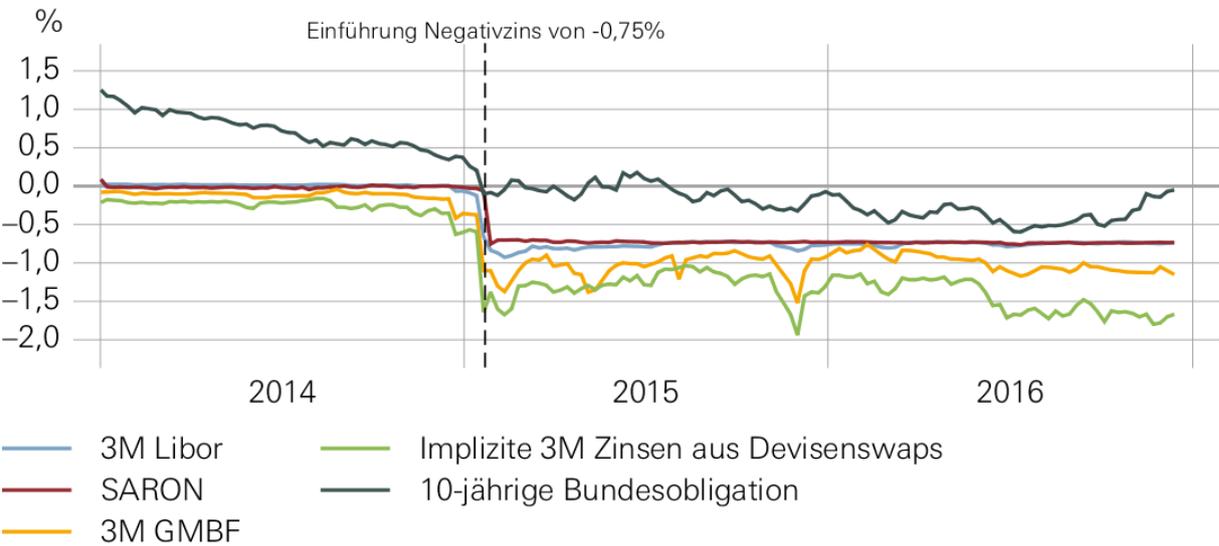
Mediengespräch

**ABB. 3: HANDELSGEWICHTETE WECHSELKURSE**

Veränderung seit Ende Juni in Prozent



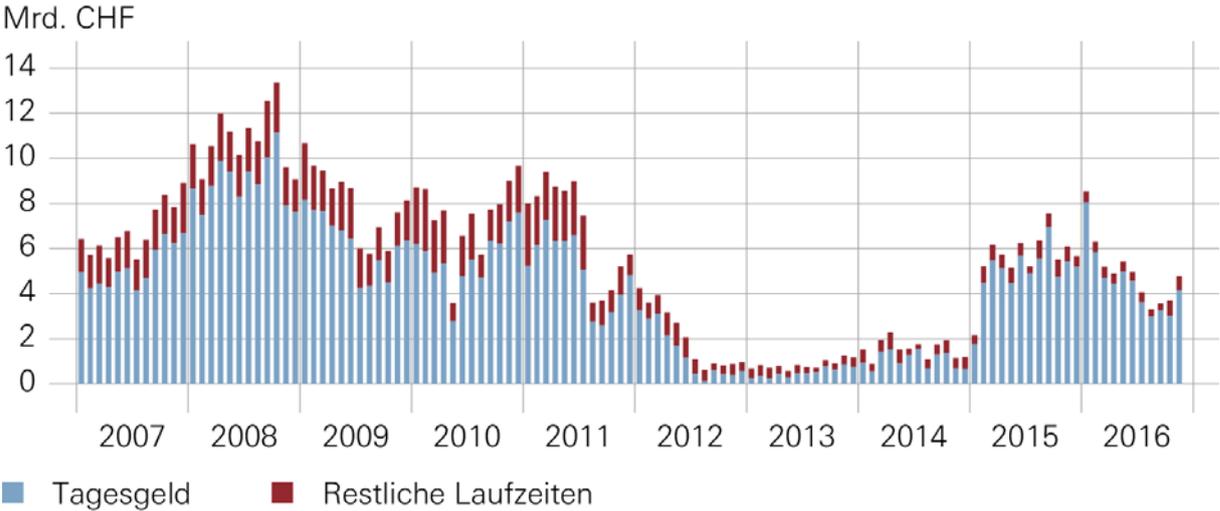
**ABB. 4: GELD- UND KAPITALMARKTZINSEN**



Mediengespräch

**ABB. 5: UMSATZ AM FRANKEN-REPOMARKT**

Durchschnittswerte der jeweiligen Periode



Quellen: SIX, SNB