

Der Schweizer Obligationenmarkt – unbeschadet durch die Finanzkrise

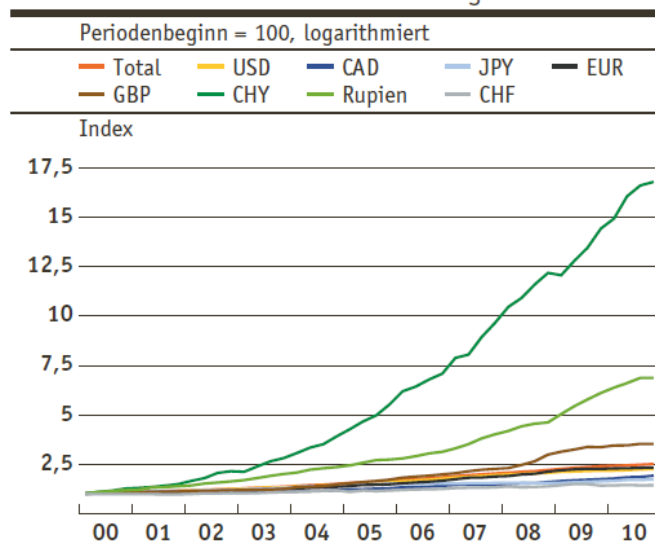
Der Schweizer Obligationenmarkt hat sich in der Finanzkrise gut behauptet. Es kam 2008 und 2009 nicht zu einer Schliessung des Marktes, weder für inländische noch ausländische Schuldner. Der Frankenobligationenmarkt ist seiner Reputation der Stabilität gerecht geworden.

Weshalb interessiert sich die Schweizerische Nationalbank (SNB) für den Frankenobligationenmarkt? Die SNB setzt ihre Geldpolitik über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Geldmarkt um (seit 6. September setzt die SNB zudem am Devisenmarkt einen Mindestkurs von 1.20 Franken zum Euro durch). Dieser Leitzins – der Dreimonats-Libor für Franken – ist ein Referenzsatz des Interbankenmarktes. Gleichzeitig erfüllt er eine wichtige Funktion im Obligationen- und Swapmarkt. Die Entwicklungen am Obligationenmarkt sind daher für den Übertragungsmechanismus der Geldpolitik von Bedeutung. Ausserdem liefern sie wertvolle Informationen für ökonomische und geldpolitische Analysen. Ein zweiter Grund liegt darin, dass die SNB als Bank des Staates wirkt. Sie wickelt für den Bund Zahlungen ab, begibt Geldmarktbuchforderungen und Anleihen, besorgt die Verwahrung von Wertpapieren und führt Geld- und Devisengeschäfte aus. Drittens hat die SNB angesichts ihrer bedeutenden Bestände an Frankenanleihen ein direktes Interesse an den Bewegungen dieses Marktes. Viertens stellen Frankenanleihen einen zentralen Bestandteil der SNB-repofähigen Effekten dar. Und schliesslich kann der inländische Obligationenmarkt im Rahmen von Massnahmen gegen die Finanzkrise eine wichtige Rolle spielen. So kaufte die SNB während der jüngsten Krise Frankenanleihen von privaten Schuldnern, um einer Kreditverknappung vorzubeugen.

Haupteigenschaften des Frankenobligationenmarktes

Der Schweizer Anleihenmarkt zeichnet sich durch drei Hauptmerkmale aus. Erstens weist er international eine der tiefsten Wachstumsraten auf. Weltweit steigt das Volumen an ausstehenden Anleihen stetig und kräftig. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften wie China oder Indien wachsen die Obligationenmärkte besonders dynamisch. Die gesamte Kapitalisierung des Schweizer Marktes lag Ende 2010 bei über 570 Mrd. Franken. Dies entspricht 115% des Bruttoinlandproduktes (BIP) und damit der durchschnittlichen Grösse eines Obligationenmarktes einer entwickelten Volkswirtschaft.

Ausstehende Anleihen in Lokalwährungen



Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ)

Zweitens ist in der Schweiz der Markt für nicht-öffentliche Schuldner im Gegensatz zu vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich grösser als der öffentliche Kapitalmarkt. In den letzten fünf Jahren sind die ausstehenden Anleihen der Eidgenossenschaft gemessen an der Grösse der Volkswirtschaft stetig zurückgegangen. Darin widerspiegelt sich die umsichtige Finanzpolitik von Bund, Kantonen und Städten bzw. Gemeinden.

Drittens halten ausländische Emittenten einen grösseren Marktanteil als inländische. An den meisten anderen Märkten dominieren inländische Schuldtitel. Die Marktkapitalisierung der Auslandschuldner übertrifft diejenige der inländischen Emittenten seit Jahren.

Darüberhinaus wird die grosse Mehrheit der Frankenanleihen an SIX Swiss Exchange gehandelt, wogegen in anderen Ländern die meisten Abschlüsse ausserbörslich zustandekommen. Der hiesige Obligationenmarkt zeichnet sich zudem durch eine überdurchschnittliche Bonität seiner Schuldner aus.

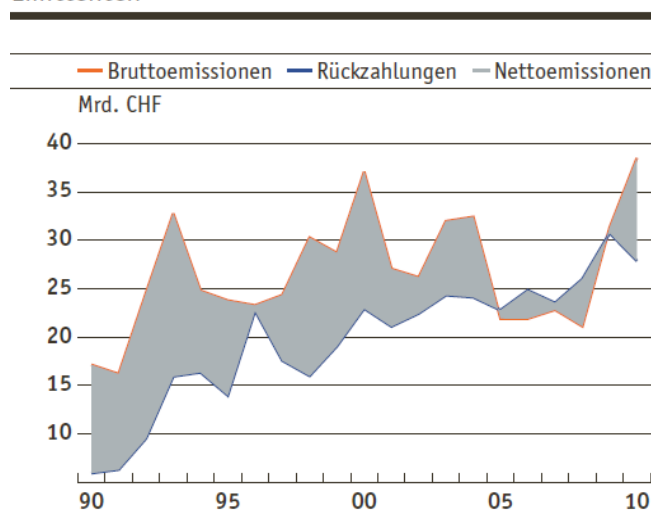
Der Frankenobligationenmarkt und die Finanzkrise

Die jüngste Finanzkrise hat im Primärmarkt keine grösseren Spuren hinterlassen. Insgesamt lagen 2010 die Emissionen von Frankenanleihen in der gleichen Grössenordnung wie in den Vorjahren. Allerdings gibt es Unterschiede in der Beanspruchung des Kapitalmarktes durch inländische bzw. ausländische Schuldner. Zum einen brachen die Emissionen von Frankenanleihen durch Inlandschuldner während der jüngsten Finanzkrise nicht ein, d.h., der Schweizer Anleihenmarkt war nie geschlossen. Zweitens nahmen die Auslandschuldner keine Portfolioumschichtungen hin zum Frankenobligationenmarkt vor. Und drittens ging von den internationalen Reserveverwaltern keine gesteigerte Nachfrage nach Frankenanlagen aus.

Die Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Schuldner war 2010 äusserst rege. Der Bankensektor erhöhte seine Emissionen markant auf mehr als das Dreifache. Nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise 2007 war sein Emissionsvolumen geschrumpft. Die Industrieunternehmen hingegen reduzierten 2010 ihre Emissionen. Allerdings war dem ein sehr aktives 2009 vorangegangen, trotz des schlimmsten Konjunkturunbruchs seit Jahrzehnten. Darin spiegelt sich der Umstand, dass diese Schuldner stets Zugang zum heimischen Obligatio-

nenmarkt hatten. Insgesamt betrachtet treten sie aber am Markt zurückhaltend auf; der Unternehmenssektor finanziert sich nicht schwergewichtig mittels Obligationen. Auffallend sind die seit 2007 viel höheren Emissionen von Schweizer Pfandbriefen. Für den Bankensektor stellen sie eine relativ kostengünstige Art der Refinanzierung dar, und die rege Tätigkeit steht im Einklang mit dem steigenden Hypothekarvolumen. Insgesamt betragen 2010 die Emissionen von inländischen Schuldern 38 Mrd. Franken. Sie lagen damit rund 50% über dem Niveau der Krisenjahre 2007–2009 bzw. ein Drittel über dem Durchschnitt der Vorkrisenjahre. Inlandschuldner beanspruchen in konjunkturellen Abschwächungsphasen vermehrt die Kapitalmärkte und profitieren dadurch vom günstigen Zinsumfeld.

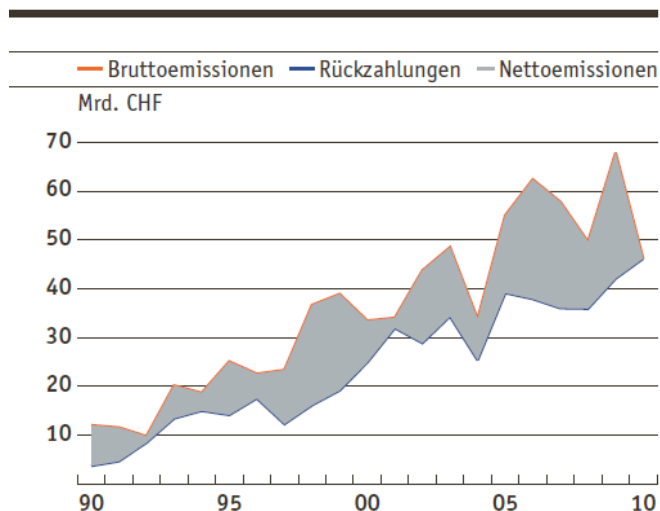
Kapitalmarktbeanspruchung durch inländische Emittenten



Quelle: SNB

Bei den ausländischen Schuldern zeigt sich ein anderes Bild. Während die ausländischen Emissionen 2009 Höchstwerte erreichten, ging die Beanspruchung 2010 stark zurück. Für internationale Emittenten stellt der Schweizer Obligationenmarkt einen festen Bestandteil der globalen Finanzierungsstrategie dar. Teilweise ist das Tiefzinsumfeld besonders attraktiv. Zudem bietet sich die Möglichkeit zur Diversifikation und Stärkung der Investorenbasis. Allerdings wollen viele ausländische Emittenten kein direktes Währungsrisiko zum Franken eingehen und tauschen ihr Exposure zurück in ihre Landeswährung. Eine Erklärung für den Rückgang sind die relativ hohen Absicherungskosten für Franken-Exposures. 2010 betrug das Emissionsvolumen der ausländischen Schuldner 46 Mrd. Franken. Dies ist rund 20% weniger als während der Krisenjahre 2007–2009 und entspricht dem Vorkrisenniveau.

Kapitalmarktbeanspruchung durch ausländische Emittenten



Quelle: SNB

Die Nachfrage nach Frankenaktiven seitens der Verwalter der Devisenreserven ist nicht gestiegen. Während der Franken zu den zehn meistgehandelten Währungen der Welt zählt, spielen die offiziellen Währungsbestände in Franken weiterhin nur eine kleine Nebenrolle. Nur 0,10% aller globalen Devisenreserven entfallen auf Franken, d.h. nominal rund 9 Mrd. Franken.

Dieser Beitrag ist eine Zusammenfassung eines SNB Policy Paper, das im Quartalsheft 3/2011 erschienen ist. (www.snb.ch/de/mmr/reference/quartbul_2011_3_komplett/source/quartbul_2011_3_komplett.de.pdf)

Zum Autor:

Gero Jung, Jahrgang 1974, studierte in London, Mailand, Genf und Boston. Er arbeitete mehrere Jahre für den Internationalen Währungsfonds, u.a. als Berater für den Schweizer Exekutivdirektor. Von 2004 bis 2007 und von 2009 bis August 2011 war er für die SNB tätig, zuletzt als Senior Economist in der Einheit Anlagestrategie und Finanzmarktanalyse.