

Referat

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

Sperrfrist
27. März 2014 18:00

Märkte im Wandel

Geldmarkt-Apéro

Dewet Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums*
Schweizerische Nationalbank
Zürich, 27. März 2014
© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2014

* Der Referent dankt Basil Guggenheim, Peter Kuster, Thomas Maag, Barbara Sutter und Tanja Zehnder für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags.

Geschätzte Damen, wertee Herren

Es freut mich sehr, dass ich Sie auch von meiner Seite zum Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) begrünnen darf. Wie Sie wissen, bildet der Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro seit September 2011 Dreh- und Angelpunkt für die Umsetzung unserer Geldpolitik. Der Mindestkurs ist unverändert nötig, um der Schweizer Wirtschaft angemessene monetäre Rahmenbedingungen zu sichern und damit gemäss unserem Auftrag Preisstabilität zu gewährleisten. Die monetären Bedingungen werden vom Zinsniveau und dem Wechselkurs bestimmt. Der Franken ist weiterhin hoch bewertet, sowohl nominell als auch real betrachtet. Eine Aufwertung des Frankens würde zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen führen. Der Mindestkurs schiebt einer solchen Entwicklung den Riegel vor, und er ist dafür auch das richtige Instrument, weil Zinssenkungen bei kurzfristigen Zinsen von nahe null kaum mehr in Frage kommen. Die jüngsten Vorgänge in Europas Osten erinnern uns dabei daran, dass die Unsicherheit generell hoch bleibt und unverhofft selbst auf unserem Kontinent die Geopolitik wieder die Rolle eines Störenfrieds an den Finanzmärkten übernehmen kann.

Da die Umsetzung unserer Geldpolitik weiterhin voll auf den Mindestkurs ausgerichtet ist, erlaube ich mir, wie bereits vor einem Jahr, mit dem Euro-Franken-Kurs zu starten (**Abbildung 1**). Allerdings handelt es sich dabei nicht um einen einfachen Kurschart, sondern gewissermassen um eine Heat Map. Die Quadrätchen entsprechen dem Durchschnittskurs pro Woche. Die Farben signalisieren die Umsätze. Dunkelrot steht für grosse, blassrot für mittlere und blau für niedrige Handelsvolumen. Seit dem letzten Geldmarkt-Apéro im März 2013 hat sich also das Geschehen in unserem Währungspaar deutlich abgekühlt. Zudem klebte der Wechselkurs auch nicht mehr an der Marke von 1.20, wie das 2012 der Fall gewesen war. Vielmehr bewegte er sich ohne grössere Ausschläge etwas darüber. Der Franken stand offenbar nicht mehr voll im Brennpunkt der Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer.

Licht und Schatten am Devisenmarkt

Nicht nur der Kursverlauf und die Volumen legen nahe, dass sich die Temperatur abgekühlt hat. In **Abbildung 2** ist der Euro-Franken-Kurs als dunkelrote Linie abgetragen, mit Skala rechts. Die schmalen blauen Balken stehen für die Anzahl der Suchanfragen nach dem Begriff «EURCHF» auf Google, wobei die Skala links indexiert ist. Am häufigsten wurde der Begriff im fiebrigen Umfeld der Einführung des Mindestkurses im Sommer 2011 recherchiert. Seither hat das Interesse der Internet-Gemeinde am Wechselkurs deutlich abgenommen.

Während sich im Internet auch viele Laien tummeln, handelt es sich bei den von Bloomberg regelmässig zum Wechselkurs befragten Bankanalysten um Profis. Die dunkelrote Linie in **Abbildung 3** ist der tatsächliche Euro-Franken-Kurs, gestrichelt fortgeführt ist der Mittelwert bzw. Median der aktuellen Kursprognosen. Die farbigen Bänder zeigen die Spanne der Analystenschätzungen, die jeweils ein Quartal respektive ein oder zwei Jahre zuvor für diesen Zeitpunkt gestellt wurden. Die Bänder bilden 80% der Schätzungen ab. Die 10% tiefsten bzw.

höchsten Nennungen wurden nicht berücksichtigt, um Extremwerte, die das Bild möglicherweise verzerrt hätten, zu vermeiden. Wie die gestrichelte Linie zeigt, erwarten die Profis 2014 kaum Veränderungen im Wechselkurs. Auch das blaue Band, das den Fächer der Prognosen vor einem Jahr abbildet, tendiert über das ganze Jahr seitwärts. Sämtliche Prognosen bis zum Ende des Prognosehorizonts Ende 2015 liegen unisono über 1.20 Franken pro Euro. Das zeigt, wie gut verankert der Mindestkurs ist, was man durchaus als Vertrauensbeweis in punkto Durchsetzungsvermögen der SNB interpretieren darf. Die kontinuierlich leicht ansteigende Medianprognose deutet darauf hin, dass der Franken aktuell hoch bewertet ist und die Analysten eher eine Abschwächung erwarten.

Abbildung 4 zeigt ebenfalls eine grundsätzlich erfreuliche Entwicklung. Zwei wichtige Risikoindikatoren für Euroland signalisieren die Fortsetzung der deutlichen Entspannung am Finanzmarkt bzw. die spürbare Erholung der Konjunktur seit unserem letzten Geldmarkt-Apéro in Zürich. Die Entspannung zeigt sich in den fünfjährigen Credit Default Swaps (CDS) auf spanische Staatsanleihen, hier in dunkelblau dargestellt. Dabei ist zu beachten, dass das Risiko eines Zahlungsausfalls des Königreichs invers indexiert eingetragen ist. Je höher somit die dunkle Linie liegt, desto geringer wird das Ausfallrisiko vom Markt eingeschätzt und um so positiver ist damit die Risikostimmung. Die konjunkturelle Erholung in der Eurozone spiegelt sich im entsprechenden Citigroup-Index für ökonomische Überraschungen. Der Saldo aus besser und schlechter als erwarteten Wirtschaftsindikatoren ist hier blau gefärbt. Er fiel in den letzten zwölf Monaten zwar nicht gerade berauschend aus. Doch die wichtigere Botschaft scheint mir zu sein, dass gröbere negative Überraschungen weitgehend ausblieben, was von einer gewissen Robustheit der Wirtschaftsentwicklung zeugt.

Wo viel Licht ist, gibt es leider oft auch etwas Schatten: Wegen der Eskalation der europäischen Schuldenkrise hatten in den Jahren 2010, 2011 und 2012 viele Investoren den Schutz sicherer Anlagehäfen aufgesucht. Der Franken wurde als ein solch von den Sturmfluten abgeschirmter Zufluchtsort wahrgenommen. Höhere Preise für CDS der europäischen Peripheriestaaten und eine grosse Frankennachfrage gingen daher Hand in Hand. Mit den Fortschritten bei der Überwindung der Schuldenkrise und dem wiedergewonnenen Risikoappetit an den Finanzmärkten wäre nun eigentlich zu erwarten gewesen, dass der Franken gegenüber dem Euro 2013 schwächer tendiert hätte. Dies war jedoch nicht der Fall. Das Währungspaar, hier die dunkelrote Linie, bewegte sich 2013 vielmehr starrsinnig seitwärts in einem engen Band, etwas oberhalb von 1.20. Weshalb hat die Schweizer Währung nicht mehr auf die risikofreudigere Stimmung reagiert? Eine Rolle spielte sicher die Zinsdifferenz zu anderen Währungen, die geringer ist als früher, wodurch das Halten von Franken relativ gesehen günstiger wird.

Eine mögliche Antwort könnte auch **Abbildung 5** liefern. Das kräftige Moll der Eurokrise hatte über Jahre den Grundton an den internationalen Finanzmärkten gesetzt. 2013 spielte die Musik in Übersee aber lauter. Dirigentin war die US-Notenbank, die im zweiten Quartal über eine mögliche Drosselung ihrer Käufe von amerikanischen Staats- und Hypothekendarlehen laut nachdachte, worauf die in grau gefärbte Rendite der Treasuries anzog. Weniger eindeutig war die Reaktion des US-Dollars. Gegenüber den Währungen der aufstrebenden Volkswirt-

schaften wertete er sich zwar lehrbuchmässig auf, wie dies in der orangen Kurve zum Ausdruck kommt. Doch vis-à-vis den Währungen der Industrieländer sieht die Sache anders aus. Zum Franken – hier in dunkelrot abgebildet – und damit auch zum Euro verlor er nach der Ankündigung der Möglichkeit des sogenannten Tapering bis Jahresende sogar an Wert. Die Erwartung einer restriktiveren US-Geldpolitik wurde zum Anlass genommen, Investitionen in den Emerging Markets aufzulösen. Diese Auflösung von Risikopositionen legt nahe, dass viele Marktteilnehmer nach wie vor nicht – oder noch nicht – bereit sind, mit der vereinigten Flotte aus den sicheren Häfen auszulaufen.

Die Überschriften der Abbildungen, die ich bisher projiziert habe, enthielten Begriffe wie «wenig Bewegung» und «wenig Interesse». Der Euro-Franken-Kurs tendierte 2013 nominal wie real ohne grössere Ausschläge seitwärts, und die SNB musste seit September 2012 nicht mehr intervenieren, um den Mindestkurs durchzusetzen. An der Oberfläche des Devisenmarkts ist also alles ruhig geblieben. Wagen wir nun einen Blick auf die unteren Schichten, wo – wie es der Titel meines Referats verspricht – tatsächlich einiges im Wandel ist.

Interbankenmarkt: Allgemeiner Rückzug oder Verlagerung?

Abbildung 6 bezieht sich auf das Kassageschäft am primären Interbankenmarkt, d.h. den Handel auf den grössten sogenannten Electronic Communication Networks (ECN). Links finden Sie den Umsatz im Euro-Franken und rechts im Dollar-Franken. Es handelt sich wiederum um Wochendurchschnittswerte, in dunkelrot jeweils im Mittel der letzten 14 Jahre und in grau für das Jahr 2013. Es ist gleich erkennbar, dass der Umsatz am Interbankenmarkt 2013 in beiden Währungspaaren klar unter dem langjährigen Schnitt gelegen hat. Die Kurve für 2013 liegt meist auch ausserhalb des rot eingefärbten Bandes für das historische Muster; der Rückgang der Aktivitäten lässt sich demnach nicht mit zufälligen Schwankungen erklären.

Spiegelt sich im Schrumpfen des Interbankenmarkts für den Franken ein Gesamtmarkt, der sich auf dem Rückzug befindet, oder hat bloss eine Verlagerung stattgefunden? **Abbildung 7** liefert die Antwort darauf. Links sind die Frankenumsätze im Kassageschäft am Gesamtmarkt weltweit abgetragen. Rechts sind die Volumen für den Interbankenmarkt dargestellt. Die Umsätze sind indexiert, wobei April 2010 mit 100 als Ausgangspunkt dient. April 2010 deshalb, weil die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) damals ihre vorletzte umfassende Erhebung zum Devisenmarkt durchführte. Die jüngste BIZ-Statistik wurde drei Jahre später, im April 2013, erhoben. Das linke Schaubild zeigt, dass die Umsätze im weltweiten Frankenkassageschäft insgesamt mit minus 8% leicht rückläufig waren. Drastischer sieht es beim Interbankenmarkt aus. Hier ist ein Einbruch von 38% zu registrieren. Fazit: Der Gesamtmarkt für den Franken läuft etwas gemächlicher, im Interbankenmarkt wurde dagegen gleich mehrere Gänge zurückgeschaltet. Es handelt sich dabei notabene nicht um ein spezifisches Franken-Phänomen: In anderen Währungen verliert das Segment gleichfalls an Marktanteil.

Worauf ist diese Entwicklung zurückzuführen? Auf **Abbildung 8** sehen Sie eine schematische Darstellung der Struktur des Devisenmarkts. Positionen, die Banken aus Kundengeschäft-

ten auf ihre Bücher nehmen mussten, wurden traditionellerweise am Interbankenmarkt glattgestellt. Doch heute tendieren grosse Händlerbanken dazu, immer mehr Kundengeschäfte direkt gegeneinander zu verrechnen und abzuwickeln (**Abbildung 9**). Indem Banken vermehrt intern Käufer und Verkäufer zusammenführen – die sogenannte Internalisierung – reduzieren sie den Bedarf an Absicherungsgeschäften im Interbankenmarkt, was dort die Aktivität entsprechend vermindert. Darin liegt meines Erachtens der Hauptgrund für den Trend weg vom Interbankenmarkt. Um noch mehr von den Vorteilen der internen Glattstellung zu profitieren, versuchen die Händler, weitere Geschäfte anzuziehen. Dafür stellen sie ihre Liquidität zunehmend über verschiedene elektronische Vertriebskanäle bereit (**Abbildung 10**). Dazu bauen die Banken einerseits ihre eigenen Kundenplattformen auf und stellen andererseits Liquidität über sogenannte Multibankenplattformen zur Verfügung. Auf solchen Plattformen können Kunden mit einer Reihe von Banken handeln und dabei deren Preise vergleichen. Dies führt zu einer zunehmenden Branchenkonzentration, wobei kleinere Banken zu Kunden grösserer Banken werden (**Abbildung 11**). Sie sind unmittelbar an die grösseren Banken angebunden und müssen nicht mehr den Interbankenmarkt frequentieren. Sie sehen: Die Technologie erlaubt den Banken heute den Tanz auf vielen Hochzeiten zugleich.

Nach wie vor kommt dem Interbankenmarkt aber eine besondere Bedeutung zu: Er bildet das Herzstück des Devisenmarkts, ermöglicht die Preisfindung und liefert Referenzpreise. Auch die SNB nimmt aktiv am Interbankenmarkt teil (**Abbildung 12**). Ein funktionierender Interbankenmarkt ist derzeit für die Umsetzung unserer Geldpolitik zentral, bezieht sich doch der Mindestkurs unmittelbar darauf: Die SNB ist bekanntlich am Interbankenmarkt ständig mit Kaufgeboten von 1.20 Franken pro Euro präsent. Entsprechend sind wir dort auch zur Überwachung des Mindestkurses permanent zugegen. Falls es nötig wäre, würden wir ihn mit Devisenkäufen durchsetzen, wobei wir – wie Sie spätestens seit dem Jahr 2012 wissen – bereit sind, in unlimitiertem Umfang zu intervenieren.

Die SNB tritt jedoch auch als Kundin von Geschäftsbanken am Devisenmarkt auf, z.B. zur Bewirtschaftung der Devisenreserven (**Abbildung 13**). Im Rahmen der Steuerung unserer Währungsanteile auktionieren wir beispielsweise regelmässig über eine Multibankenplattform Devisenoptionen. Und wir setzen auch Kundenplattformen einer Vielzahl von Banken ein. So gesehen verhält sich die SNB wie andere Marktteilnehmer auch und begnügt sich nicht mit einer Hochzeit. Wir nutzen und kombinieren die Vorteile heutiger Marktstrukturen, wie die Diskretion des Kundenmarkts oder die Effizienz des Interbankengeschäfts. Dabei unterscheiden sich die Bedürfnisse der SNB im Grunde nicht von denen der meisten anderen Marktteilnehmer: Wir wünschen uns für unsere Transaktionen einen liquiden Markt mit guter Preisstellung. Dieser sollte in der Lage sein, selbst stattliche Beträge ohne grössere Ausschläge zu absorbieren, weil wir – ich spreche hier wohlgerne von der Verwaltung der Anlagen und nicht von allfälligen Interventionen zur Umsetzung der Geldpolitik – die Kurse möglichst wenig beeinflussen möchten.

Vor wenigen Minuten haben wir festgestellt, dass der Interbankenmarkt umsatzmässig an Gewicht verloren hat. Hat mit der Quantität auch die Qualität des Marktes gelitten? Höhere

Transaktionskosten wären ja auch für die SNB nachteilig. In **Abbildung 14** sind neben dem grau gestrichelten Umsatz zwei Indikatoren für die Marktqualität im Interbankenmarkt des Kassageschäfts für den Euro-Franken auf einer normalisierten Skala eingezeichnet. Die Geld-Brief-Spanne, d.h. der Bid-Ask-Spread, ist als hellblaue Linie abgebildet. Dieser Spread ist quasi die Prämie, die der Kunde dem Market Maker für die Bereitstellung der Liquidität vergütet. Der zweite Indikator für die Marktqualität ist die Variabilität, die als tägliche Handelsspanne definiert ist. Diese Variabilität ist dunkelblau eingezeichnet. Der Verlauf der beiden Indikatoren im Jahr 2013 lässt erkennen, dass sich die Umsatzeinbusse erfreulicherweise nicht in einer Verschlechterung der Marktqualität niedergeschlagen hat. Sowohl die Geld-Brief-Spanne als auch die Variabilität sind sogar etwas zurückgekommen und bewegen sich unterhalb des langjährigen Durchschnitts, was in dieser Grafik einem negativen Wert entspricht. Ungeachtet der tiefen Volumen ist der Interbankenmarkt somit unverändert voll funktionsfähig, und die Transaktionskosten sind tief geblieben. Trotz dieses beruhigenden Befunds beobachten wir aber weiterhin sehr genau, wie sich die Marktstruktur entwickelt und analysieren die Marktqualität.

Geldmarkt nach wie vor im Banne der Liquiditätsschwemme

Bei all der Aufmerksamkeit, die derzeit der Devisenmarkt und sein Strukturwandel erheischen – die SNB verliert darob den Geldmarkt nicht aus den Augen. Die Stichworte lauten wie im letzten Jahr Liquiditätsschwemme und damit verbunden sehr dürftige Umsätze (**Abbildung 15**). Immerhin sind die Aktivitäten im besicherten Segment – in blau die Tagesgeschäfte – nicht ganz zum Erliegen gekommen. Dagegen gilt für das unbesicherte Segment – am aktuellen Rand nur noch als ein roter Strich erkennbar – etwas salopp ausgedrückt das Motto «ruhe sanft». Dahinter stecken drei Entwicklungen: die Effizienz des Reposystems in der Schweiz, die Verlagerung ins besicherte Segment während der Finanzkrise und schliesslich die Fülle an Notenbankliquidität, die den Liquiditätsausgleich zwischen den Banken überflüssig macht. Dass die Liquidität im Bankensystem nach wie vor reichlich ist, lässt die schwarze Linie erkennen, welche die wöchentlichen totalen Sichtguthaben bei der SNB repräsentiert und 2013 auf hohem Niveau verharrte. Ähnlich wie am Devisenmarkt herrscht aber auch am Geldmarkt nur an der Oberfläche Ruhe. Zwei Themen struktureller Natur beschäftigen uns seit einiger Zeit intensiv. Ich spreche von verlässlichen und robusten bestehenden bzw. alternativen Referenzzinssätzen sowie der Infrastruktur des Schweizer Geldmarktes.

Ich bin mir sicher, dass Sie die mit Referenzzinssätzen verbundene Problematik bereits bestens kennen, sei es bloss aus den Medien oder auch aus ihrer beruflichen Praxis. Referenzsätze sind nicht einfach vom Himmel gefallen. Darum werde ich versuchen, Ihnen anhand einer im Norden und Osten etwas scharf geschnittenen Europakarte eine Kurzversion der langen Geschichte der Referenzzinssätze zu erzählen, die Sie so hoffentlich noch nicht gehört haben (**Abbildung 16**). Die Geschichte reicht zurück bis zur industriellen Revolution, bei der bekanntlich England eine Pionierrolle spielte. Industrie heisst auch Kapital, und deshalb entwickelte sich London in der Folge zu einem bedeutenden Finanzplatz. Nach dem Kollaps des

Systems der fixen Wechselkurse von Bretton Woods in den 1970er-Jahren wurde der Kapitalverkehr allmählich liberalisiert, die Geldmärkte wurden internationaler. Parallel dazu wuchs das Bedürfnis der Marktteilnehmer nach allgemein anerkannten Referenzpreisen, die z.B. als Basis für Finanzprodukte eingesetzt werden können. Die in London tätigen Banken entschieden sich deshalb, unter der Ägide der British Bankers' Association (BBA) den Referenzzinssatz London Interbank Offered Rate oder kurz Libor aus der Taufe zu heben (**Abbildung 17**). Der Libor, der sich auf unbesicherte Geldmarktgeschäfte bezog, wurde für verschiedene Laufzeiten und Währungen berechnet, u.a. auch für den Franken (**Abbildung 18**). Rasch gewann der Libor eine herausragende Bedeutung für die Wirtschaft, die er bis in die Gegenwart nicht eingebüsst hat. So wird der Franken-Libor auch heute noch für Hypotheken, Kredite und andere Finanzprodukte mit einem Umfang von insgesamt rund 6 Bio. Franken verwendet.

Wenn ein Produkt so erfolgreich ist wie der Libor, weckt dies meist die Aufmerksamkeit von Konkurrenten (**Abbildung 19**). Als Ende der 1990er-Jahre die Geburtsstunde des Euro schlug, lancierte die European Banking Federation den Euribor bzw. Eonia als Alternative zum Euro-Libor. In der Schweiz, wo die SNB an der Schwelle zum neuen Jahrtausend den Dreimonats-Libor als Referenzzinssatz für ihr neues geldpolitisches Konzept erkor, existieren ebenfalls schon seit etlichen Jahren alternative Referenzzinssätze. Für das unbesicherte Segment im Tagesgeld hat das TOIS-Fixing eine gewisse Bedeutung. Für den besicherten Bereich sind – nicht zuletzt dank der Geburtshilfe von Seiten der SNB – die Swiss Reference Rates (SRR) mit einer Laufzeit von einem Tag bis zu einem Jahr verfügbar.

Trotz der Konkurrenz genießt der Libor als Referenzzinssatz bis heute weltweit eine einzigartige Stellung. Man schätzt, dass er aktuell für Finanzprodukte im Gegenwert von 300 Bio. US-Dollar verwendet wird. Leider konnten vereinzelte Marktteilnehmer vor diesem Hintergrund der Versuchung nicht widerstehen, den Libor zu manipulieren, um kurzfristige Gewinne einzustreichen (**Abbildung 20**). Bekanntlich sind diese Manipulationen 2012 ans Tageslicht gekommen und auch entsprechend geahndet worden. Doch haben die Vorfälle tiefe Kratzer in der Reputation der Referenzzinssätze im Allgemeinen und des Libors im Besonderen hinterlassen.

Ziel: Robuste rehabilitierte oder alternative Referenzzinssätze

Deshalb sind Bestrebungen im Gang, die Repräsentativität, die Integrität und die Robustheit der Referenzzinssätze wiederherzustellen. Dabei geht es zum einen darum, bestehende Benchmarks zu rehabilitieren, und zum anderen, wo sinnvoll, alternative Referenzzinssätze zu etablieren (**Abbildung 21**). Die internationalen Arbeiten werden im Auftrag der G20-Staaten vom Financial Stability Board (FSB) koordiniert, das in Basel domiziliert ist und seit verganginem Jahr übrigens die Rechtsform eines Schweizer Vereins hat. An den Anstrengungen beteiligt ist ausser Zentralbanken und Aufsichtsbehörden eine internationale Gruppe von Finanzmarktteilnehmern, darunter auch Vertreter aus der Schweiz. Dieser Einbezug ist nicht zuletzt deswegen sinnvoll, weil – wie meine kurze Geschichte gezeigt hat – die Referenzzinssätze seinerzeit auch vom Privatsektor, und nicht von Behörden, als Antwort auf neue Marktbedürfnisse ge-

schaffen wurden. Daher ist die Erarbeitung von alternativen Sätzen ebenfalls grundsätzlich Sache des Privatsektors. Die Banken sind eingeladen und aufgefordert, Reformen voranzutreiben und mitzutragen.

Die Arbeiten sind intensiv und kreisen um die folgenden Fragen: Entsprechen die Libor-Sätze überhaupt noch den Anforderungen, die von den internationalen Wertpapieraufsichtsbehörden festgelegt worden sind? Ist also beispielsweise der zugrundeliegende Markt ausreichend liquid, und existiert eine adäquate Aufsichtsstruktur für die Fixierung der Sätze? Was bedeutet der Wandel im Geldmarkt weg vom unbesicherten Segment für die künftige Bedeutung des Libors? Gibt es alternative Benchmarks, die den Bedürfnissen des Marktes und den Anforderungen der Aufsichtsbehörden längerfristig besser gerecht werden? Um das Vertrauen der Marktteilnehmer wiederherzustellen, wird der Hebel bei der Berechnungsgrundlage, der Methodik und der Aufsicht angesetzt. Das FSB wird die Ergebnisse seiner Bemühungen voraussichtlich Mitte dieses Jahres vorlegen.

Auf internationaler Ebene schreitet die Regulierung der Referenzsätze voran. Beispielsweise ist die Intercontinental Exchange, die im Februar die Administration des Libors von der BBA übernommen hat, dem Aufsichtsregime einer britischen Behörde unterworfen. In Brüssel liegt ein Gesetzesvorschlag auf dem Tisch, wonach sämtliche in der EU verwendeten Referenzsätze reguliert werden sollen. In der Schweiz dürfte sich diesbezüglich ebenfalls regulatorischer Handlungsbedarf ergeben.

Auch bei den hierzulande fixierten Referenzzinssätzen sind die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA und die SNB aktiv. Um die Benchmarks robuster zu gestalten, stehen FINMA und SNB im Rahmen einer nationalen Arbeitsgruppe im Dialog mit Finanzmarktteilnehmern. Angepeilt werden eine breitere Datengrundlage und eine verbesserte Berechnungsmethode. Das Augenmerk richtet sich dabei auf die Benchmarks für sehr kurzfristige Frankengeschäfte, nämlich das TOIS-Fixing und die Swiss Average Overnight Rate, besser bekannt als der SARON. Der Dialog hat bereits gefruchtet, stehen doch die Benchmarks dem Markt weiterhin als Basis für das Zinsgeschäft in Franken zur Verfügung.

Ideal wäre es, wenn es uns national und international gelänge, ein Miteinander von Referenzgrössen für das unbesicherte und das besicherte Segment zu etablieren. Dabei dürfen wir auch kreative neue Lösungsansätze nicht von vornerein ausschliessen. In diesem Sinne muss auch nicht in Stein gemeisselt sein, dass die Referenz für den unbesicherten Frankenmarkt bis in alle Ewigkeit in London fixiert wird.

Meine Hoffnung wäre natürlich, dass wir die Saga der Referenzzinsen bald mit dem Fazit abschliessen können: Und die Referenzzinsen erfüllten nach diesen Reformen ihre volkswirtschaftlich wichtige Funktion zur Zufriedenheit aller Marktteilnehmer, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden zuverlässig und klaglos. Allerdings bin ich mir nach den Erfahrungen der letzten Jahre nicht sicher, ob ich diesen schönen Satz schon beim nächsten Geldmarkt-*Apéro*

verkünden kann. Auch wenn der Wille zu Reformen bei allen Akteuren spürbar ist, bleibt der Ausgang des Unterfangens offen.

SIX Repo: Gesamtangebot aus einer Hand mit Ausbauplänen

Dafür bin ich mir sicher, dass ich Ihnen in einem Jahr von den ersten Erfahrungen mit der neuen Handelsplattform für den Schweizer Geldmarkt berichten darf. Das Reposystem, wie Sie und ich es kennen, ist in **Abbildung 22** dargestellt. Es ist seit dem Aufbau 1999, im Vorfeld der Umstellung auf das neue geldpolitische Konzept der SNB, im Kern unverändert geblieben. Die vollautomatische Abwicklung hat sich bewährt; nach 15 Jahren bestehen aber Verbesserungsmöglichkeiten, wie ich Ihnen bereits vor einem Jahr am Geldmarkt-Apéro dargelegt habe. Am 2. Mai 2014 ist es soweit: An diesem Datum wird die Handelsplattform der SIX Repo den Betrieb aufnehmen. Dadurch wird die ganze Wertschöpfungskette, die bekannte Swiss Value Chain – Handel, Abwicklung und Risikomanagement – auch im Repogeschäft aus einer Hand angeboten (**Abbildung 23**). Die SNB wird ab Mai nur noch auf der SIX-Plattform aktiv sein. Ohne Zugang zur neuen Plattform wird es Banken beispielsweise nicht mehr möglich sein, Engpassfinanzierungsliquidität bei der SNB zu beziehen. Wir gehen vor diesem Hintergrund davon aus, dass der Interbankenrepomarkt die gleiche Plattform wählen wird wie die SNB. Damit dürfte die Einheit des Marktes gewahrt bleiben, was ja einen wesentlichen Faktor für eine effiziente Umsetzung der Geldpolitik und für die Finanzstabilität darstellt. Ein repräsentativer Interbankenmarkt auf SIX Repo ist auch für die Berechnung der Swiss Reference Rates von grosser Bedeutung. Der SARON und die weiteren Referenzsätze werden nämlich künftig auf Abschlüssen und Preisstellungen der Handelsplattform von SIX Repo basieren. Ich bin daher fest davon überzeugt: Mit der neuen Plattform wird ein wichtiger Grundstein für eine zukunftsfähige Infrastruktur im Dienste unseres Finanzplatzes gelegt.

Der Plattformwechsel ist aber erst der Auftakt zu einer regelrechten Kaskade von Neuerungen. SIX Repo wird nur in einer Übergangsphase die gleichen Funktionalitäten aufweisen wie Eurex Repo. Die SIX Group AG und die SNB legen grossen Wert darauf, die Infrastruktur so aufzusetzen, dass flexibel auf künftige Bedürfnisse der Teilnehmer und des Marktes reagiert und den regulatorischen Anforderungen entsprochen werden kann. Apropos Regulierung: Mit dem Plattformwechsel werden die ersten Effektenkörbe handelbar sein, die konform mit den Liquiditätsbestimmungen von Basel III sind. Dies war ein Anliegen der Marktteilnehmer. Mehr dazu werden Sie morgen an der Repo-Tagung erfahren. Im Jahr 2015 wird die Handelsplattform ein neues Gesicht bekommen, wobei insbesondere die Benutzeroberfläche aufgefrischt wird. Da die Wertschriftenseite, also der Einsatz und die Bewirtschaftung des Collateral, im Repogeschäft an Bedeutung gewonnen hat, ist ausserdem geplant, das Collateral-Management im Rahmen dieser technischen Erneuerung der Handelsplattform deutlich zu verbessern. Zudem wird die Plattform mit einer flexibleren und modular aufgebauten IT-Architektur ausgestattet. Angedacht ist darüber hinaus die Einführung neuer Geldmarktprodukte namentlich auch aus dem unbesicherten Segment. Zu einem späteren Zeitpunkt wird das Collateral-Management mit der Einführung eines neuen Triparty Agent und weiteren Col-

lateral-Funktionen nochmals substanziell gestärkt (**Abbildung 24**). Mehr darüber werden Sie wie versprochen an dieser Stelle in einem Jahr erfahren. Unverändert bleibt ob all diesen Neuerungen aber unser Ziel: ein attraktiver, zuverlässiger und krisenresistenter Repomarkt für den Franken.

Schlussbemerkungen

Von den Möglichkeiten und Grenzen unserer Anlagepolitik hat Ihnen vorhin bereits Fritz Zurbrugg berichtet. Erlauben Sie mir, seinen Ausführungen nur eine Facette anzufügen. Bekanntlich haben wir auch im vergangenen Jahr unsere Devisenanlagen weiter diversifiziert. Ausdruck davon ist, dass wir so hohe Bestände an asiatisch-pazifischen Währungen halten wie nie zuvor – und das nicht nur wie früher ausschliesslich in Yen (**Abbildung 25**). Weil Marktnähe auch in dieser Weltregion besonders wichtig ist, hat die SNB im Jahr 2013 erstmals eine Niederlassung im Ausland eröffnet. Unsere Portfoliomanager in Singapur sind dann vor Ort und auf Draht, wenn der Handel für asiatische Wertschriften am liquidsten ist (**Abbildung 26**).

Ein willkommener und durchaus beabsichtigter Effekt der Niederlassung in Singapur besteht darin – und damit komme ich zum Thema eingangs meines Referats zurück, dass die Überwachung des Mindestkurses erleichtert wird. Zwar brennen die Lichter in den Handelsräumen an unserem Sitz in Zürich immer noch stets bis spät in die Nacht (**Abbildung 27**). Doch Singapur sei Dank folgen dann ein paar Stunden, in denen wir die Lichter in Zürich löschen und gewissermassen auch unsere inneren Batterien wieder aufladen können (**Abbildung 28**). Schliesslich erfordert die Sicherung des Mindestkurses, der weiterhin im Mittelpunkt der Umsetzung der Geldpolitik steht, unsere volle Aufmerksamkeit und Konzentration, ebenso wie die Beobachtung und Analyse der Entwicklungen, Trends und Strukturen am Devisen- und Geldmarkt.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und lade Sie jetzt zum geselligen Teil unseres traditionellen Geldmarkt-Apéros ein, wobei ich davon ausgehe, dass die Lichter heute Abend auch hier nicht so schnell gelöscht werden.

Märkte im Wandel

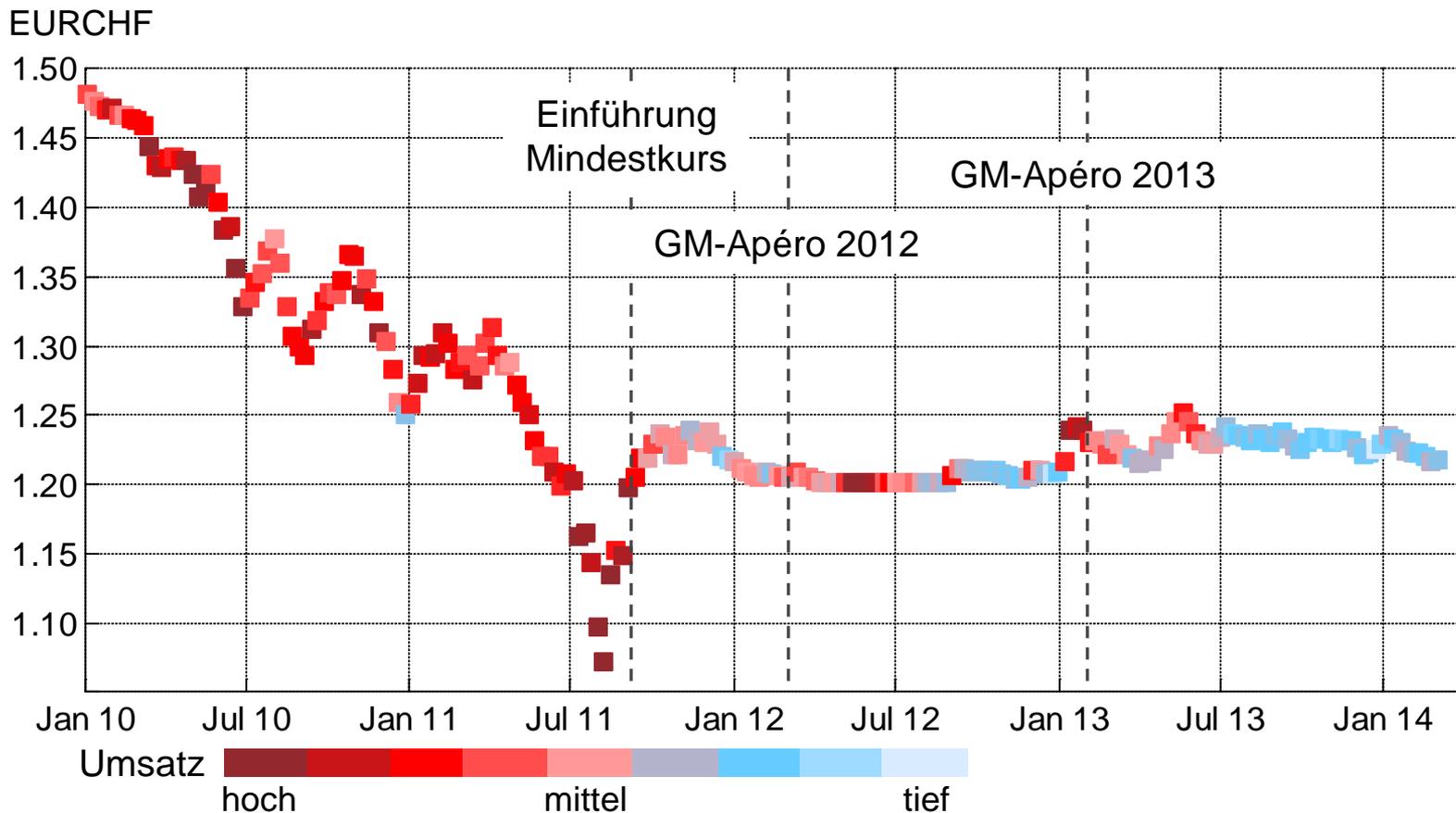
Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

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



Wenig Bewegung im Euro-Franken-Kurs

KURSVERLAUF UND GEHANDELTE VOLUMEN



Quelle: SNB

Wenig Interesse im Internet

SUCHANFRAGEN NACH EURCHF UND KURSENTWICKLUNG

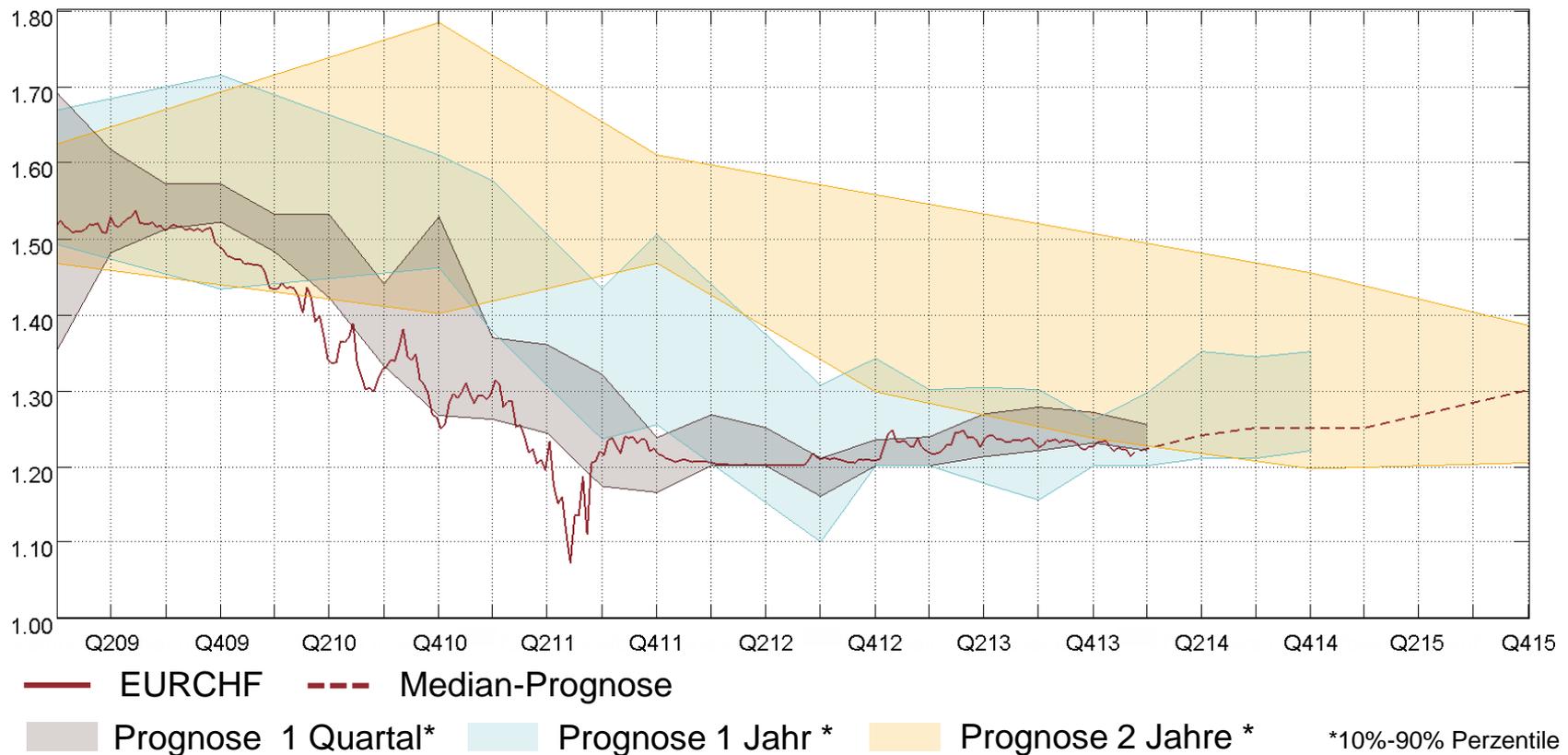


Quelle: Google Insight, SNB

Wenig Bewegung auch in Analystenerwartungen

PROGNOSEN IM ZEITABLAUF

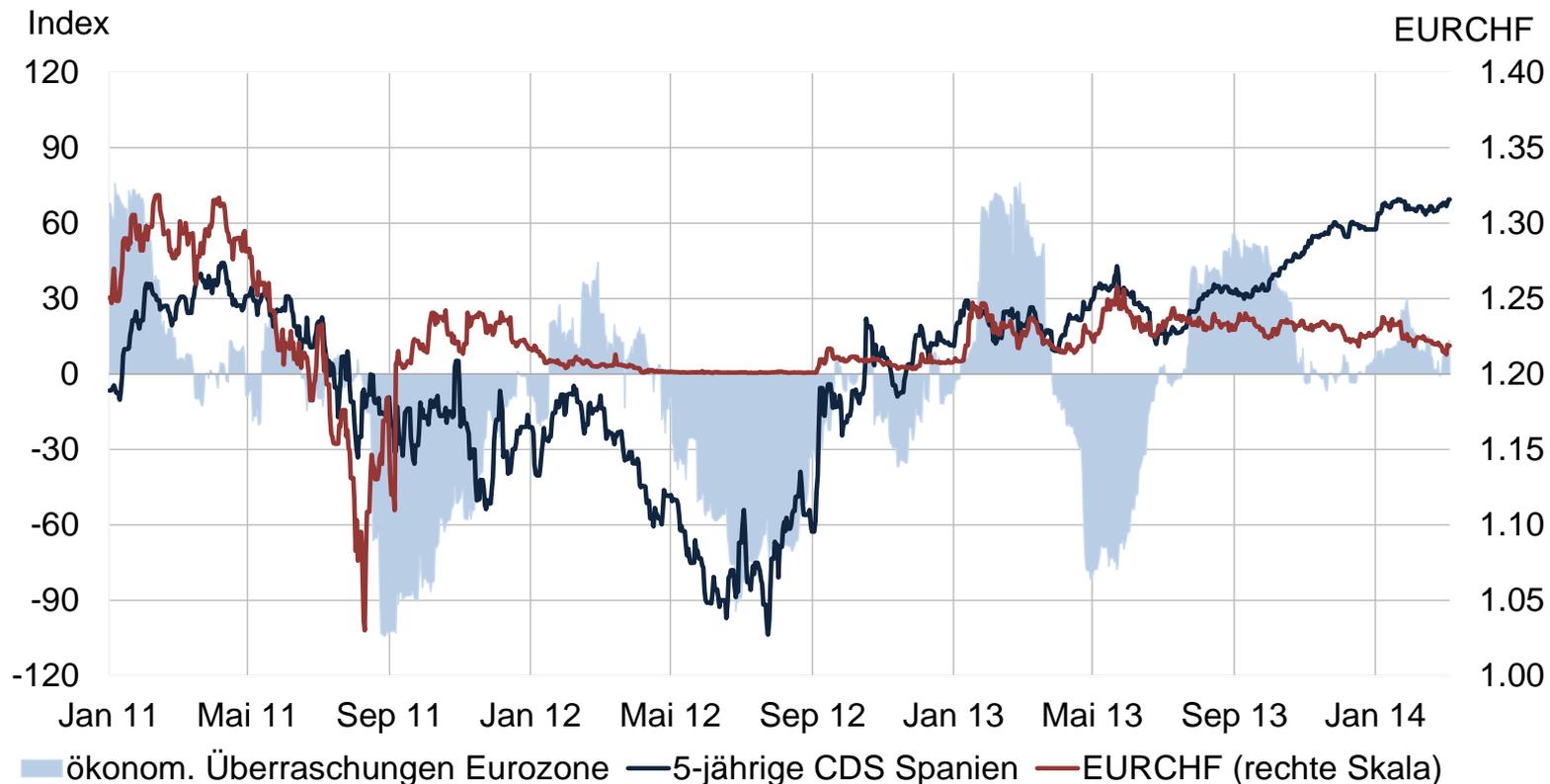
EURCHF



Quelle: Bloomberg, SNB

Euro-Franken Kurs profitiert kaum von Entspannung

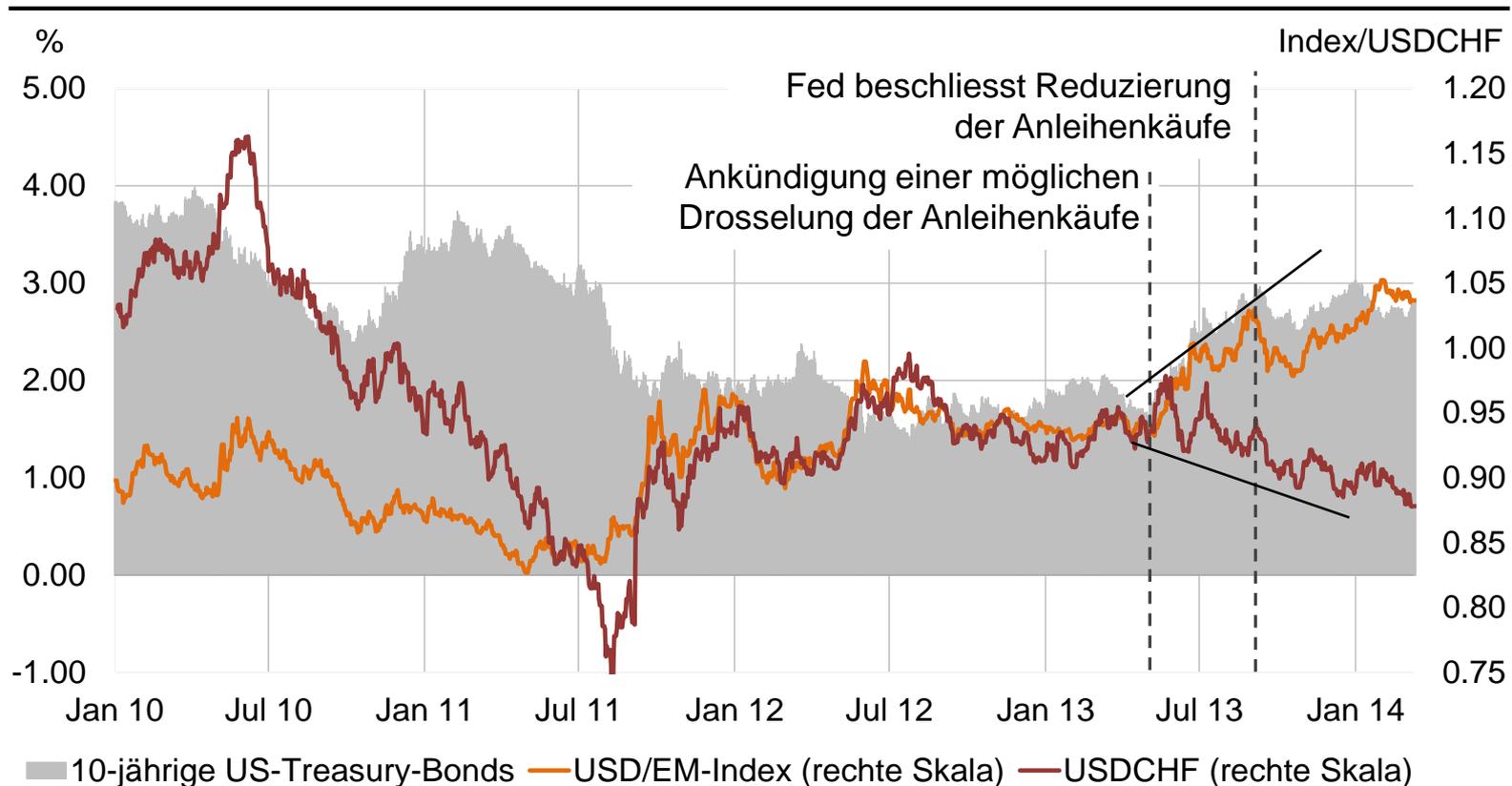
EURCHF UND EUROPÄISCHE RISIKOINDIKATOREN



Quelle: Bloomberg, SNB

US-Dollar und Emerging Markets im Rampenlicht

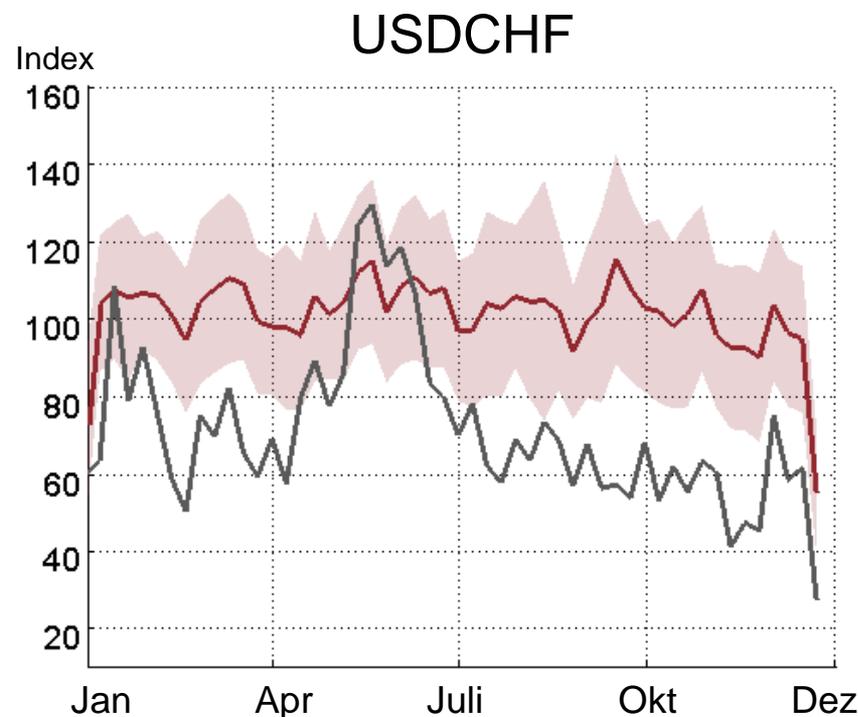
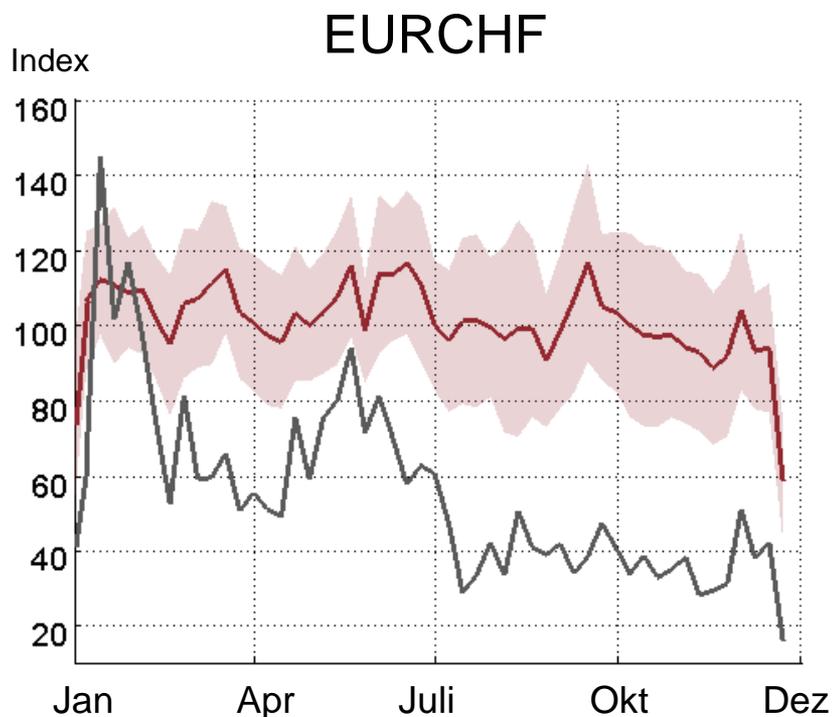
US-ZINSEN UND ENTWICKLUNG US-DOLLAR



Quelle: Bloomberg, SNB

Geringe Frankenumsätze am FX-Interbankenmarkt

UMSÄTZE AM PRIMÄREN INTERBANKENMARKT IM VERLAUF DES JAHRES

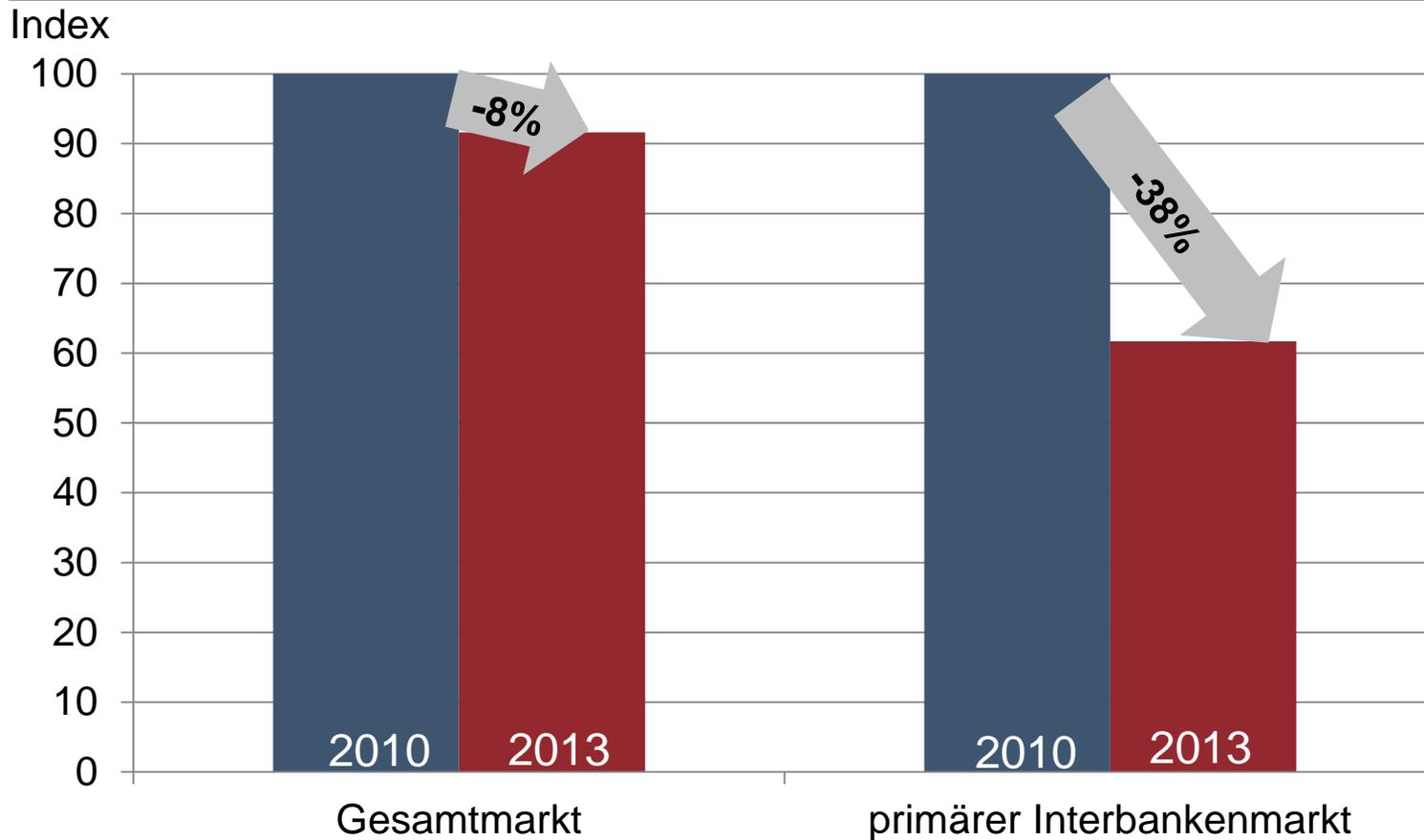


— 2000-2013 — 2013 ■ 95%-Konfidenzintervall

Quelle: SNB

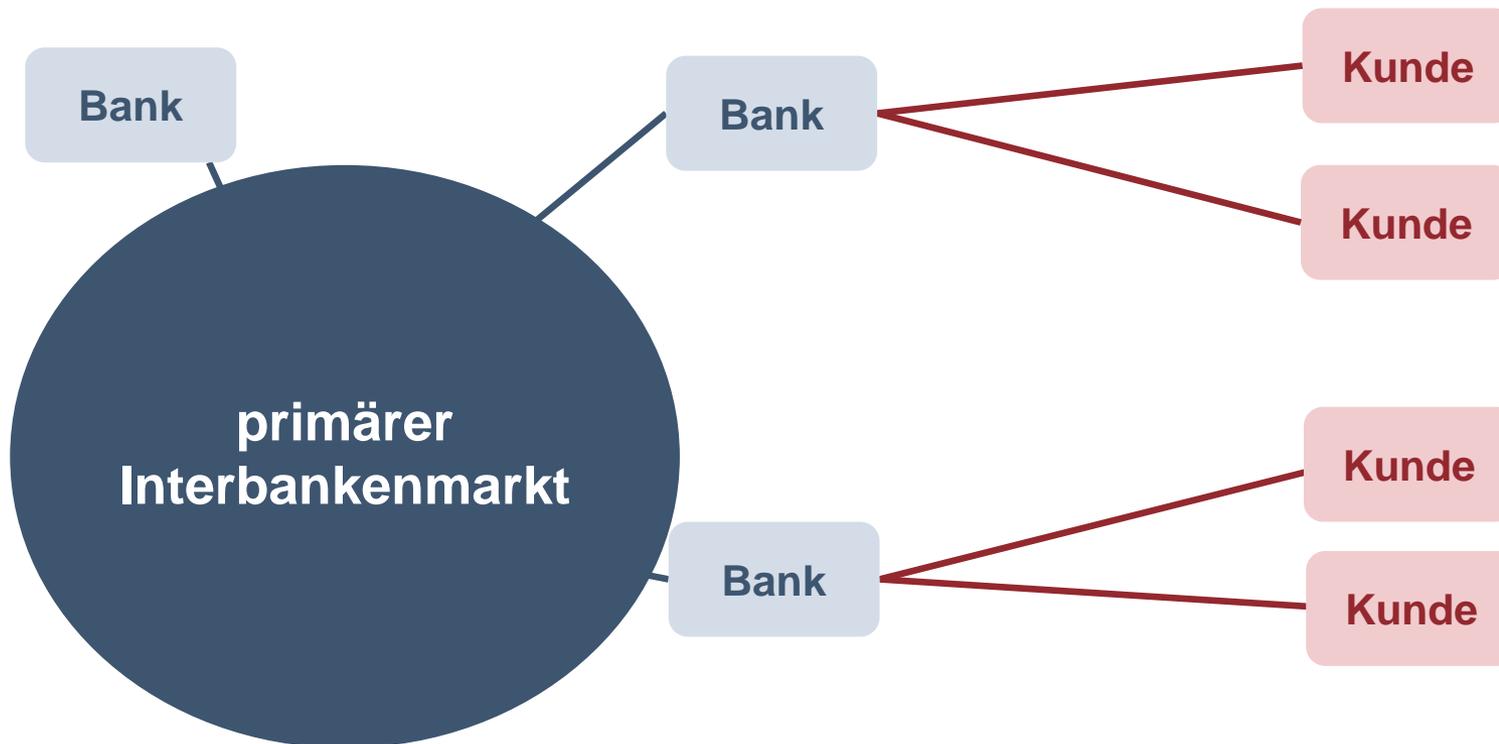
Interbankenmarkt hinkt Gesamtmarkt hinterher

VERÄNDERUNG FRANKEN-KASSAUMSÄTZE

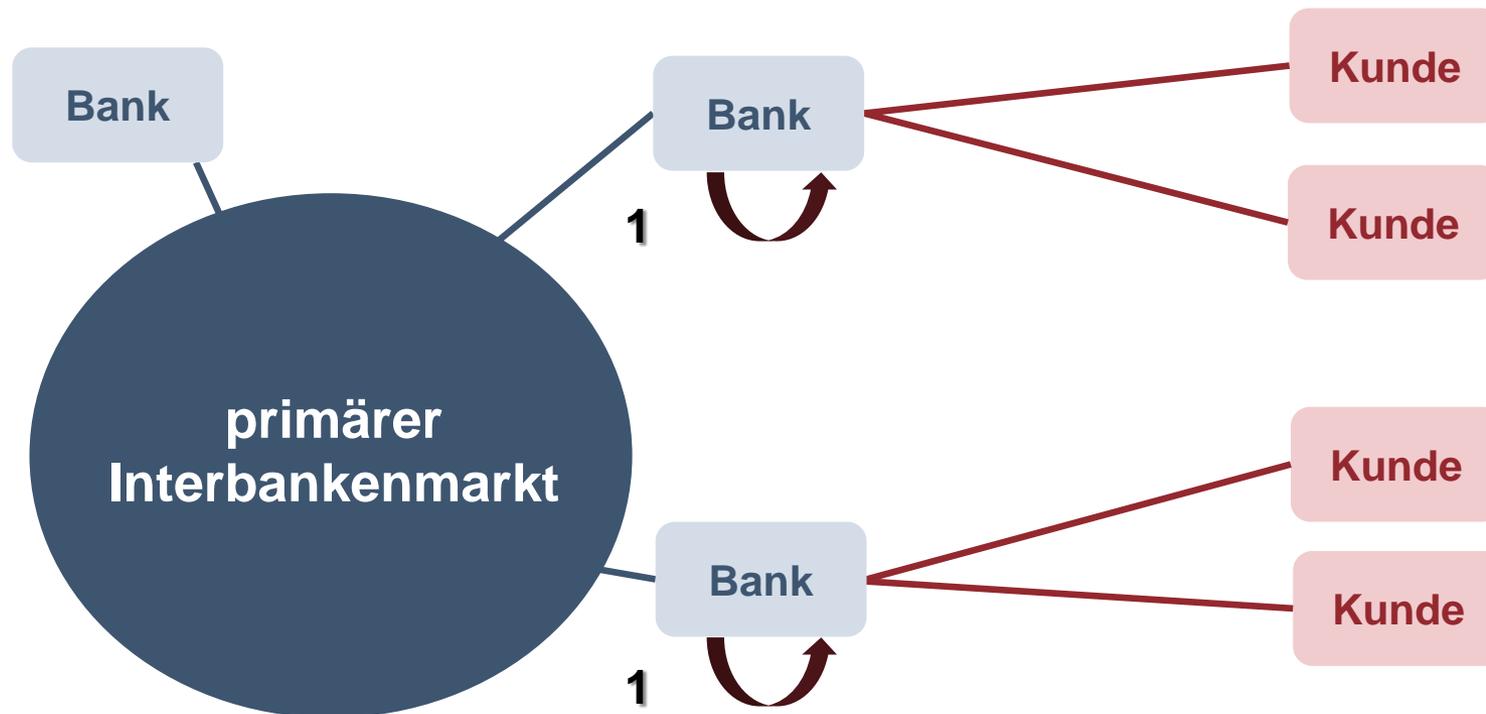


Quelle: BIZ, SNB

Interbankenmarkt unter Druck

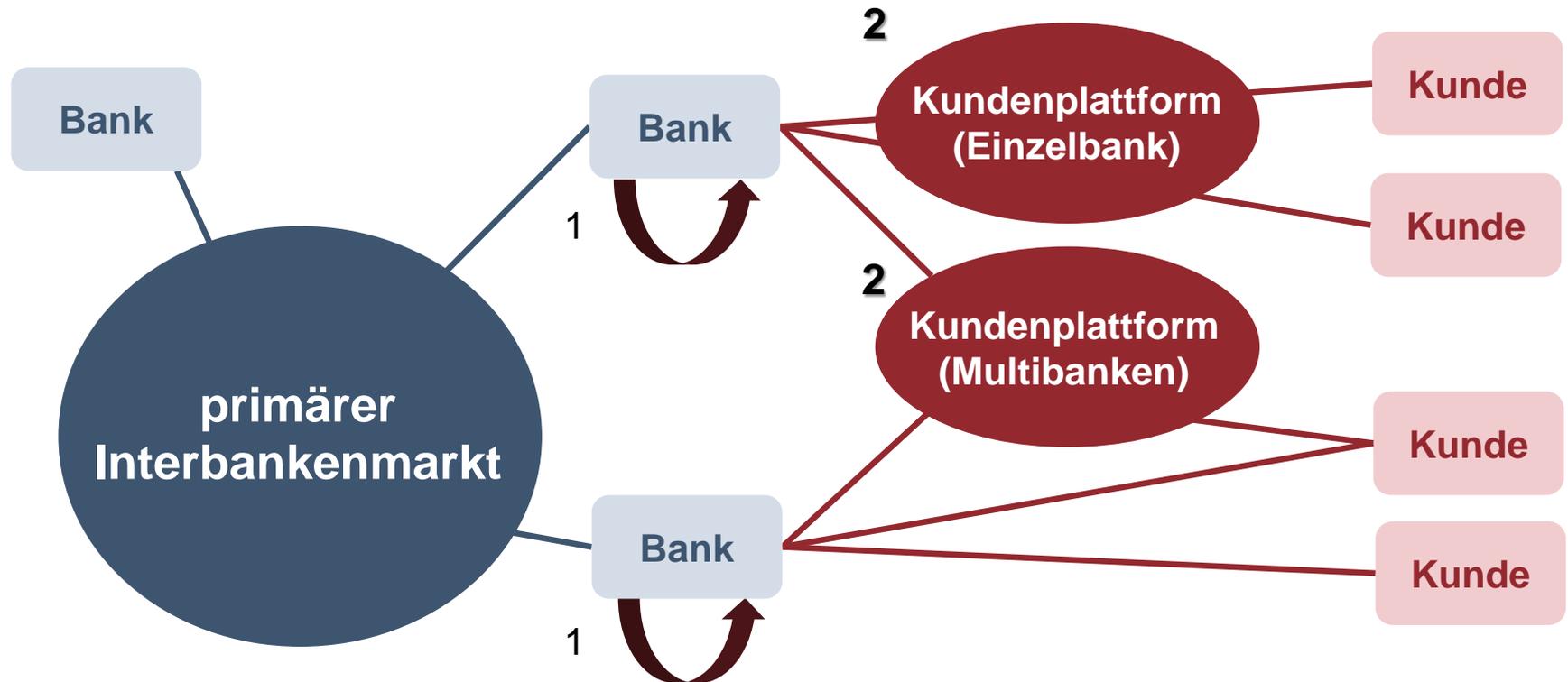


Interbankenmarkt unter Druck



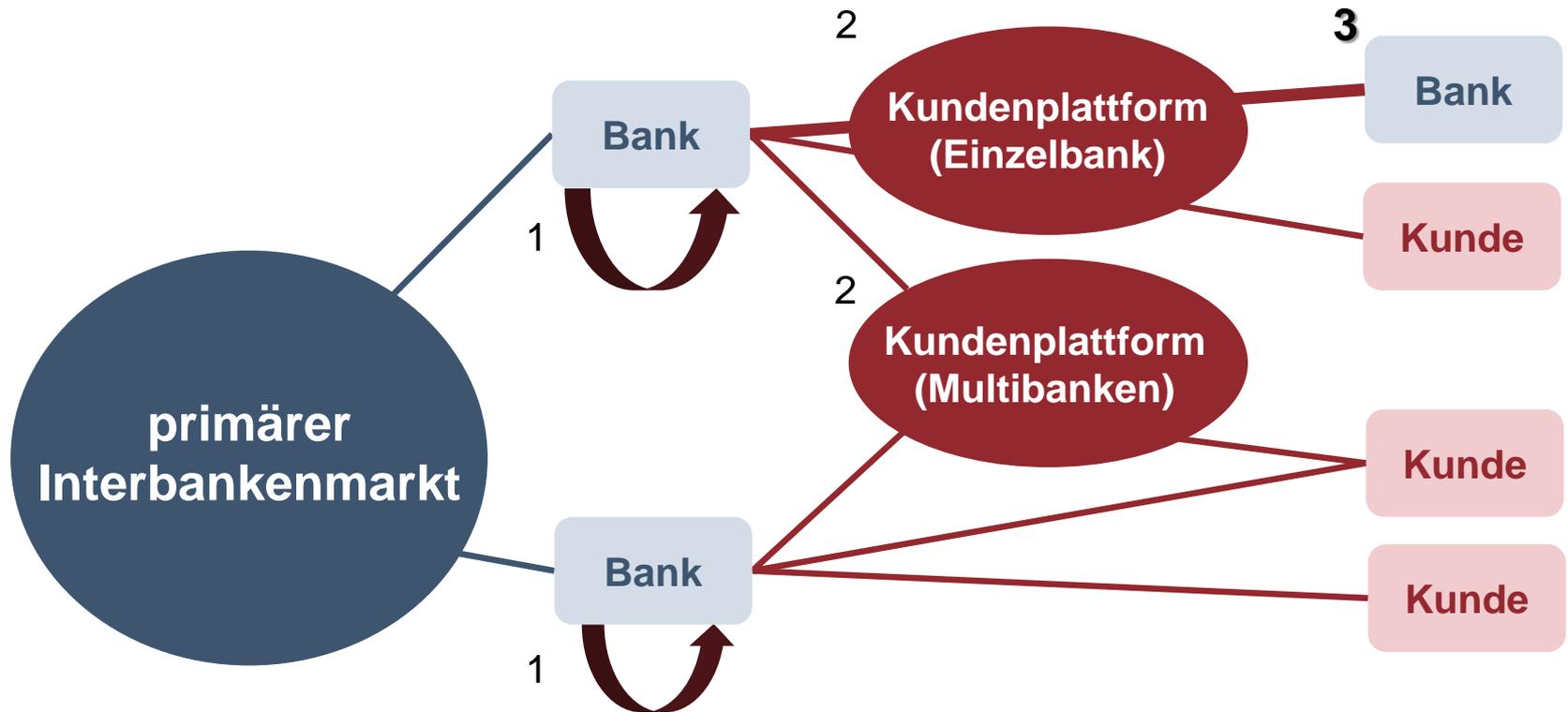
(1) Zunehmende Internalisierung der Kundenströme

Interbankenmarkt unter Druck



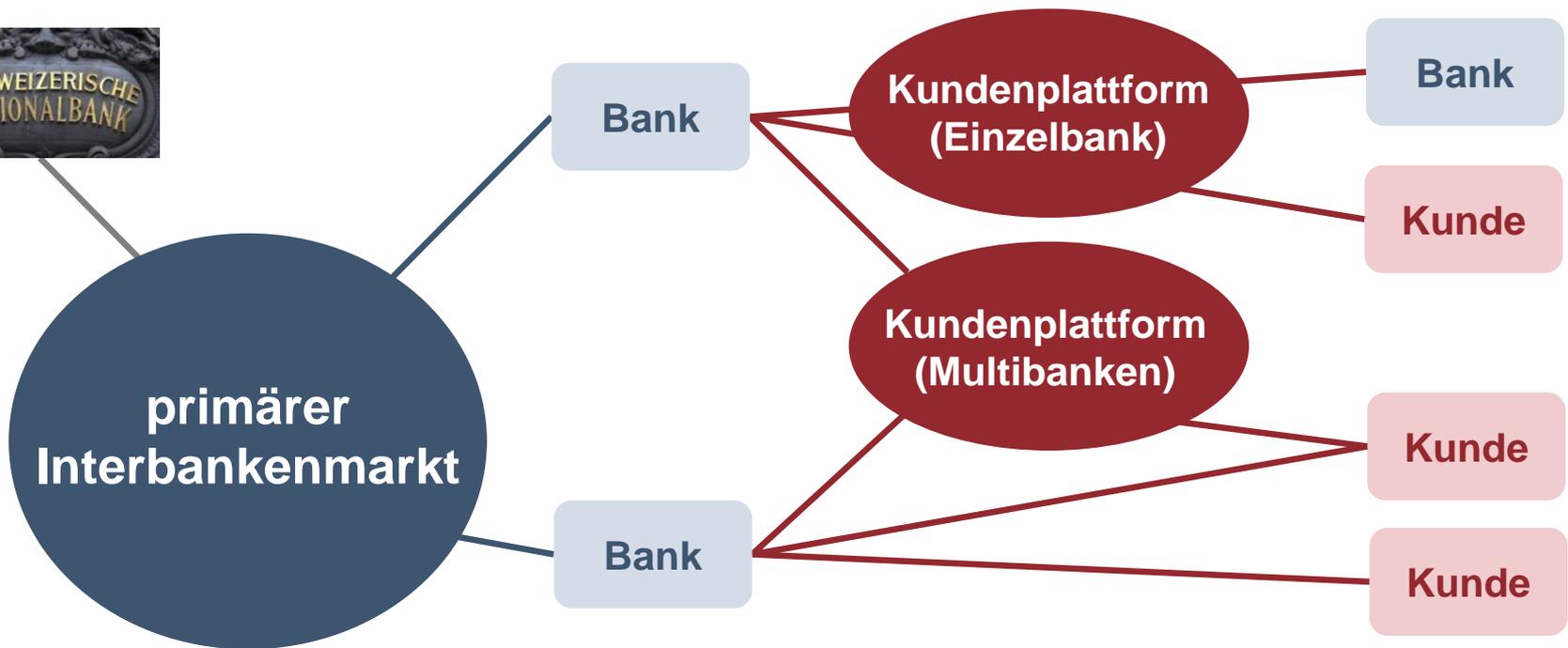
- (1) Zunehmende Internalisierung der Kundenströme
- (2) Wachstum elektronischer Vertriebskanäle

Interbankenmarkt unter Druck

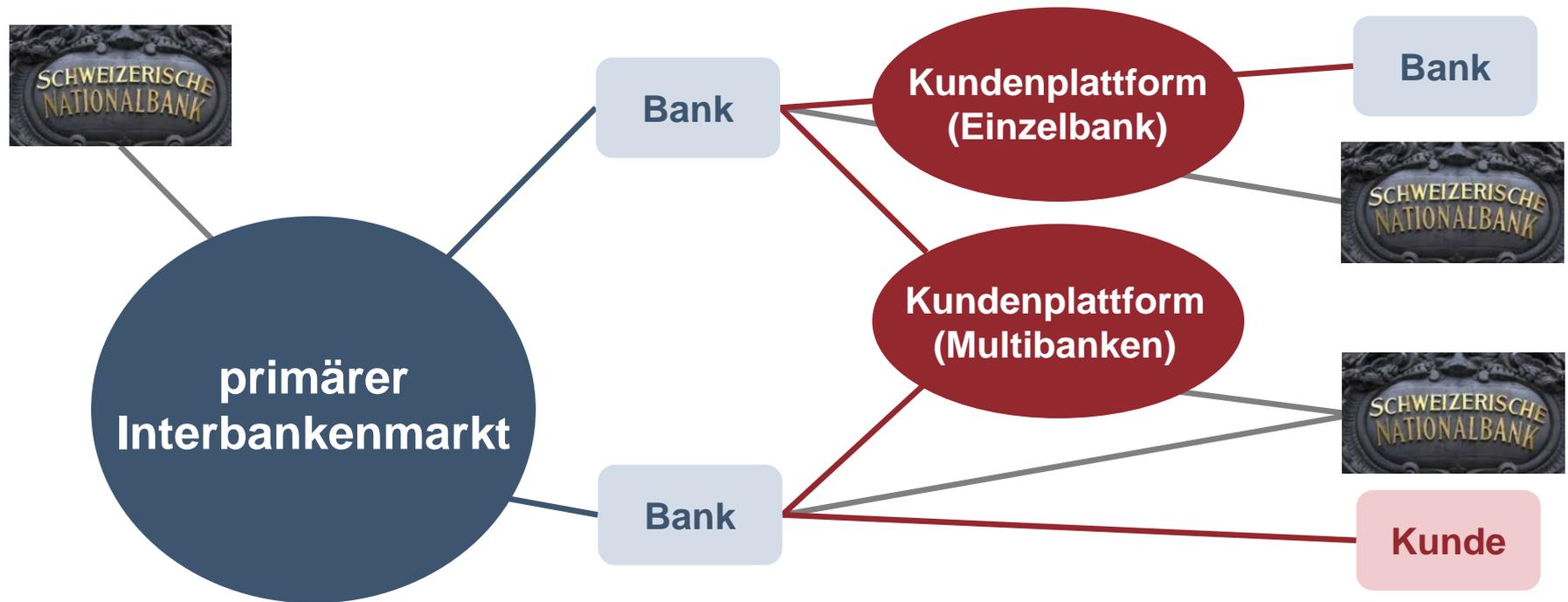


- (1) Zunehmende Internalisierung der Kundenströme
- (2) Wachstum elektronischer Vertriebskanäle
- (3) Direkter elektronischer Handel zwischen den Banken

Nationalbank als Marktteilnehmerin



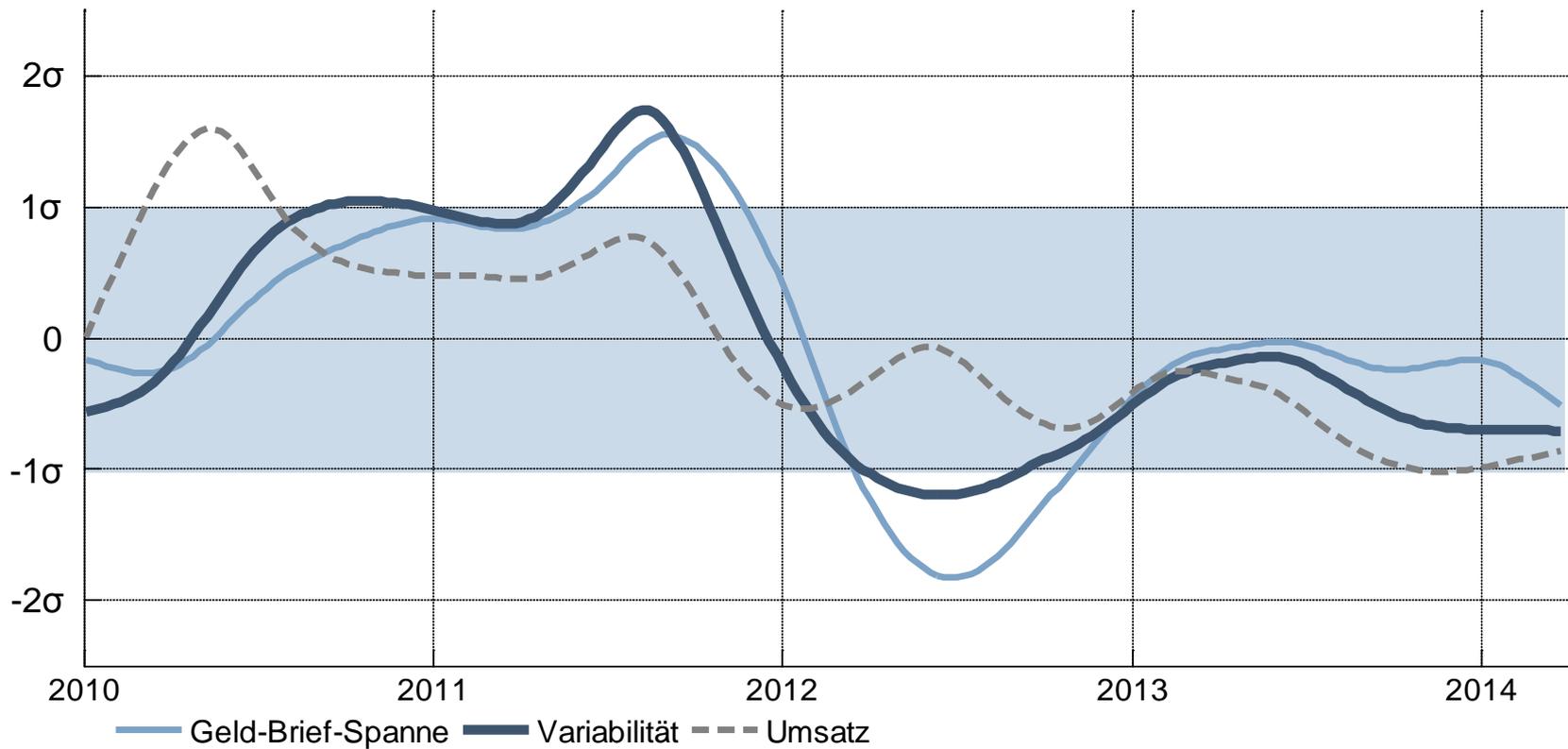
Nationalbank als Marktteilnehmerin



Tiefe Transaktionskosten im Franken

INDIKATOREN FÜR EURCHF-MARKTQUALITÄT

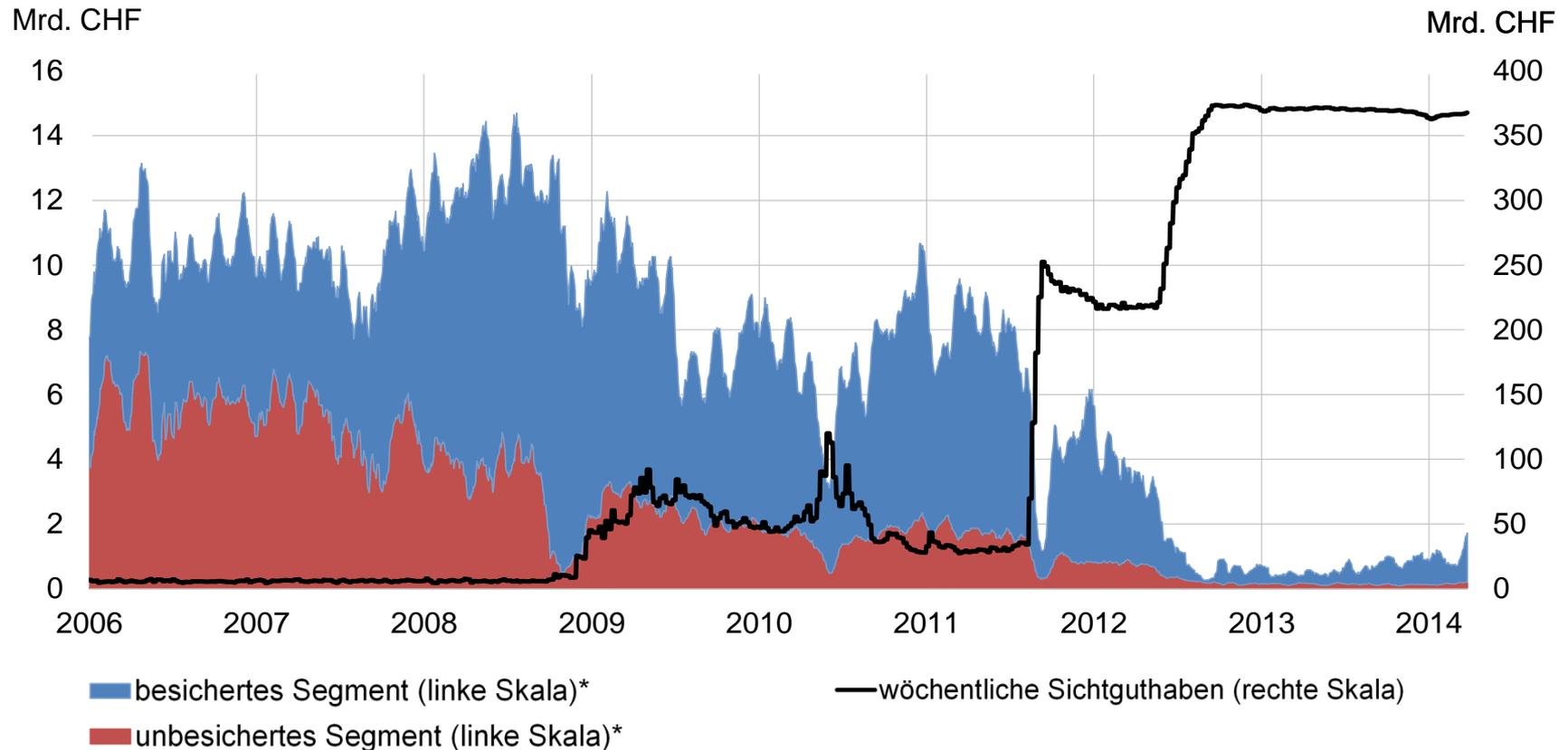
z-normiert



Quelle: SNB

Liquiditätsschwemme und Inaktivität am Geldmarkt

UMSATZ TAGESGELD



* 2-Wochen gleitender Durchschnitt, unbesicherter Geldmarkt basiert auf Schätzungen

Quelle: Eurex, SNB

Die Welt der Referenzzinssätze

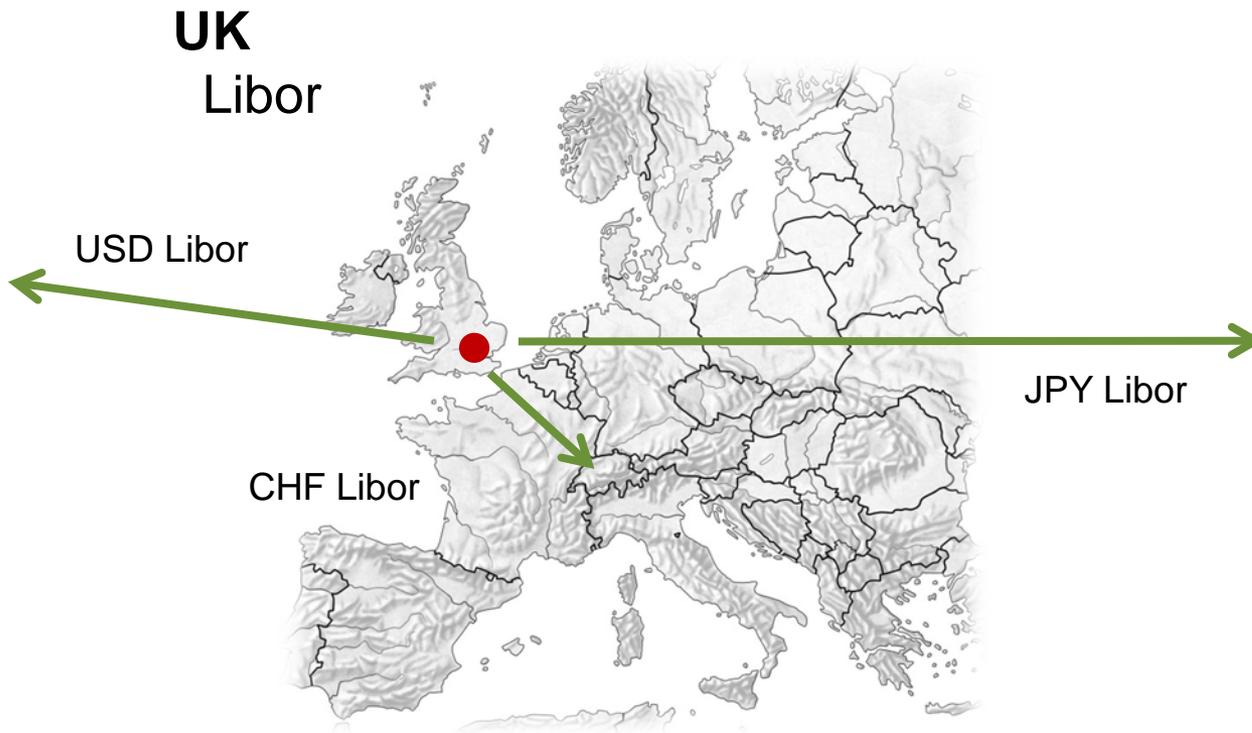


Die Welt der Referenzzinssätze

UK
Libor



Die Welt der Referenzzinssätze



Die Welt der Referenzzinssätze

UK
Libor

Eurozone
Euribor
EONIA



Schweiz
TOIS-Fixing
SRR

Die Welt der Referenzzinssätze



UK
Libor



Eurozone
Euribor
EONIA



Schweiz
TOIS-Fixing
SRR

Die Welt der Referenzzinssätze

UK
Libor

Eurozone
Euribor
EONIA

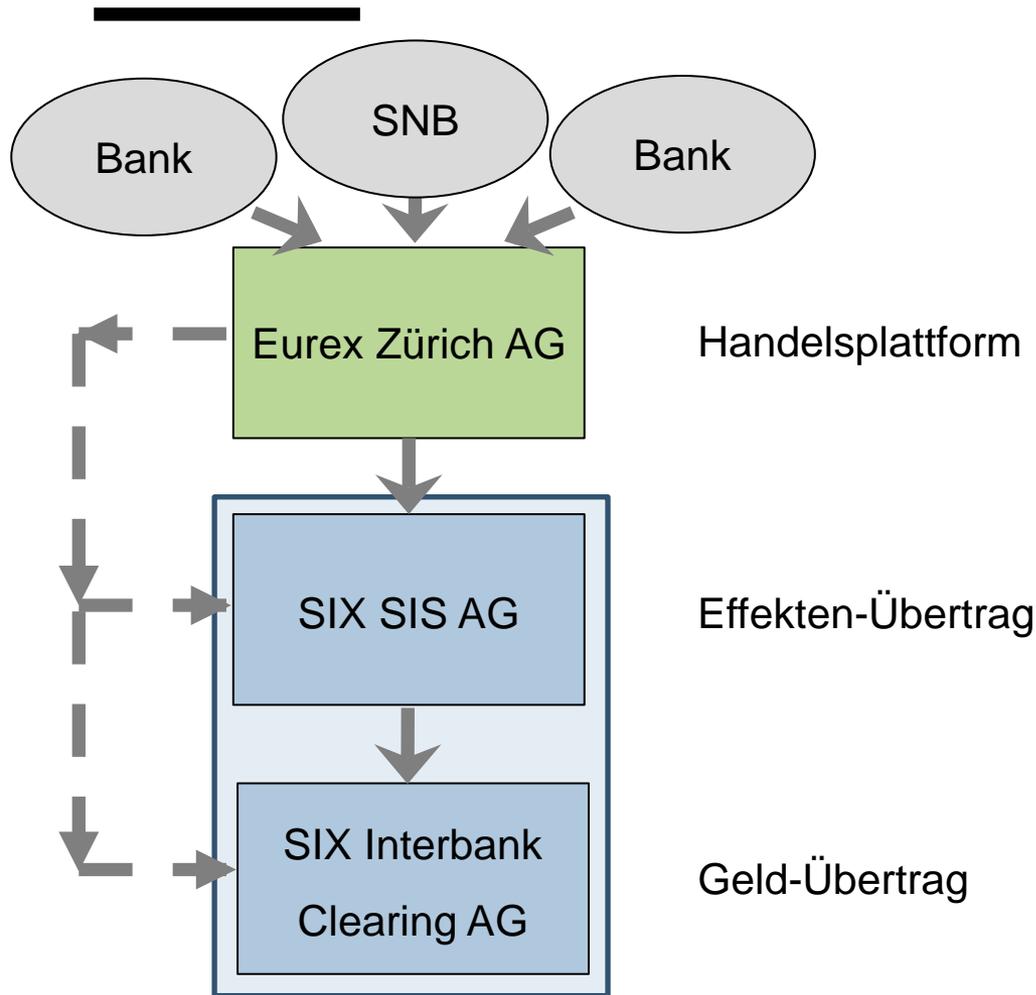


Schweiz
TOIS-Fixing
SRR

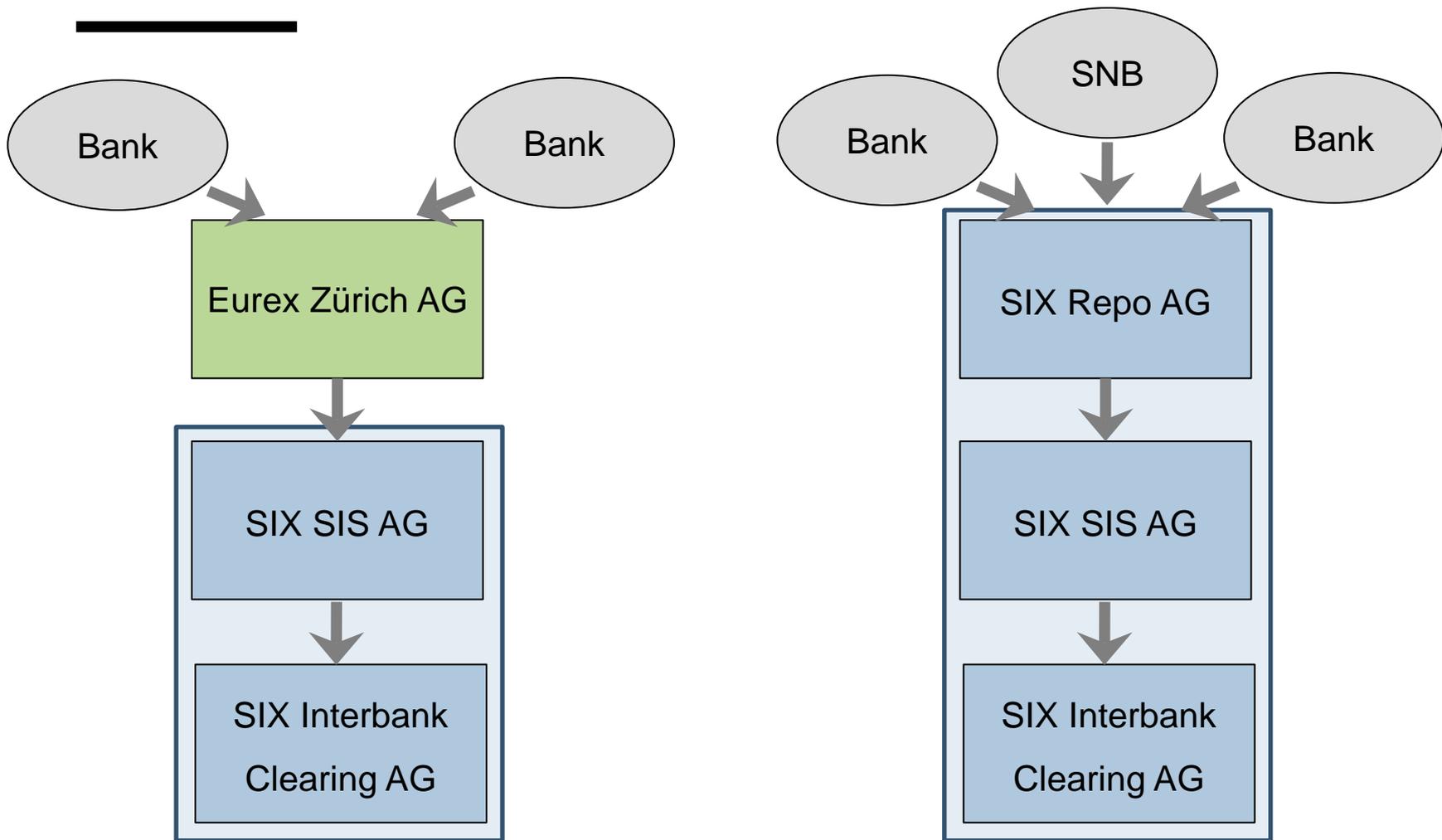
Reformbestrebungen

- IOSCO Prinzipien
- FSB
- NWG
- Vorschlag der EU-Kommission

CHF-Repomarkt Infrastruktur heute

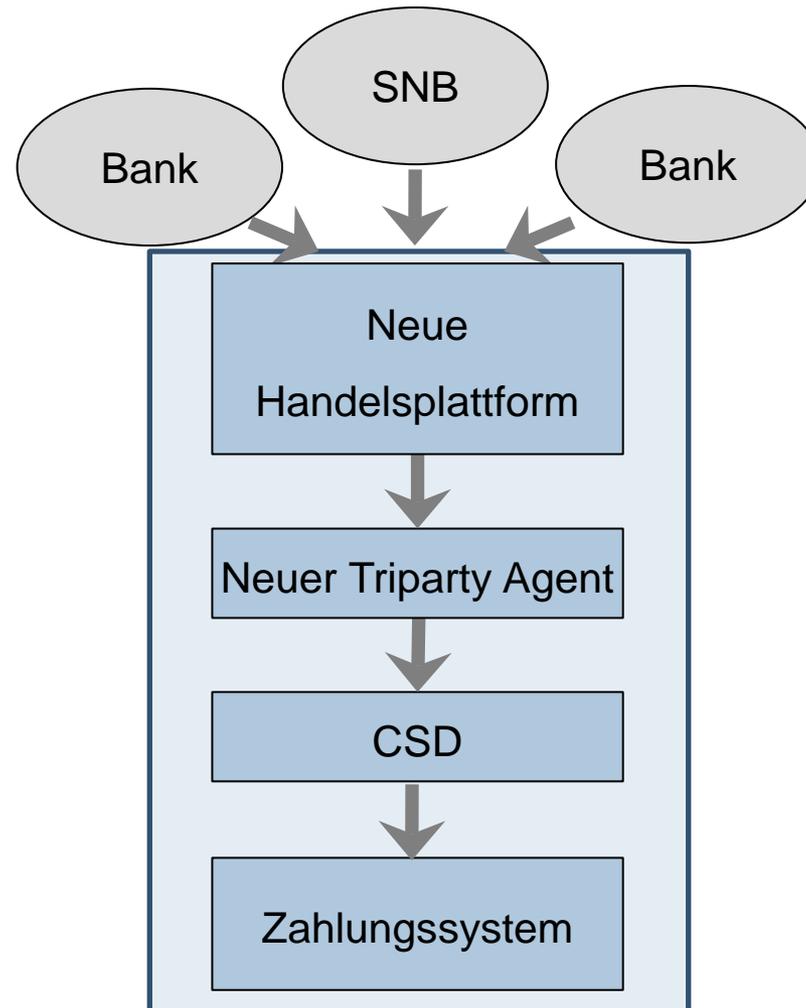


CHF-Repomarkt Infrastruktur ab 2. Mai 2014



Quelle: SNB

CHF-Repomarkt Infrastruktur morgen

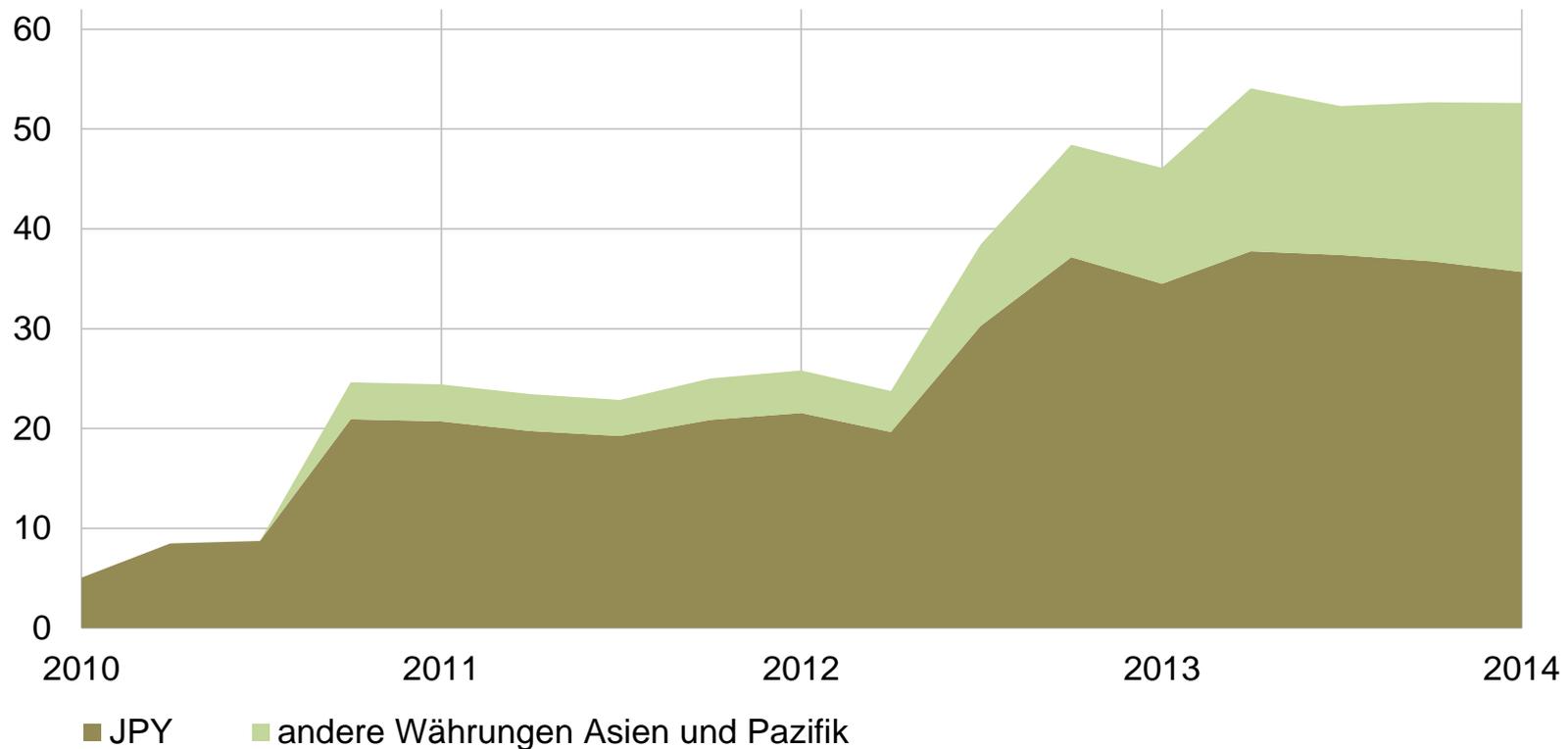


Quelle: SNB

Zunehmende Diversifizierung der Devisenreserven

DEISENRESERVEN ASIATISCH-PAZIFISCHER WÄHRUNGEN

CHF Mrd.



Quelle: SNB

Mehr Marktnähe durch Niederlassung in Singapur



Quelle: SNB

Überwachung des Mindestkurses aus Zürich...



Quelle: SNB

...und Singapur



Quelle: SNB