Sperrfrist: 22. März 2012, 18.00 Uhr

Umsetzung der Geldpolitik im Wandel der Zeit

Dewet Moser*

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 22. März 2012

* Der Autor dankt Barbara Sutter, Lucas Marc Fuhrer, Basil Guggenheim, Thomas Maag und Peter Kuster für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2012

Einleitung

Geschätzte Damen, werte Herren

Ich heisse Sie auch in meinem Namen zum Geldmarkt-Apéro der SNB willkommen. Als wir diesen Anlass hier in Zürich vor zehn Jahren zum ersten Mal durchführten, wussten wir zwar schon, dass die Umsetzung der Geldpolitik eine faszinierende Aufgabe ist. Schliesslich verfügten wir ja seit der Einführung des neuen geldpolitischen Konzepts Ende 1999 mit dem Repogeschäft über ein effizientes und flexibles Instrument. Dass es aber so spannend werden würde, konnten wir damals nicht erahnen. Bevor ich auf die Umsetzung der Geldpolitik in den letzten, von diversen Krisen geprägten Jahren zu sprechen komme, möchte ich indes festhalten: Das Ziel unserer Geldpolitik heisst nach wie vor Preisstabilität. Auch das geldpolitische Konzept wurde nicht geändert – es hat sich im ausgesprochen stürmischen vergangenen Jahr erneut bewährt.

Seit dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 haben wir allerdings die Umsetzung der Geldpolitik mehrfach angepasst. Ich erinnere an die Devisenswaps im Rahmen von Abkommen mit ausländischen Zentralbanken im Jahr 2008, über die wir Banken ausserhalb der Schweiz ohne direkten Zugang zum Reposystem der SNB mit Liquidität in Franken versorgten. Dadurch konnte den Anspannungen am internationalen Frankengeldmarkt entgegengewirkt werden. Ebenfalls 2008 führten wir eigene Schuldverschreibungen ein, die SNB Bills, um die Liquidität flexibel steuern zu können. Im grossen Stil eingesetzt wurden die SNB Bills ab der Jahresmitte 2010, als aufgrund unserer Devisenkäufe von März 2009 bis Juni 2010 sehr viel Überschussliquidität im Bankensystem entstanden war. SNB Bills mit Laufzeiten bis zu einem Jahr dienten zur Abschöpfung der Überschussliquidität. Zur Zinssteuerung wurden zusätzlich liquiditätsabschöpfende Repogeschäfte abgeschlossen. Wir haben 2010 und in der ersten Hälfte 2011 bewiesen, dass wir operativ in der Lage sind, innert sehr kurzer Zeit sehr viel Liquidität zu binden, wenn wir dies wollen. Ich habe Ihnen über dieses neue Verfahren zur Umsetzung der Geldpolitik im Abschöpfungsmodus vor einem Jahr an dieser Stelle berichtet.

Umstellung der Liquiditätssteuerung im August 2011

Die Entwicklung im zweiten Halbjahr 2011 ging jedoch wieder in die entgegengesetzte Richtung: Die SNB beendete den Abschöpfungsmodus und führte dem Bankensystem massiv

Liquidität zu. Sie können diese beiden Wechsel in der Liquiditätssteuerung 2010 und 2011 gut an der **Grafik (2)** ablesen. Ab August 2011 strebten wir einen Dreimonats-Libor so nahe bei null Prozent wie möglich an. Um dieses Ziel zu erreichen, liessen wir die liquiditätsabschöpfenden Repos auslaufen, verzichteten auf die Erneuerung von fälligen SNB Bills und kauften erstmals SNB Bills vor dem Verfall zurück. Überdies schlossen wir Devisenswaps und liquiditätszuführende Repogeschäfte ab, um den geldpolitisch notwendigen massiven Anstieg der Sichtguthaben herbeizuführen. Wir haben in dieser Phase die Frankenliquidität in einem noch nie dagewesenen Tempo und Ausmass ausgeweitet.

Mit dem damit verbundenen Regimewechsel in der Liquiditätssteuerung im August 2011 begegnete die SNB der ausserordentlichen Frankenstärke. Die seit dem Ausbruch der Finanzkrise zu beobachtende Frankenaufwertung beschleunigte sich im Sommer 2011 rapid. Sie sprengte alle zuvor bekannten Massstäbe. Am 9. August 2011 kostete 1 Euro noch 1,008 Franken, was einer Frankenaufwertung von 30% seit Anfang 2010 und von rund 20% seit Anfang 2011 entspricht. Diese massive Überbewertung stellte eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft dar und barg das Risiko einer deflationären Entwicklung. Ein wichtiger Treiber dieser Aufwertung war die europäische Schuldenkrise. Die damit verbundene Unsicherheit und die Furcht vor einer weiteren Eskalation stimulierten die Nachfrage nach sicheren Anlagen. Der Franken wurde von den Investoren als sicherer Hafen wahrgenommen. Die **Grafik (3)** zeigt den Zusammenhang zwischen Schuldenkrise und Frankenstärke. Auf der linken Skala ist der Peripherie-Spread abgebildet, rechts der Wechselkurs. Der Peripherie-Spread entspricht dem Renditeaufschlag zehnjähriger Anleihen der fünf Peripheriestaaten der Eurozone gegenüber der deutschen Bundesanleihe. Lange galt: Je höher dieser Renditeaufschlag, desto stärker der Franken zum Euro. Der Wechselkurs bewegte sich nahezu parallel zum Renditeaufschlag. Doch im Sommer wertete sich der Franken schneller auf, als sich der Spread ausweitete. Die Frankenaufwertung wurde zu einem Selbstläufer. Erst die Festlegung des Mindestkurses von 1.20 Franken pro Euro am 6. September vermochte diese Dynamik sowie die Korrelation zwischen Peripherie-Spread und Wechselkurs zu brechen.

Bevor ich Ihnen die geldpolitischen Massnahmen, mit denen wir die Frankenstärke bekämpften, erläutern werde, möchte ich kurz erklären, weshalb die Frankenaufwertung zum Selbstläufer wurde. In der **Grafik (4)** sehen Sie auf der rechten Skala die auf Jahresbasis als

Balken dargestellte Rendite eines einfachen Devisengeschäfts: Kauf von Franken gegen Euro am Montag und Verkauf von Franken gegen Euro am Freitag. Diese Rendite betrug in den Sommermonaten 2011 bis zu 450%! Auf der linken Skala sind die geschätzten Wochenumsätze im weltweiten Kassageschäft in den beiden Währungspaaren Euro-Franken in rot und US-Dollar-Franken in blau abgebildet. Sie sind relativ zum Durchschnittsvolumen der Jahre 2009 und 2010 dargestellt. Auffällig ist, dass die Volumen in den Wochen mit grossen Wechselkursbewegungen und entsprechend lukrativen Renditemöglichkeiten ausserordentlich hoch lagen. So erreichten sie im August im Euro-Franken-Markt mehr als das Dreifache der Volumen von 2009 und 2010. Der markante Anstieg im Sommer 2011 ist ein Indiz dafür, dass der Franken für kurzfristig orientierte Investoren ein immer attraktiveres Investment wurde. Die Abwärtsbewegung im Euro-Franken-Kurs erreichte eine Eigendynamik, die zur massiven Überbewertung des Frankens beitrug.

Liquiditätsmassnahmen gegen den starken Franken

Im August erhöhten wir im Kampf gegen die Frankenstärke die Liquidität am Geldmarkt in drei Schritten. Am 3. August kündigten wir an, die Liquidität von rund 30 Mrd. auf 80 Mrd. Franken auszuweiten. Weil die Risikoaversion an den internationalen Märkten zunahm und die Überbewertung des Frankens anhielt, intensivierten wir unsere Massnahmen am 10. und 17. August und strebten schliesslich ein Total der Sichtguthaben von über 200 Mrd. Franken an. Sie sehen aus der **Grafik (5)**, dass die SNB ihre Ziele jeweils rasch erreichte. Bei den rot gestrichelten waagrechten Linien handelt es sich um die von uns in der Publikation «Geldpolitisch wichtige Daten» veröffentlichten Wochendurchschnitte. Anfang September markierten die Sichtguthaben mit rund 250 Mrd. Franken einen historischen Rekordstand. Seither haben sich die Sichtguthaben leicht zurückgebildet, bleiben aber auf einem sehr hohen Niveau. Die SNB wird die Liquidität auch weiterhin ausserordentlich hoch halten.

Doch wie konnte die SNB dem Bankensystem innert so kurzer Zeit so enorm viel Liquidität zuführen? Dafür war ein Bündel von verschiedenen Massnahmen notwendig. Ab dem 3. August, dem Tag, als die SNB ihre ersten Massnahmen gegen die Frankenstärke ankündigte, schlossen wir keine liquiditätsabschöpfenden Repogeschäfte mehr ab. Der Ausstand betrug damals 26 Mrd. Franken. Da die Repos kurze Laufzeiten aufwiesen, wurde die entsprechende Liquidität rasch freigesetzt, wie aus der **Grafik (6)** ersichtlich ist.

Zusätzlich verzichtete die SNB ab Anfang August darauf, neue SNB Bills zu emittieren. SNB Bills wiesen damals Laufzeiten von einem bis zwölf Monate auf. Die **Grafik (7)** zeigt, dass diese Massnahme einen grossen Beitrag zur Liquiditätsausweitung leistete. Die letzten SNB Bills werden im Sommer 2012 fällig.

Des Weiteren kauften wir ausstehende SNB Bills zurück. Zum einen konnte damit die Liquidität besonders in der Anfangsphase zusätzlich markant erhöht werden. Zum anderen konnte mit dem Rückkauf unterschiedlicher Restlaufzeiten zu oder über pari ein klares Zinssignal für die ganze Geldmarktkurve gesendet werden. Sämtliche Rückkäufe erfolgten auf bilateraler Basis am Sekundärmarkt der Eurex Repo. Fälligkeiten und Rückkäufe von SNB Bills haben dazu geführt, dass der Ausstand von SNB Bills von 110 Mrd. auf heute noch 6 Mrd. Franken gefallen ist. Die in der **Grafik (8)** insgesamt abgebildete Liquidität wurde dem Finanzsystem permanent zur Verfügung gestellt. Zuvor war diese Liquidität lediglich temporär durch Offenmarktoperationen gebunden.

Wir führten aber auch neue liquiditätszuführende Offenmarktoperationen aus, um unsere Liquiditätsziele zu erreichen. Ab dem 10. August schufen wir über Devisenswaps Frankenliquidität. Weil der Devisenswapmarkt so liquide ist, konnten wir damit innert kürzester Zeit Liquidität im Umfang von rund 90 Mrd. Franken ins System geben (**Grafik (9)**). Austauschwährungen waren dabei der US-Dollar, der Euro, das Pfund und der kanadische Dollar. Die Laufzeiten reichten bis zu drei Monaten. Der Abschluss erfolgte über Handelsplattformen oder telefonisch, im Auktionsverfahren oder bilateral. Solche Devisenswaps sind für die SNB übrigens ein altbekanntes Geschäft. Vor der Einführung des Repogeschäfts Ende der 1990er-Jahre waren Devisenswaps das wichtigste Instrument zur Umsetzung der Schweizer Geldpolitik. In der Grafik sind die Devisenswaps zusammen mit den Devisenkäufen abgebildet. Wie im Rechenschaftsbericht publiziert wurde, erwarben wir im vergangenen Jahr Devisen im Gegenwert von 17,8 Mrd. Franken.

Mit dem liquiditätszuführenden Repogeschäft nutzten wir ab dem 24. August auch unser heutiges Hauptinstrument, um eine breit abgestützte Liquiditätsversorgung über verschiedene Kanäle zu gewährleisten. Die Laufzeit betrug in der Regel eine Woche, die Geschäfte wurden auf bilateraler Basis abgeschlossen. Im Zuge der geldpolitisch motivierten, ausserordentlichen Ausweitung der Liquidität sanken die Zinsen am Geldmarkt gegen null, teilweise sogar in den negativen Bereich. Das führte dazu, dass auch unser

Reposatz negativ wurde. Die Summe unserer Liquiditätsmassnahmen ist in der **Grafik (10)** abgebildet.

Auswirkungen auf den Geldmarkt, das Zinsniveau und den Wechselkurs

Wie wirkten sich unsere Massnahmen auf den Geldmarkt und das Zinsniveau aus (**Grafik (11)**)? Der Umsatz im Tagesgeld am unbesicherten (oben abgebildet) und besicherten Frankengeldmarkt (unten) brach im Zuge der massiven Liquiditätsausweitung im August 2011 ein. Doch erholte sich der besicherte Geldmarkt rasch, während der unbesicherte auf tiefem Niveau stagniert. Die Grafik zeigt jedoch auch, dass es bereits 2008 im Zuge der Finanzkrise zu einer ersten Verlagerung weg vom unbesicherten hin zum besicherten Geldmarkt gekommen ist. Seither liegt der Umsatz im besicherten Segment, das als zuverlässige Quelle zur Liquiditätsbeschaffung betrachtet wird, höher. Derzeit konzentrieren sich die Aktivitäten am Frankengeldmarkt primär auf das besicherte Tagesgeld.

Die SNB hat nicht nur ihre Liquiditätsziele innert kurzer Zeit erreicht, auch die Zinsen haben sehr stark reagiert. Unser Referenzzinssatz, der Dreimonats-Libor, fiel von 17,5 Basispunkten (BP) am 2. August 2011 bis auf das historische Tief von 0 BP am 5. September 2011 (**Grafik (12)**). Die von den Dreimonats-Libor-Futures abgeleiteten Zinserwartungen stiessen sogar in den negativen Bereich vor. Am 18. August erwartete der Markt, dass der Dreimonats-Libor im Dezember auf –55 BP fixiert würde. Die ganze Zinskurve geriet unter Abwärtsdruck. Auch der Zinssatz der zweijährigen Bundesanleihe fiel kurzzeitig unter 0%. Da die Renditen der noch längeren Bundesanleihen stärker nachgaben, wurde die Zinskurve flacher.

Als besonders wirkungsvolles Instrument zur Senkung des Zinsniveaus erwiesen sich die Devisenswaps, durchgeführt über Auktionen (**Grafik (13)**). Erstens konnte über die Auktionen ein expansives Signal gesendet werden, das die aus den Futures abgeleiteten Zinserwartungen nochmals erheblich reduzierte. Zweitens konnte die aus einem Devisenswap implizierte Verzinsung für Franken deutlich gesenkt werden. Dadurch wurde die Attraktivität von Spekulationen auf den Franken geschmälert, was natürlich im Sinne unserer Geldpolitik war.

Die Festlegung des Mindestkurses und seine Folgen

Unsere Liquiditätsmassnahmen übten wie erwähnt einen deutlichen Abwärtsdruck auf das Zinsniveau aus. Der Franken schwächte sich denn auch vorübergehend ab, wobei, wie die

Grafik (14) nahelegt, besonders die zweite Ankündigung vom 10. August Wirkung erzielte. Aufgrund der internationalen Ereignisse gewann der Franken aber gegen Ende August wieder deutlich an Wert (**Grafik (15)**).

Vor dem Hintergrund, dass die präzedenzlose Ausweitung der Liquidität in drei Schritten den Franken nicht dauerhaft zu schwächen vermochte und die massive Überbewertung anhielt, griff die SNB zu einer schärferen Massnahme.

Am 6. September 2011 legt die SNB einen Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest (**Grafik (16)**). Punkt 10 Uhr wird die Medienmitteilung veröffentlicht. Der Euro handelt bei 1,1260 Franken. Schon 2 Minuten nach 10 steigt der Euro-Franken-Kurs und durchbricht bereits 11 Minuten nach 10 die Marke von 1.20 Franken. Dass der Markt den Mindestkurs gut verdaut, zeigt sich auch daran, dass wenige Minuten nach der Festlegung wieder Kurse sowohl auf der Geld- als auch auf der Briefseite gestellt werden, in der Grafik grün bzw. rot dargestellt. Unsere Botschaft wurde vom Markt also sofort verstanden und umgesetzt.

Das liegt sicher auch daran, dass unser geldpolitischer Entscheid unmissverständlich war (**Grafik (17)**). «Die SNB toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1.20 Franken. Sie wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.»

In der **Grafik (18)** sehen Sie, wie sich der Euro-Franken-Kurs unter dem Regime des Mindestkurses bis heute entwickelt hat. Der Mindestkurs korrigierte nicht nur das Niveau, sondern dämpfte auch die Ausschläge des Wechselkurses.

Es ist zwar nicht möglich, die Überbewertung einer Währung genau zu quantifizieren. Klar ist aber, dass die Überbewertung des Frankens im August 2011 auch real betrachtet historische Ausmasse angenommen hatte (**Grafik (19)**). Sie sehen den realen Euro-Franken-Kurs in rot und den realen US-Dollar-Franken-Kurs in blau seit 1990. Die grauen Balken beziehen sich auf den realen handelsgewichteten Wechselkursindex, wie ihn die BIZ berechnet. Sie messen die relative Abweichung gegenüber dem durchschnittlichen realen Kurs der vergangenen 20 Jahre. Gegenüber dem Euro lag der Franken im Sommer 2011 real 22% über dem historischen Durchschnitt. Zum Dollar betrug die Abweichung gar 37% und zum Wechselkursindex 24%. An einzelnen Tagen erreichte diese Abweichung sogar bis zu

40%. Auch wenn der Mindestkurs eine Korrektur brachte, ist der Franken weiterhin sehr hoch bewertet. Er liegt real nach wie vor weit über dem historischen Durchschnitt.

Der Mindestkurs dämmte nicht nur die Überbewertung des Frankens ein. Auch die Korrelation des Wechselkurses zu den Risikomärkten nahm deutlich ab (**Grafik (20)**). Dadurch ist die Attraktivität des Frankens für spekulative Zwecke gesunken. Vor dem 6. September galt beispielsweise die Regel, dass ein Verlust am US-Aktienmarkt mit einem stärkeren Franken einherging. Seit dem 6. September ist diese Korrelation nicht mehr signifikant. Sie können den Mindestkurseffekt am Abstand von den grauen zu den roten Balken ablesen.

Erlauben Sie mir zum Schluss eine These, die einigen von Ihnen auf den ersten Blick vielleicht etwas gewagt erscheinen mag: Die Einführung des Mindestkurses hat dem Devisenmarkt gut getan. Ich beziehe mich dabei auf die Indikatoren Auftragsbuchtiefe, Bid-Ask-Spread und Variabilität (Schwankungsbreite) des Kassamarktes im Euro-Franken-Markt. Beachten Sie, dass in der **Grafik (21)** die rechte Skala für die beiden Linien, Spread und Variabilität, invertiert ist. Je höher die Kurve liegt, desto besser ist also die Marktqualität. Im Sommer verschlechterte sich die Marktqualität markant – dies war für Marktteilnehmer wie Unternehmen und institutionelle Investoren, die grössere Transaktionen zu einem guten Preis und ohne Markteinfluss durchführen wollen, mit erheblichen Nachteilen verbunden. Die Indikatoren Auftragsbuchtiefe, Spread und Variabilität zeigen seit der Einführung des Mindestkurses eine Verbesserung der Marktqualität an.

Zusammenfassung

In Bezug auf den Mindestkurs gilt am Devisenmarkt das Prinzip der Nulltoleranz. Die SNB wacht Tag und Nacht darüber, dass der Mindestkurs eingehalten wird, vom Sonntagabend bei der Markteröffnung in Sydney bis Freitagnacht bei Marktschluss in New York. Deshalb brennen in unserem Gebäude in Zürich auch spät in der Nacht die Lichter (**Grafik (22)**). Wir sind operativ jederzeit bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen, um den Mindestkurs durchzusetzen. Darüberhinaus stehen wir bereit, weitere Massnahmen zu ergreifen, falls die Wirtschaftsaussichten und die Deflationsrisiken es erfordern.

Seit dem 6. September 2011 steht die Umsetzung der Geldpolitik im Zeichen des Mindestkurses. Wir haben in den vergangenen Jahren wiederholt unter Beweis gestellt, wie

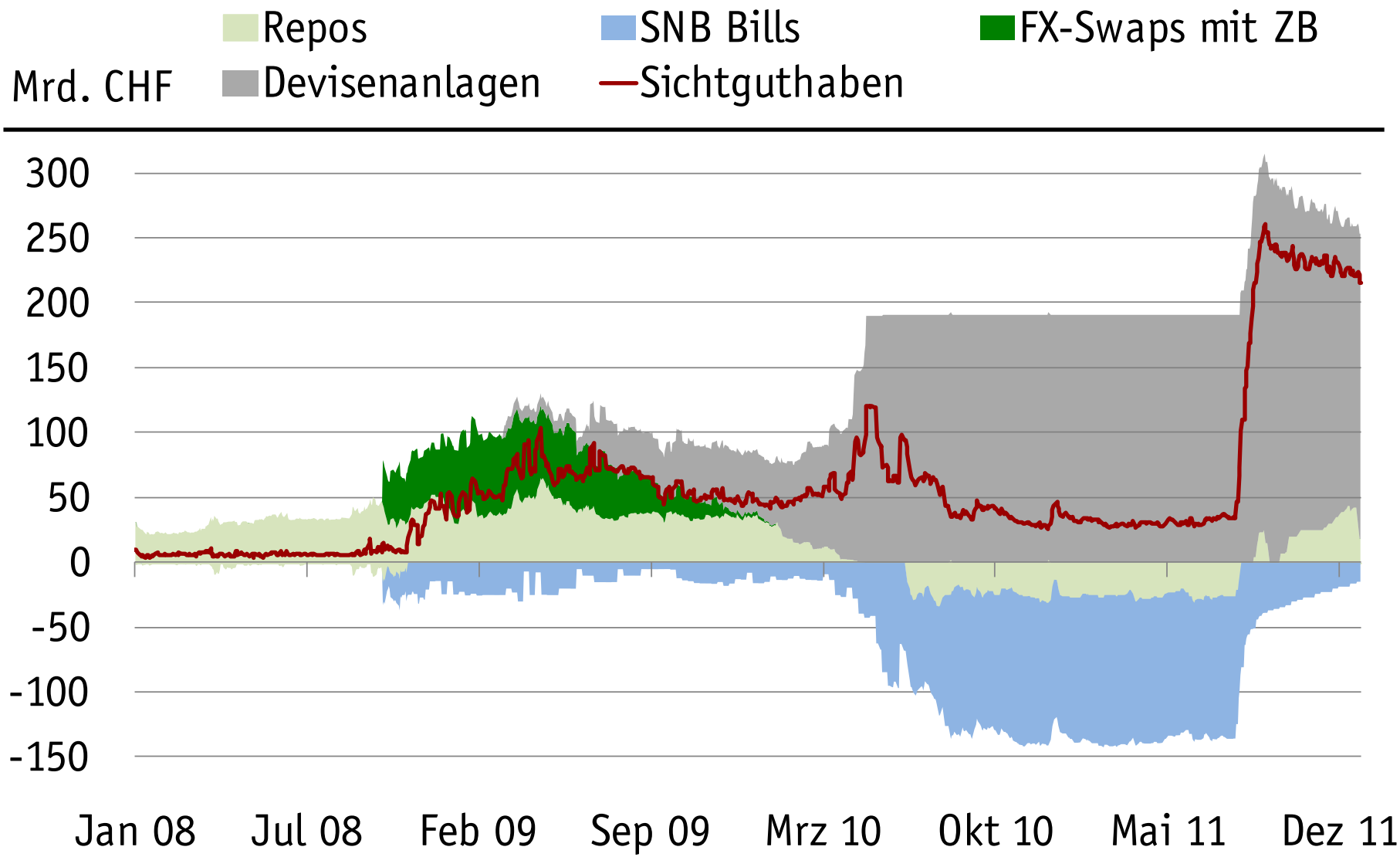
rasch und effektiv wir auf der operativen Ebene auf die geldpolitischen Erfordernisse reagieren können. Die Flexibilität unseres Instrumentariums hat sich bewährt, sowohl in ruhigen wie auch in bewegten Zeiten.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit und lade Sie nun zum geselligen Teil unseres traditionellen Apéros ein.

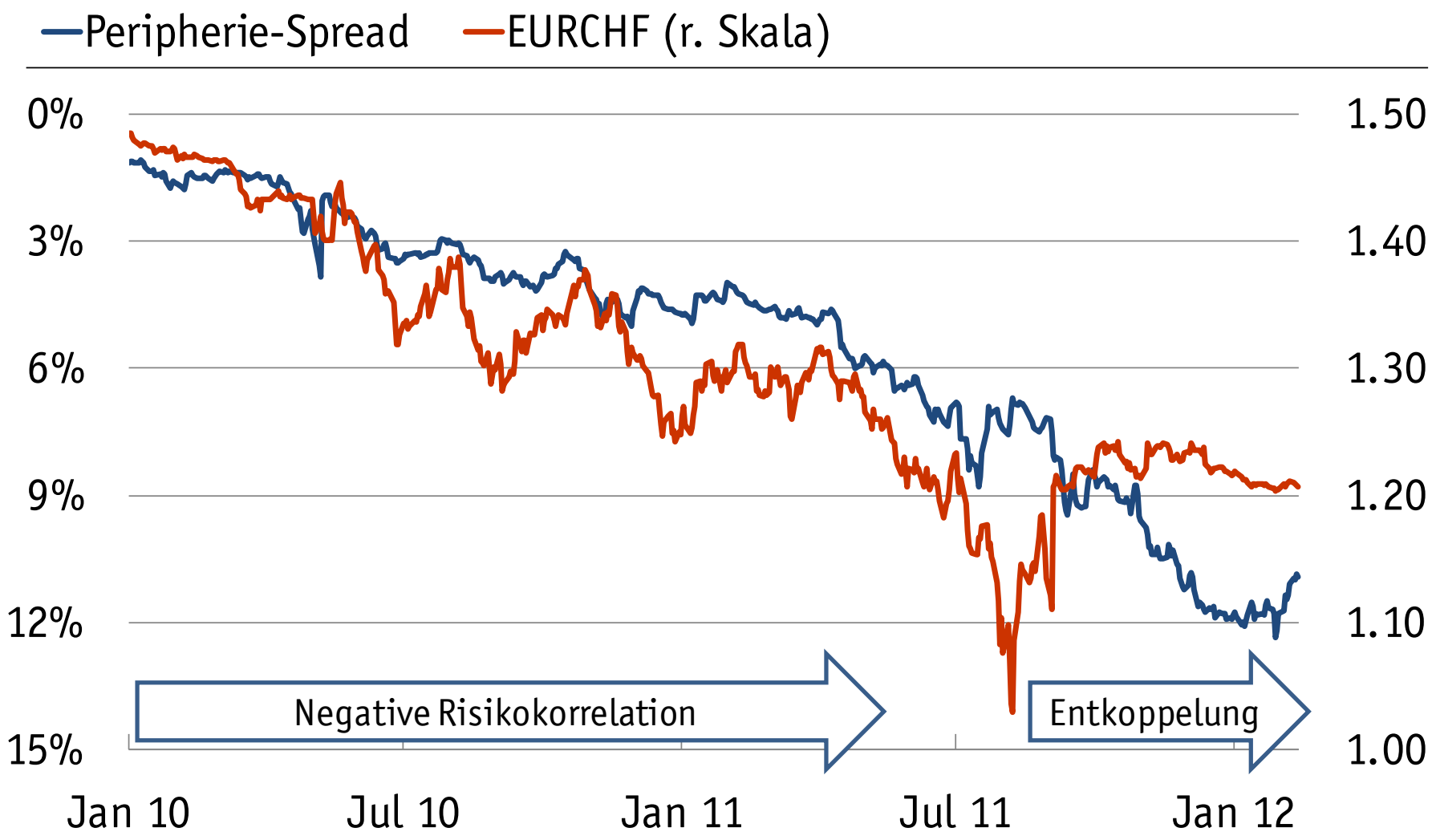
Umsetzung der Geldpolitik im Wandel der Zeit

Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

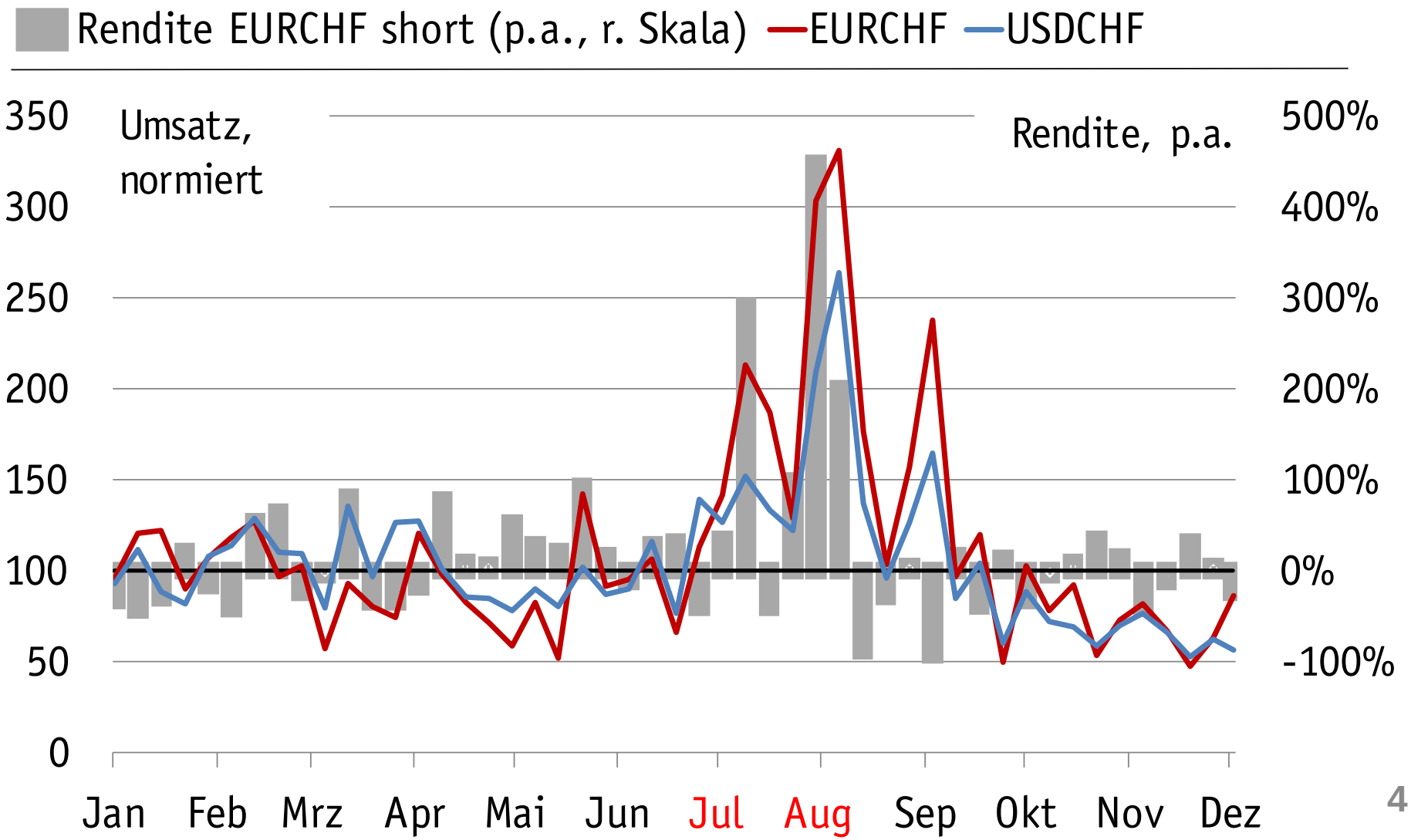
Wechsel in der Liquiditätssteuerung



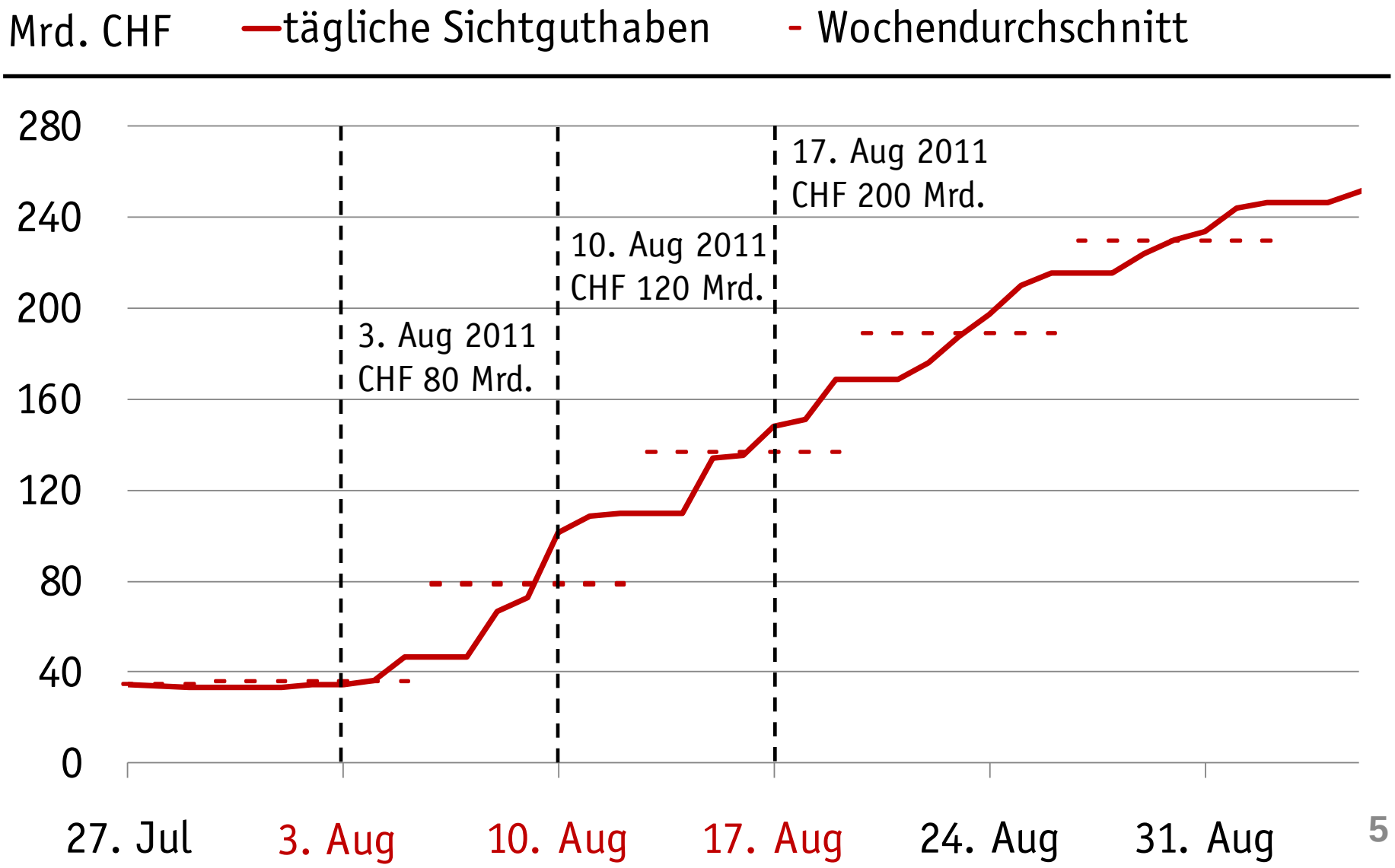
Schuldenkrise ein wichtiger Treiber



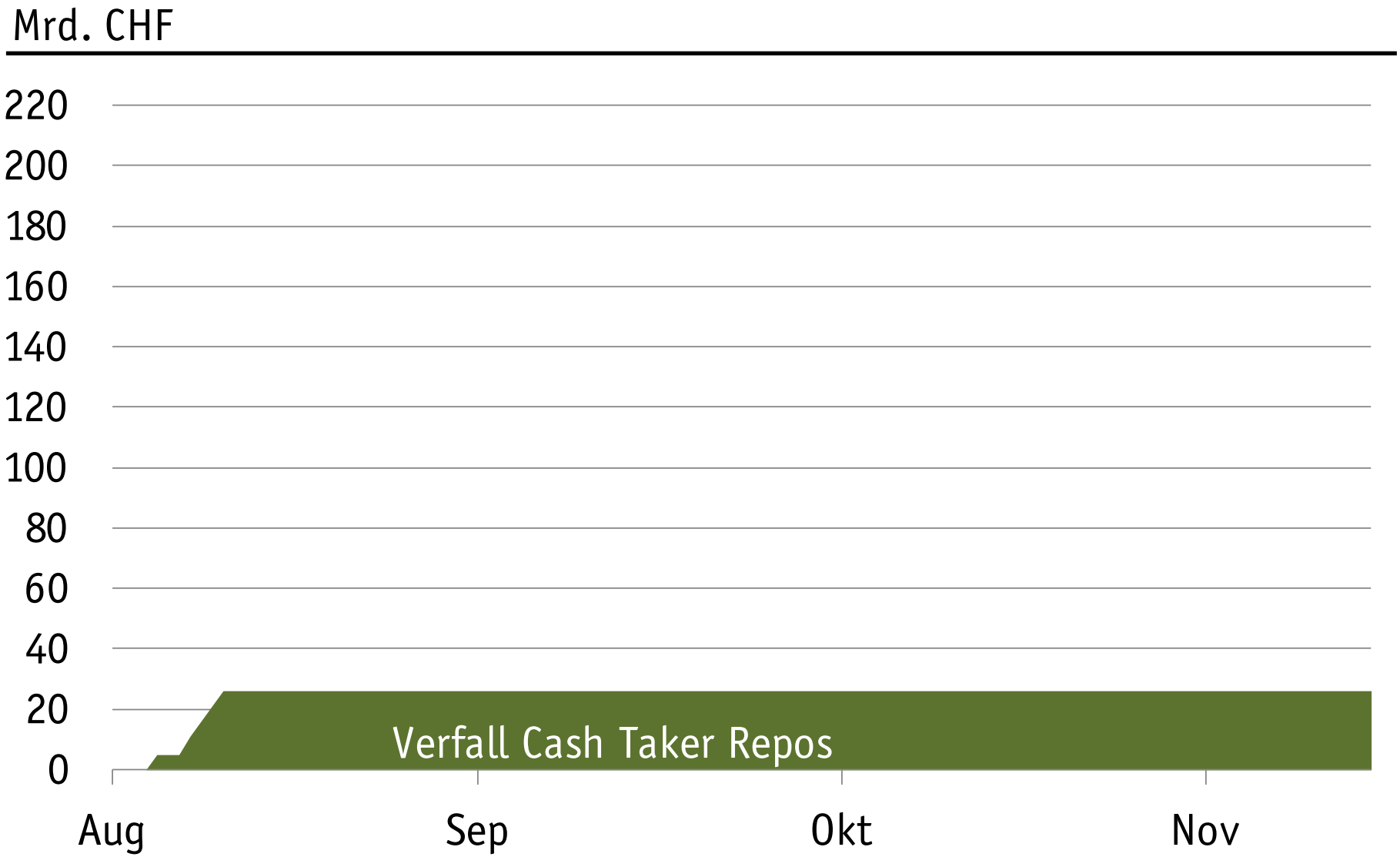
EURCHF-Short wird Selbstläufer



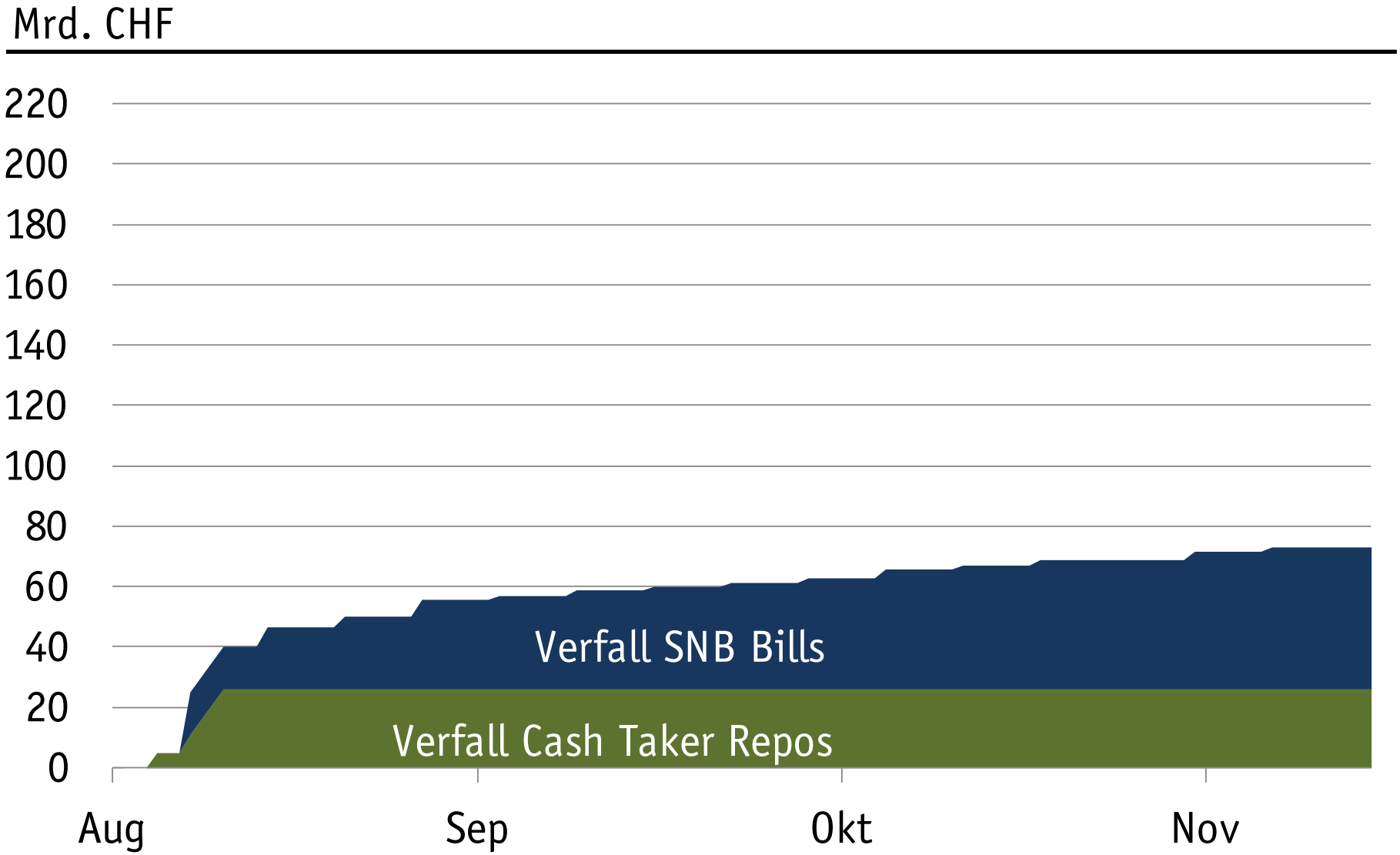
Liquidität als geldpolitisches Instrument



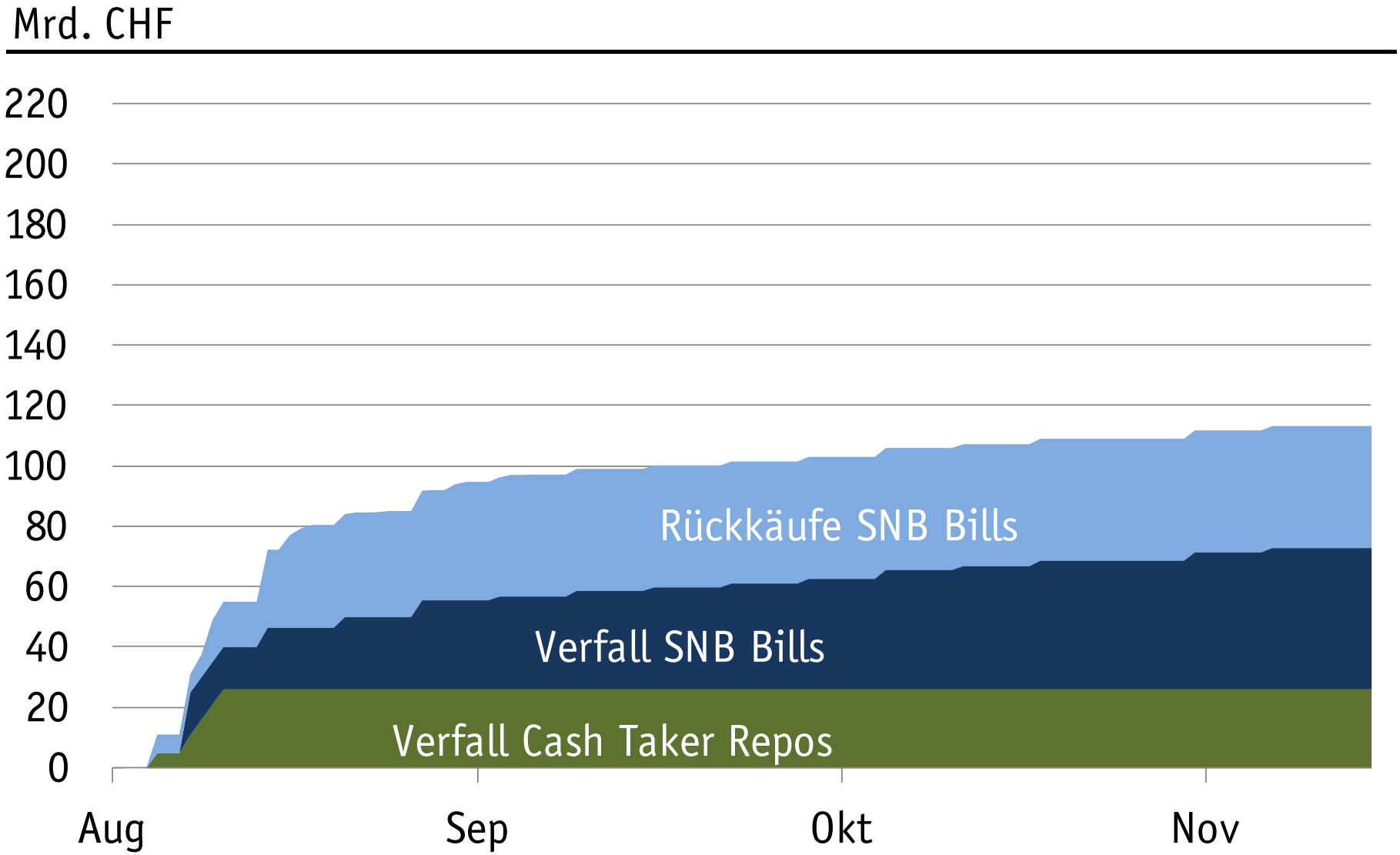
Liquiditätsmassnahmen



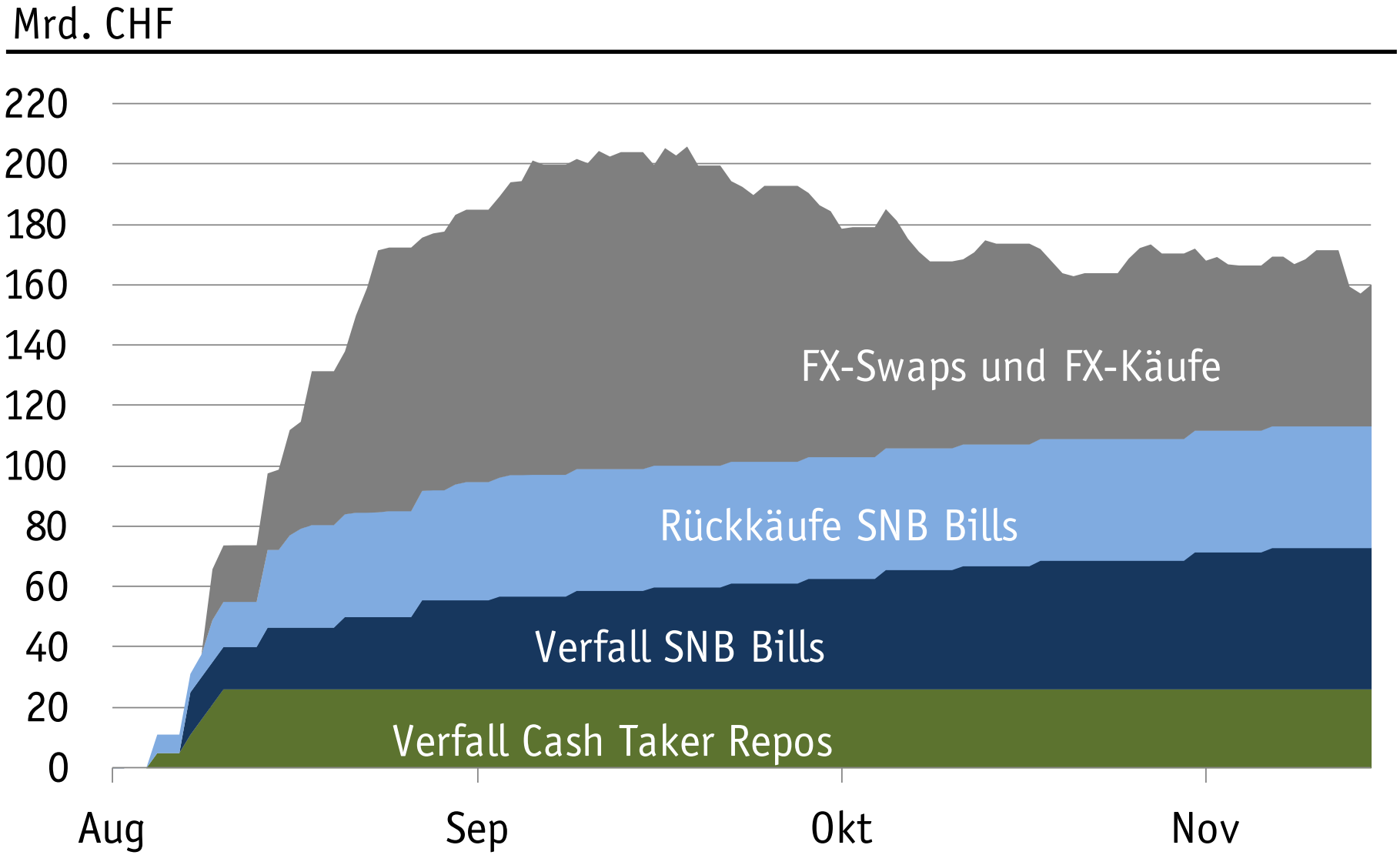
Liquiditätsmassnahmen



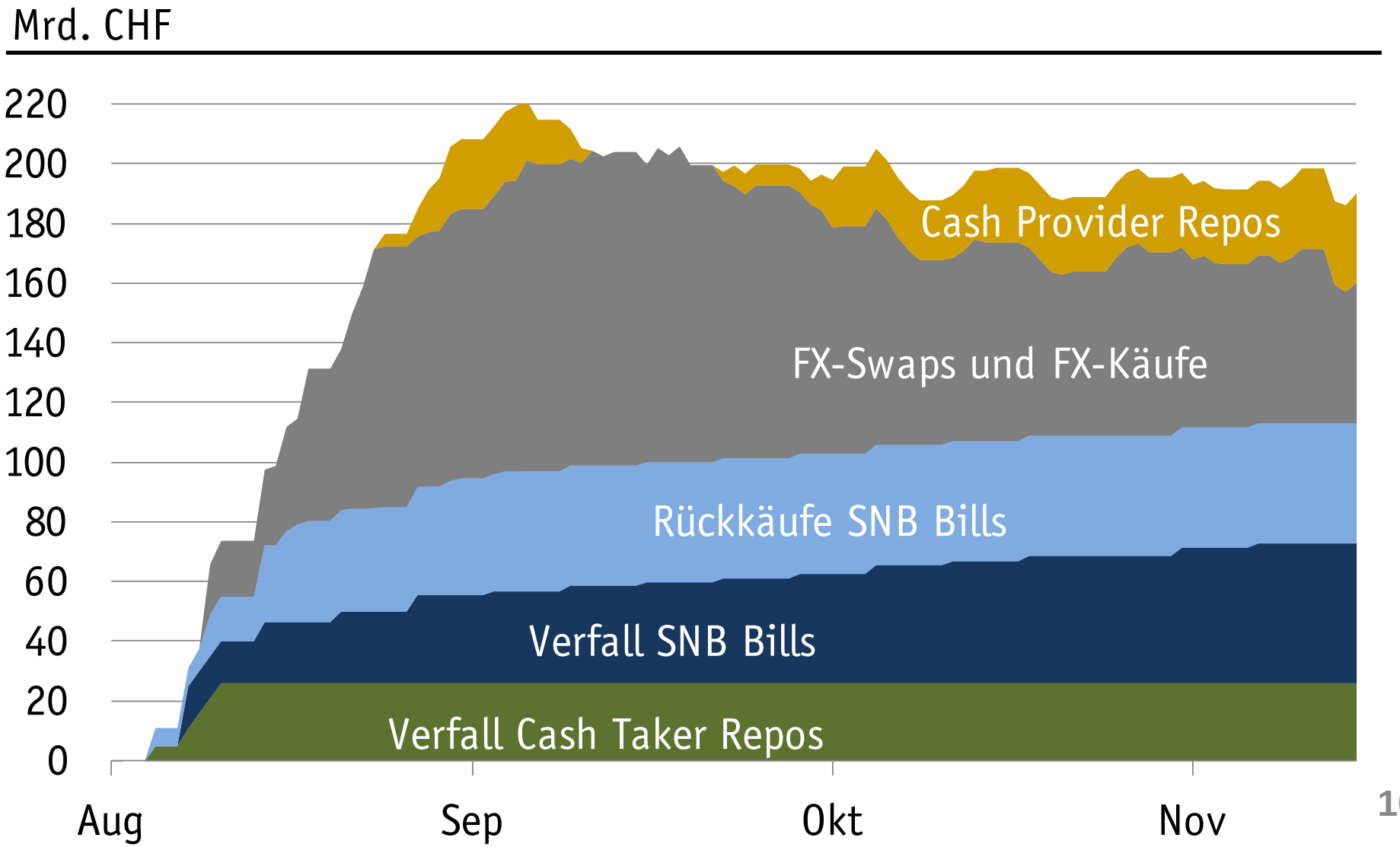
Liquiditätsmassnahmen



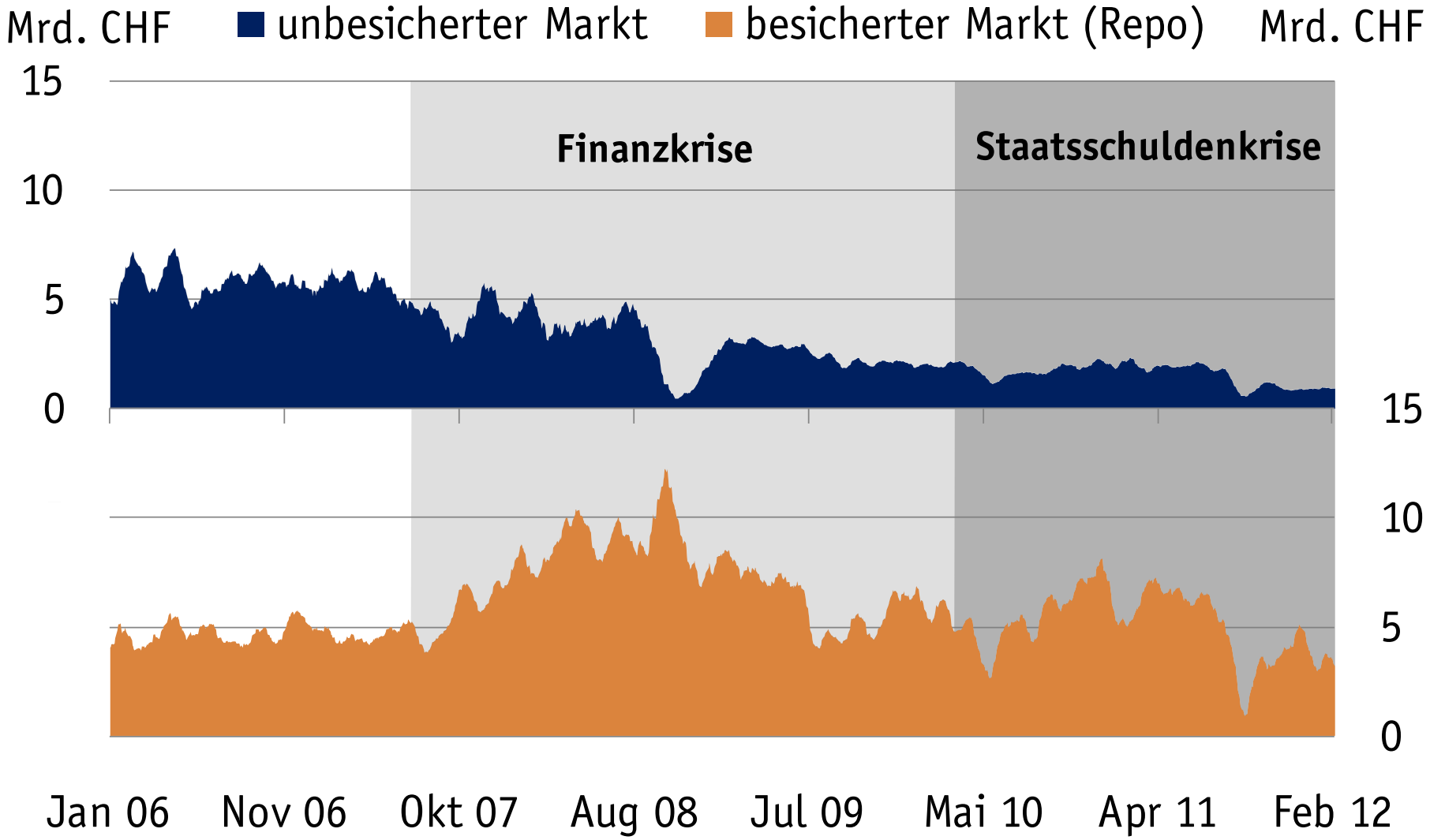
Liquiditätsmassnahmen



Liquiditätsmassnahmen

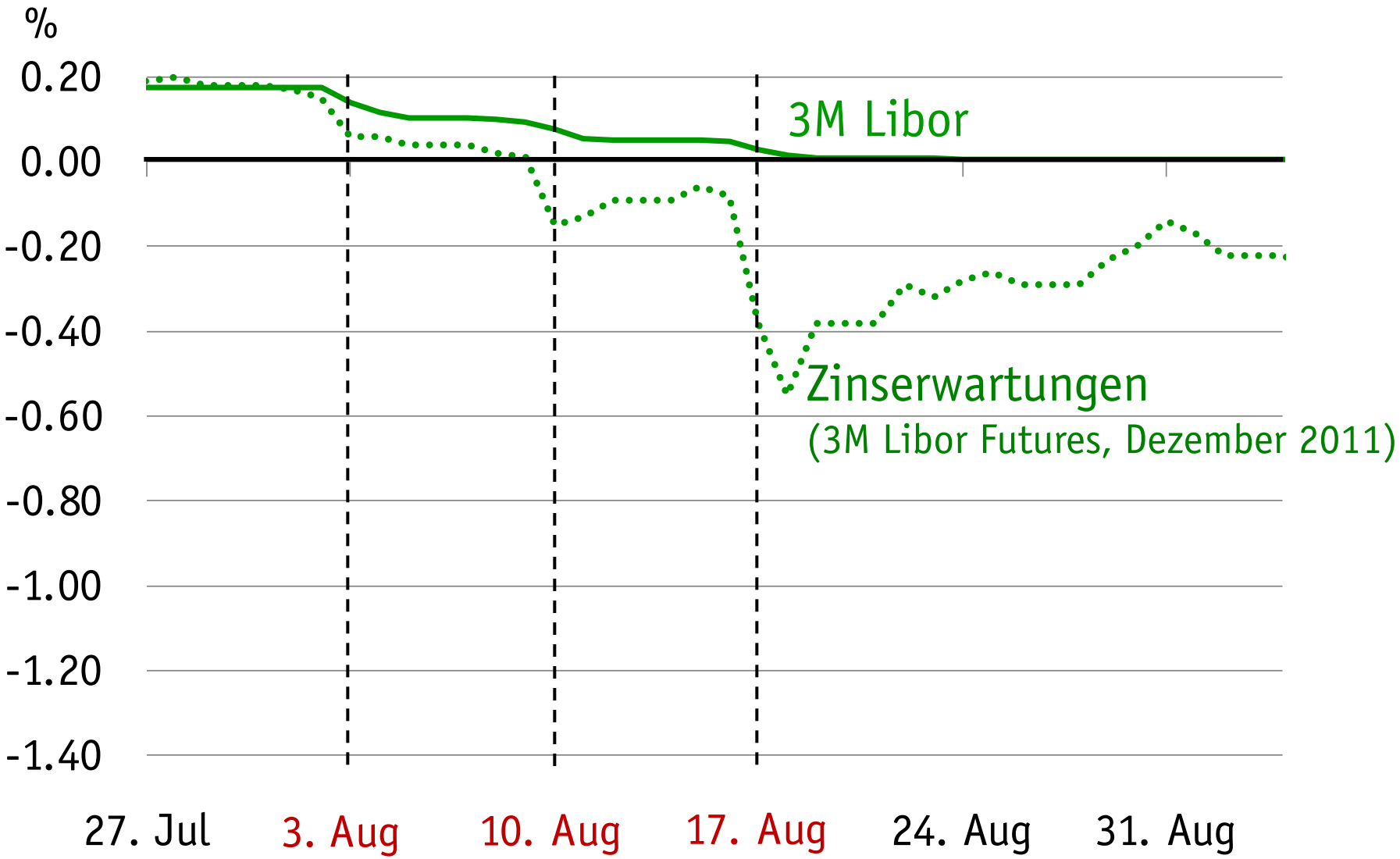


Rückläufiger Umsatz im Tagesgeld

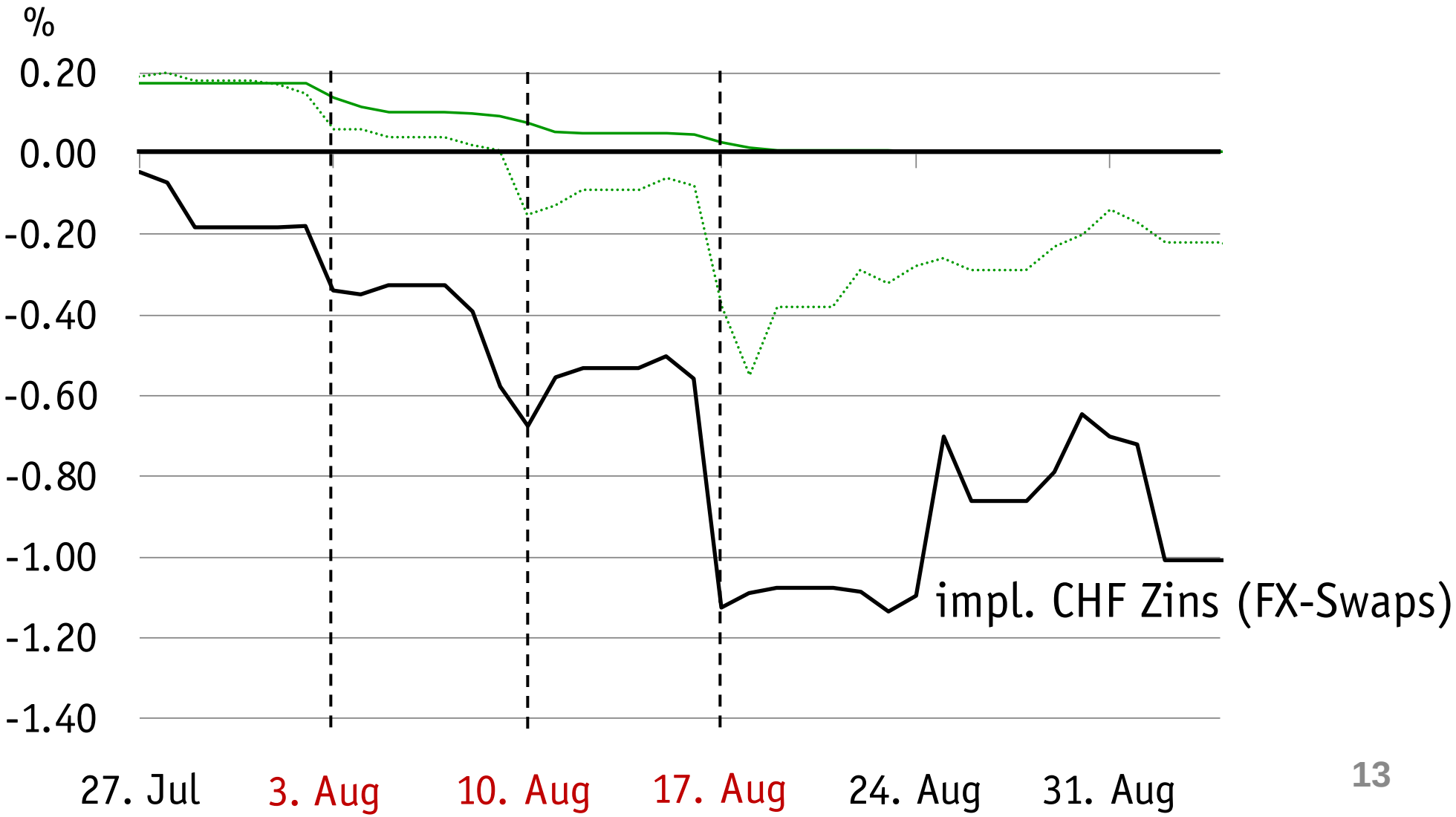


2-Wochen gleitender Durchschnitt; Umsatz Tagesgeld

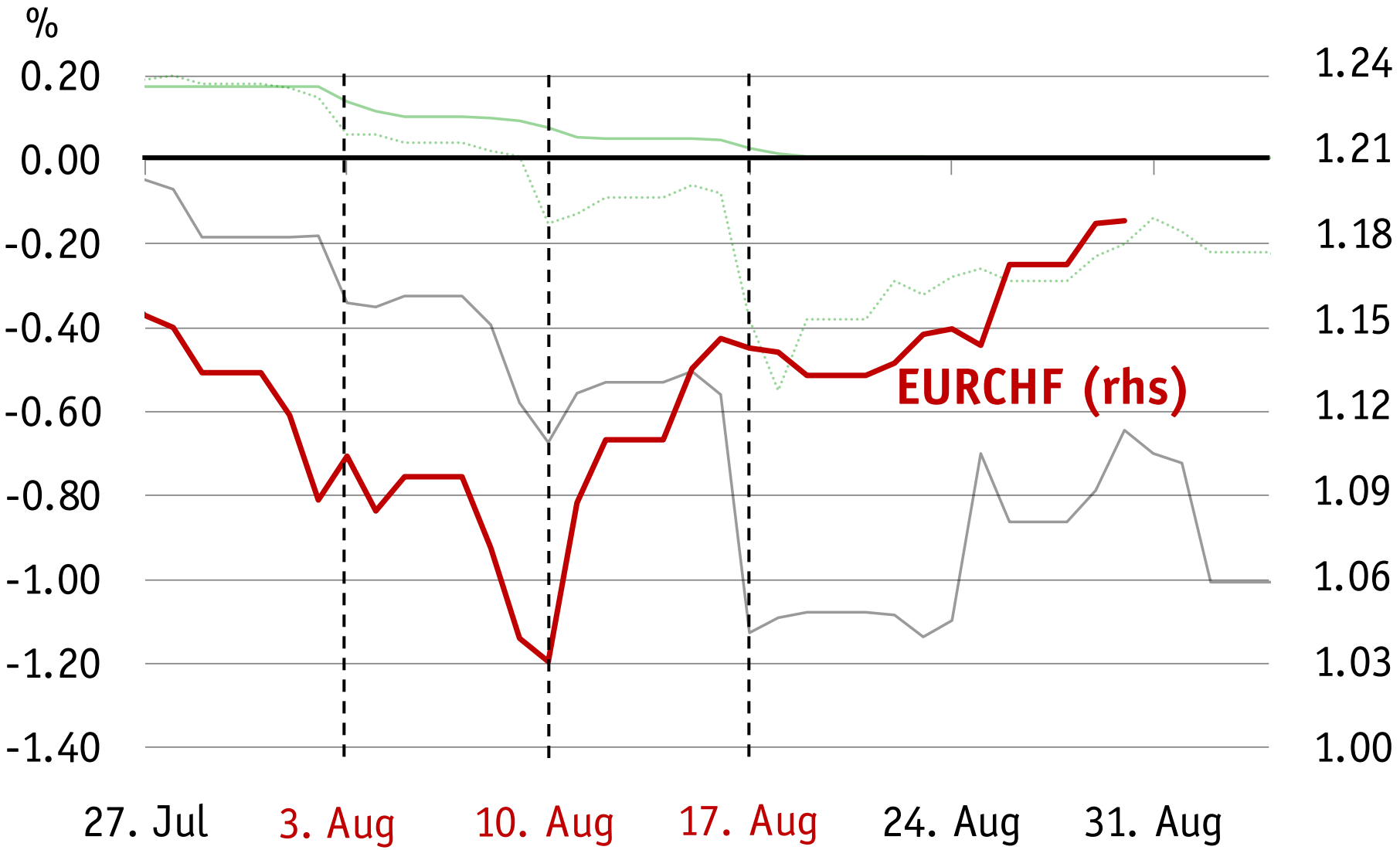
Auswirkung auf das Zinsniveau...



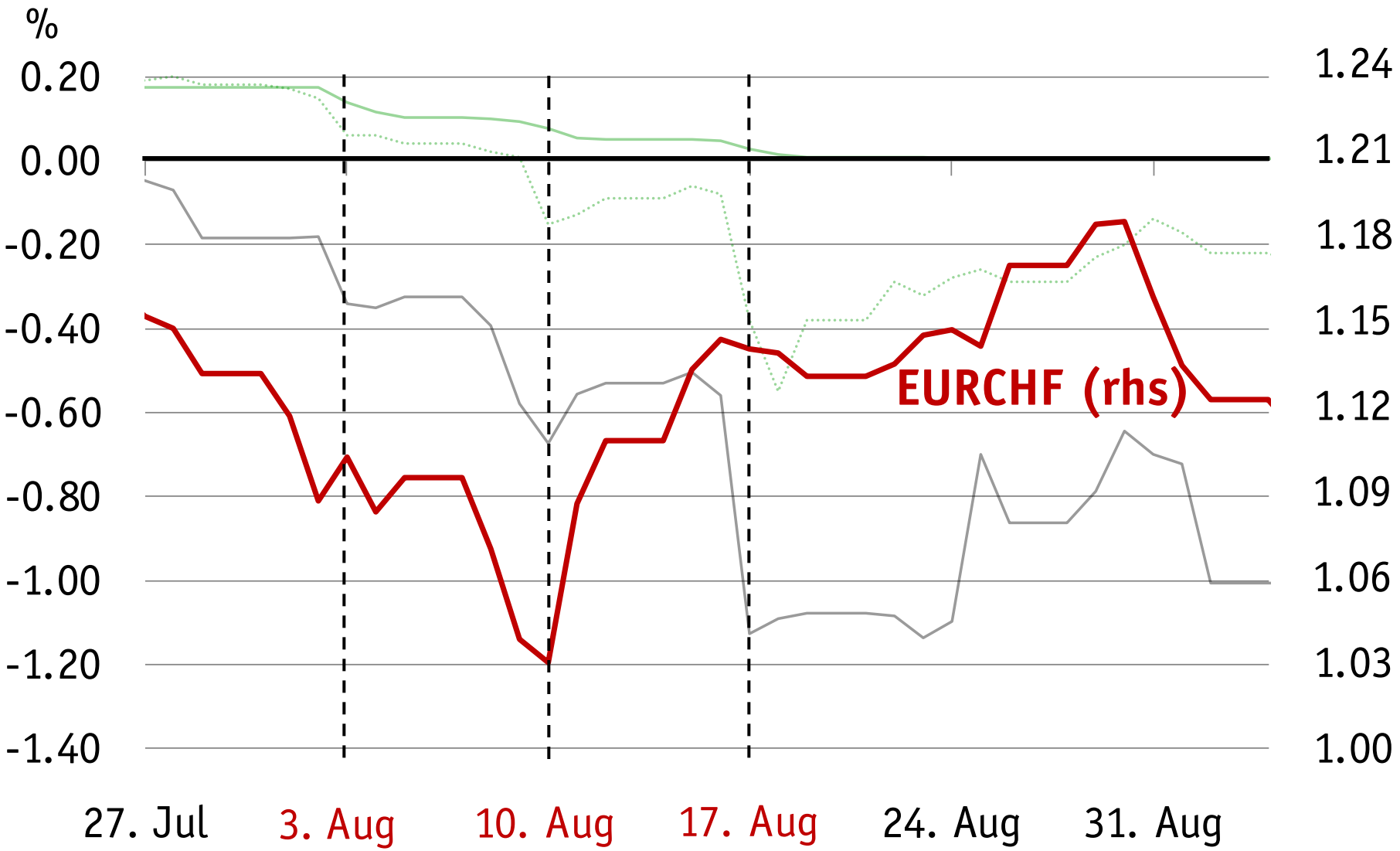
...auf die implizierten Zinsen aus FX-Swaps...



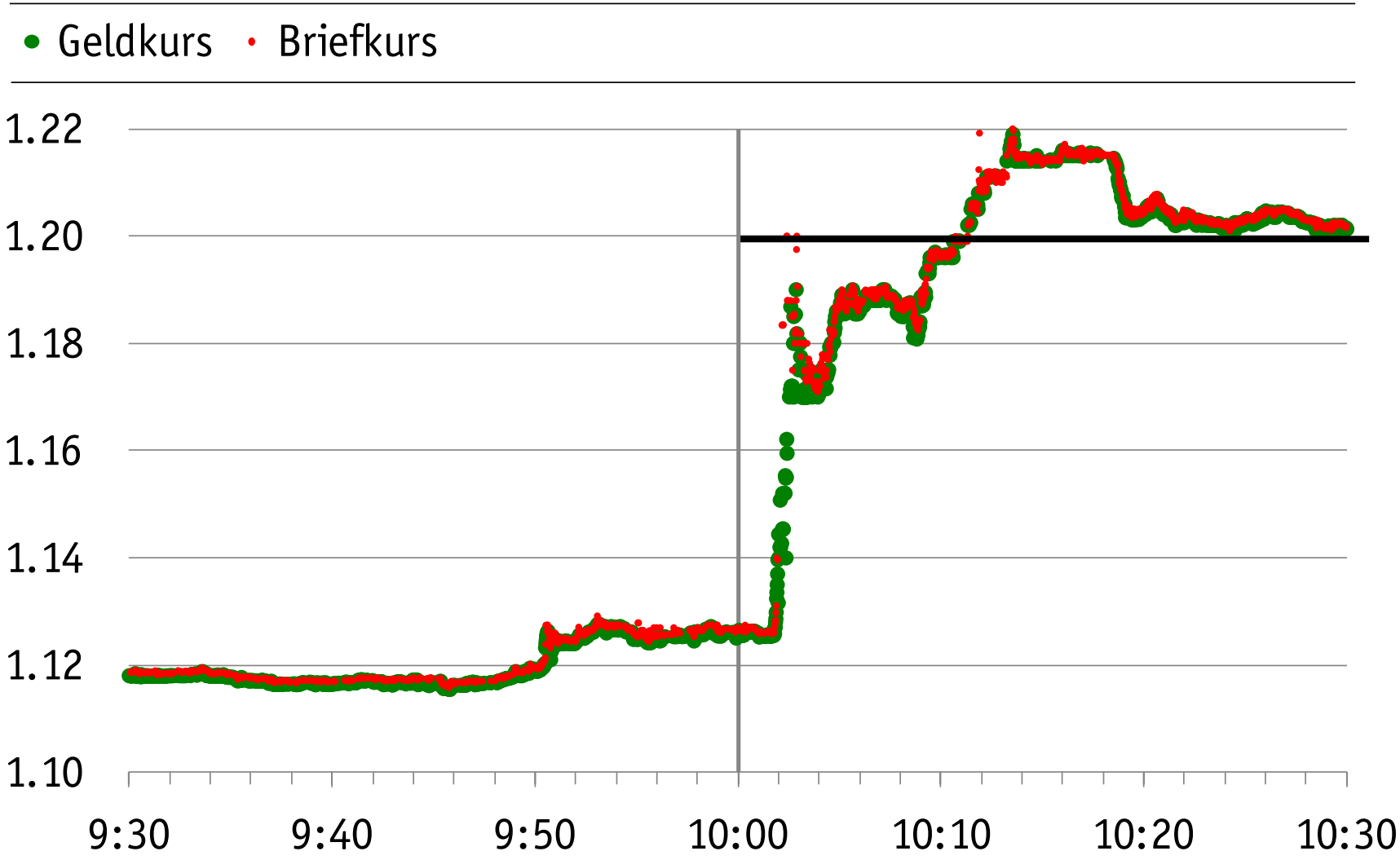
… und auf die Entwicklung EURCHF



… und auf die Entwicklung EURCHF



6. September 2011



Medienmitteilung am 6. September

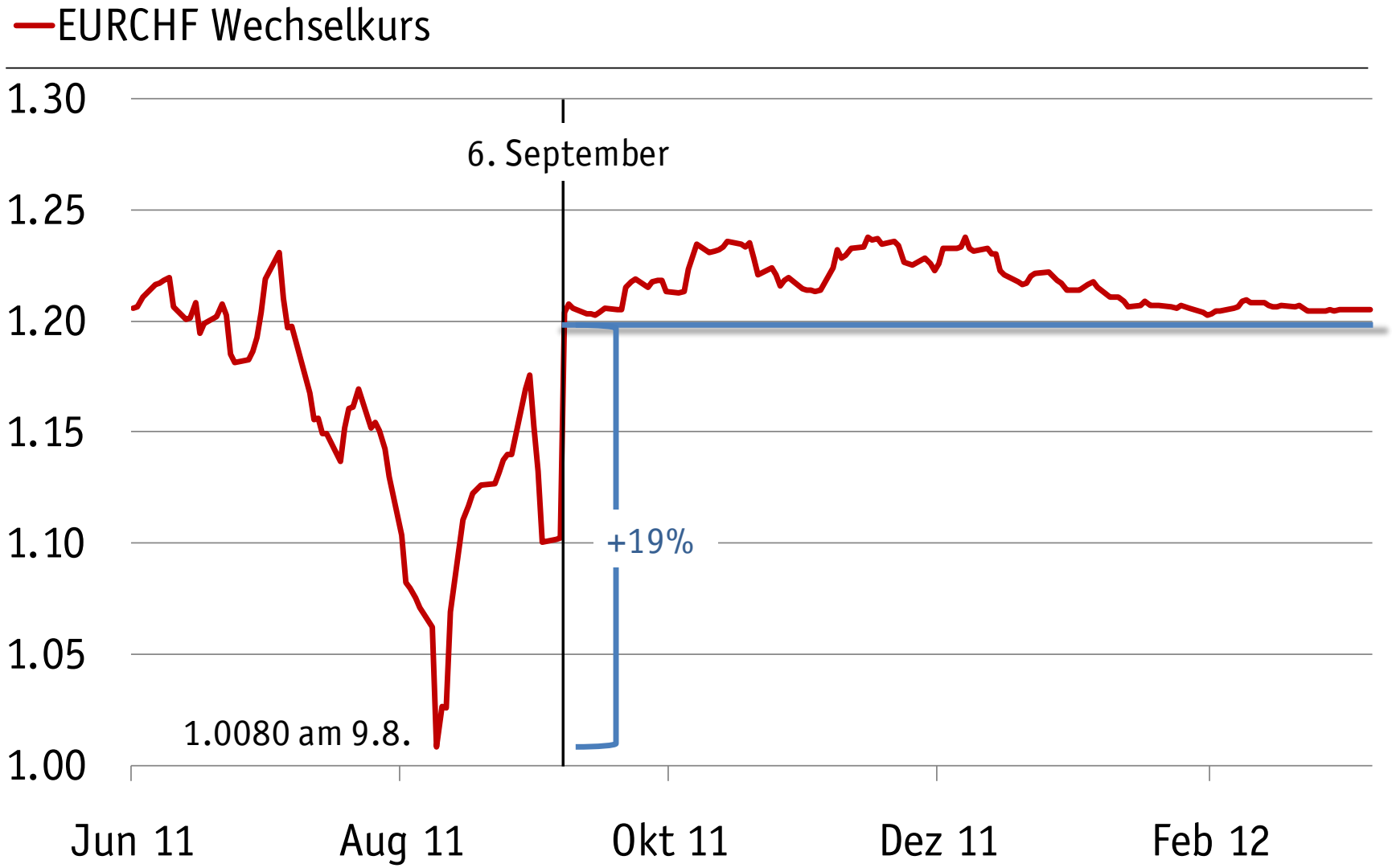
Nationalbank legt Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest

Die gegenwärtig massive Überbewertung des Schweizer Frankens stellt eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft dar und birgt das Risiko einer deflationären Entwicklung.

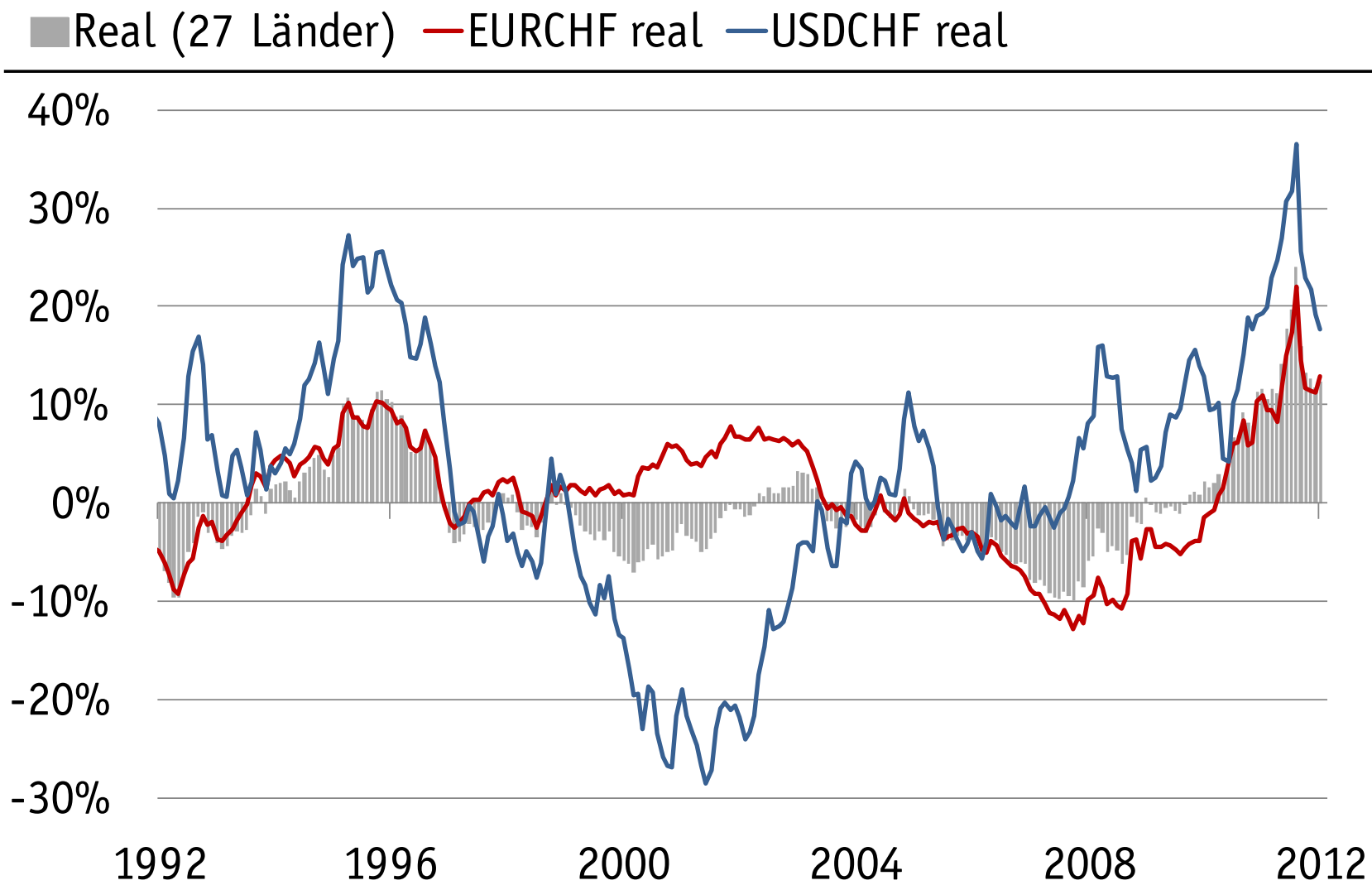
Die Schweizerische Nationalbank strebt daher eine deutliche und dauerhafte Abschwächung des Frankens an. Sie toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1.20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.

Der Franken ist auch bei 1.20 pro Euro hoch bewertet und sollte sich über die Zeit weiter abschwächen. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, wird die Nationalbank weitere Massnahmen ergreifen.

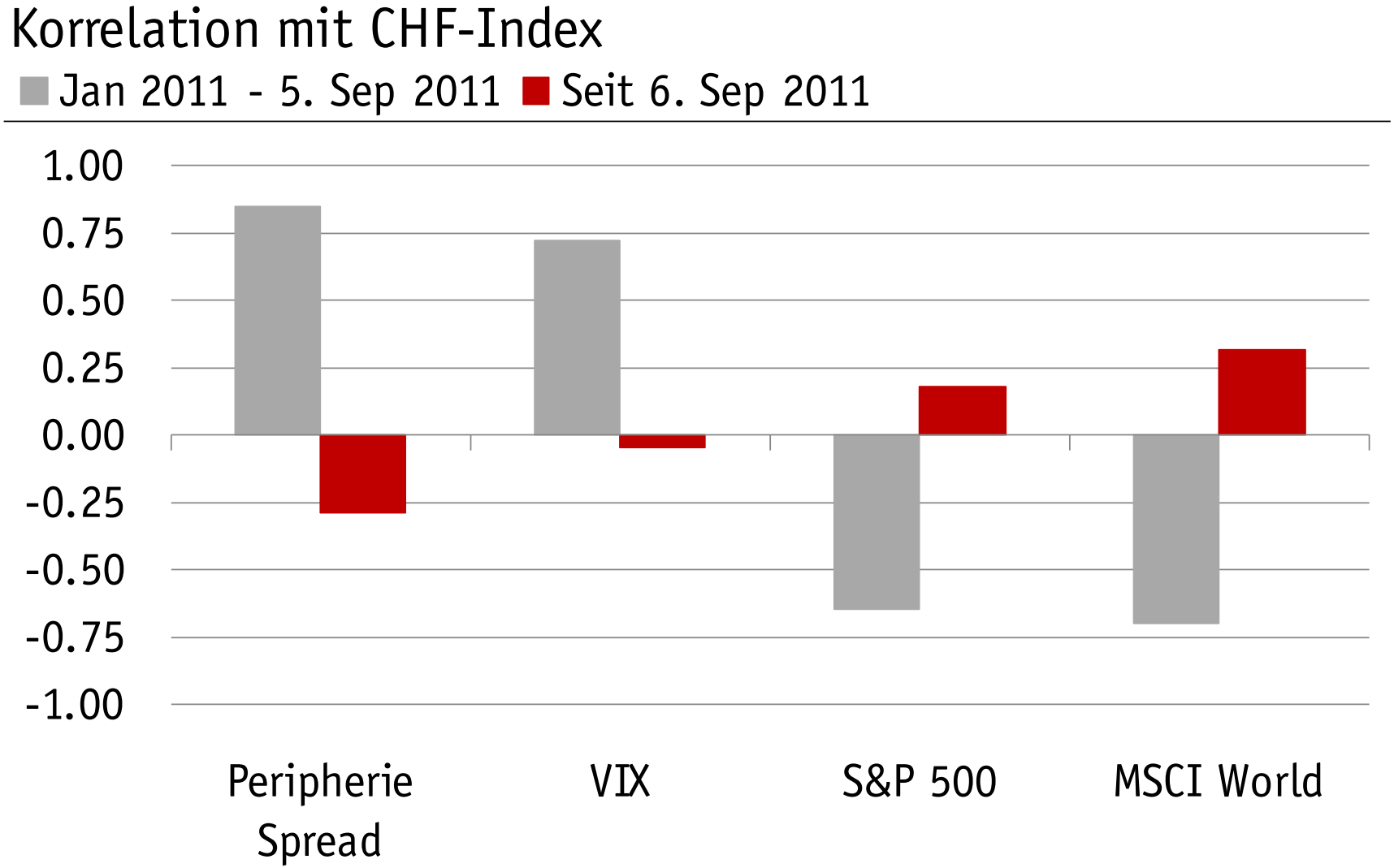
Die Wirkung des Mindestkurses



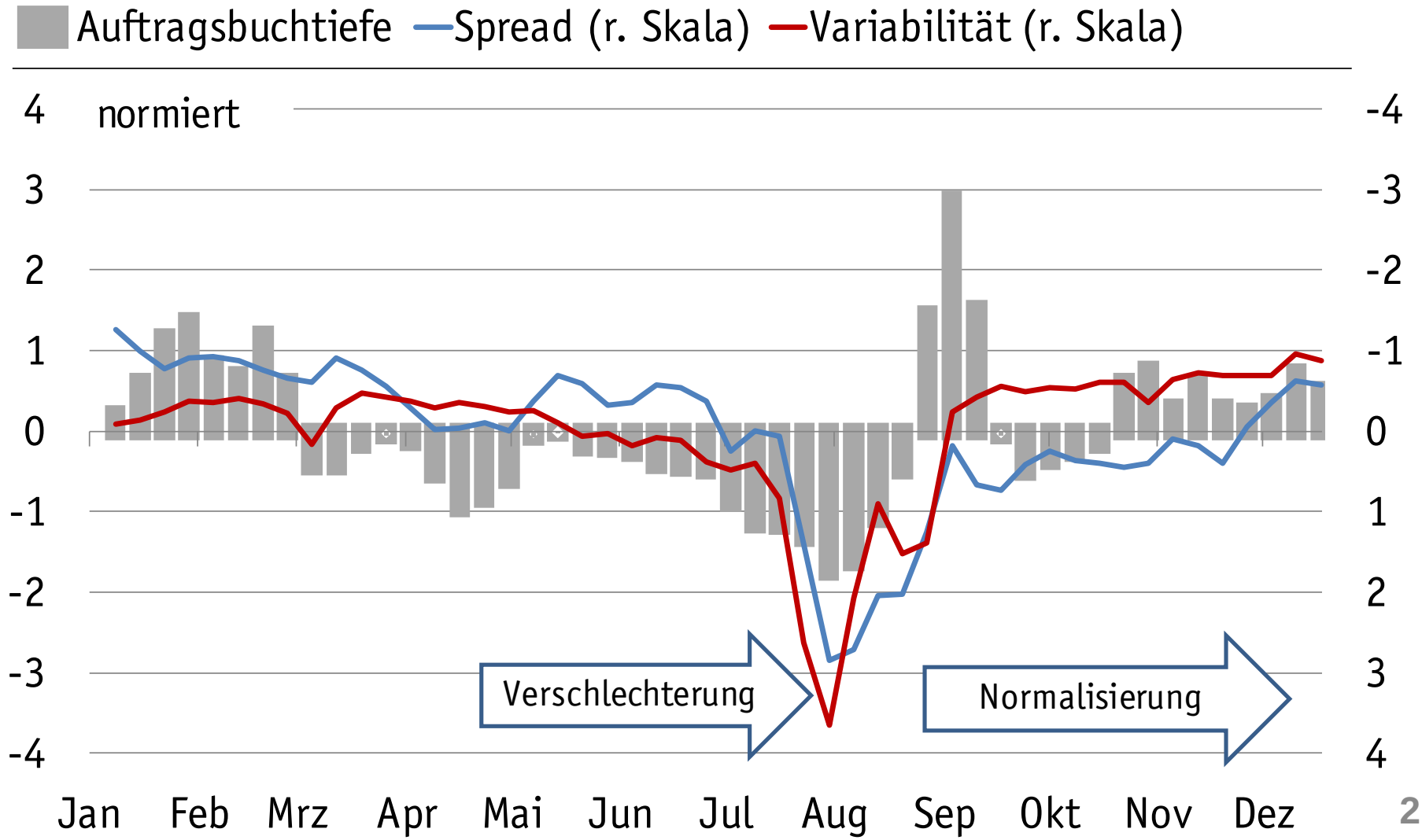
Historische Situation im August 2011



Beruhigende Wirkung des Mindestkurses



Normalisierung der Marktqualität



Tag und Nacht am Markt