Sperrfrist: 21. März 2013, 18.00 Uhr

Umsetzung und Auswirkungen der Geldpolitik

Dewet Moser[*]

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 21. März 2013

[*] Der Referent dankt Basil Guggenheim, Kerstin Kehrle, Peter Kuster und Barbara Sutter für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2013

Einleitung

Geschätzte Damen, werte Herren

Es ist mir eine grosse Freude, Sie auch meinerseits zum Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) willkommen zu heissen. Ich möchte gleich zu Beginn einem Gerücht entgegentreten: Wir hegen keinerlei Absichten, diesen Anlass in Devisenmarkt-Apéro umzutaufen, obwohl seit vier Jahren der Devisenmarkt und nicht der Geldmarkt im Brennpunkt der Umsetzung unserer Geldpolitik steht.

Weshalb ist dies der Fall? Unverändert besteht das Ziel unserer Geldpolitik darin, die Preisstabilität zu gewährleisten. Wir erfüllen unseren Auftrag weiterhin, indem wir für angemessene monetäre Rahmenbedingungen sorgen. Da die Schweizer Wirtschaft eng mit dem Ausland verflochten ist, wirken sich Wechselkursveränderungen erheblich auf das Preisniveau aus. Bei Zinsen nahe null hängen somit Veränderungen der monetären Bedingungen in hohem Masse von den Wechselkursen ab. Deshalb sind die Entwicklungen am Devisenmarkt für die Geldpolitik von so grossem Interesse, und deshalb stand der Devisenmarkt im vergangenen Jahr auch bei deren Umsetzung im Zentrum.

Es dürfte Sie daher auch nicht überraschen, dass ich als Startpunkt für meine Ausführungen einen Wechselkursverlauf (**Abbildung 1**) gewählt habe. Sie sehen auf der Abbildung die Entwicklung des Euro-Frankens seit der Einführung des Mindestkurses am 6. September 2011. Anfang 2012 näherte sich der Wechselkurs unseren «magischen» 1.20 Franken pro Euro an. Am 22. März führten wir unseren letztjährigen Geldmarktapéro durch. Ich bin mir aber sicher, dass nicht dies die Ursache dafür war, dass der Wechselkurs sich gleich darauf regelrecht an 1.20 anschmiegte. Er klebte daraufhin über Monate an dieser Marke und vermochte sich erst Anfang September davon zu lösen.

Es ist kein Geheimnis, dass die SNB in dieser kritischen Zeitspanne am Devisenmarkt aktiv war, um den Mindestkurs konsequent durchzusetzen. Wir haben zu diesem Zweck im vergangenen Jahr Devisen im Gegenwert von 188 Mrd. Franken erworben. Zum Vergleich: 2011 hatten wir im Kampf gegen die massive Überbewertung des Frankens und zur Sicherstellung des Mindestkurses 17,8 Mrd. Franken für Devisenkäufe eingesetzt. Als Folge der Devisenkäufe weitete sich auch 2012 unsere Bilanz stark aus. Anfang Jahr betrug die

Bilanzsumme 346 Mrd. Franken, am Ultimo fast 500 Mrd., was auch mit anlagepolitischen Herausforderungen verbunden war und ist.

Doch was war der Grund für den intensiven Aufwertungsdruck auf den Franken, den wir mit umfangreichen Devisenkäufen absorbieren mussten? Die Nachfrage nach Franken wurde von der Verschärfung der Schuldenkrise in Europa getrieben, die zu einer Flucht aus dem Euro in andere Währungen führte. Wir betrachten diesen Zusammenhang nun anhand verschiedener Indikatoren näher.

Zuspitzung der Krise in Europa, Durchsetzung des Mindestkurses in der Schweiz

In **Abbildung 2** ist nochmals der Euro-Franken-Kurs dargestellt. Zusätzlich ist der Saldo der ökonomischen Überraschungsindikatoren in der Eurozone abgebildet. Im Frühling und Sommer des vergangenen Jahres war die Wirtschaftslage in der Schweiz recht stabil, während sich die Entwicklung in der Eurozone überraschend rapide verschlechterte. Diese Kluft kommt in den grossen roten Säulen zum Ausdruck. In dieser Phase waren sichere Häfen besonders gefragt, und der Franken wurde von den Marktteilnehmern als solcher wahrgenommen und angesteuert. Mit unseren Devisenkäufen deckten wir diese Nachfrage und stellten so den Mindestkurs gegenüber dem Euro jederzeit sicher. Der Aufwertungsdruck auf den Franken war insbesondere in den Monaten Mai bis August enorm.

Eine weitere Variante, die Verschärfung der Krise in Euroland im vergangenen Jahr darzustellen, sehen Sie in **Abbildung 3**. Darauf ist wiederum der Euro-Franken in blau zu finden, nun in Gesellschaft des fünfjährigen Credit Default Swaps auf spanische Staatsanleihen. Dabei ist zu beachten, dass das Risiko eines Zahlungsausfalls Spaniens invers eingetragen ist: Je höher das Ausfallrisiko vom Markt eingeschätzt wird, desto tiefer liegt also die rote Linie. Es ist durchaus plausibel, dass ein höheres Ausfallrisiko dieses wichtigen Mitglieds der Eurozone tendenziell mit einem stärkeren Frankenkurs einhergeht. Auch hier scheint unser letzter Geldmarkt-Apéro ein ominöses Datum gewesen zu sein. Das Vertrauen in Spanien schwand kurz darauf spürbar. Der Verlauf der beiden Kurven legt nahe, dass sich der Franken weiter aufgewertet hätte, wenn nicht die SNB Einhalt geboten hätte. Erfreulicherweise hat sich die Lage in Euroland in den letzten Monaten spürbar entspannt. Dazu massgeblich beigetragen haben zweifelsohne die generelle Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB), alles zu tun, was notwendig ist, um den Euro zu schützen,

und ihre konkrete Bereitschaft, unter bestimmten Bedingungen unbeschränkt Staatsanleihen einzelner Mitgliedländer zu erwerben.

Nachdem wir die Krisentemperatur mit ökonomischen Indikatoren und Marktpreisen gemessen haben, zeige ich Ihnen nun Daten aus dem innereuropäischen Zahlungsverkehr, die in normalen Zeiten wenig Beachtung finden. Das Thermometer sind hier die Nettosalden im Zahlungsverkehrssystem TARGET2 der EZB, in rot für vier als stark wahrgenommene Staaten der Eurozone und in blau für fünf Peripherieländer (**Abbildung 4**). Sie haben sicher Verständnis dafür, dass ich an dieser Stelle davon absehe, einen eigenen Beitrag zur politischen Diskussion über TARGET2-Salden zu leisten.

Wie unschwer zu erkennen ist, klettert der Nettosaldo der ersten Ländergruppe im Sommer 2012 auf ein Rekordhoch. Fast spiegelbildlich dazu verzeichnet die zweite Ländergruppe ein Rekordtief. Kumuliert erreichen die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber der EZB dadurch im August einen Höchstwert. Viele Marktteilnehmer sehen in TARGET2-Salden ein Abbild der Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone, die der private Sektor nicht mehr zu finanzieren bereit ist. Je grösser die rote plus die blaue Fläche sind, desto höher wird also das Risiko eines Auseinanderbrechens der Eurozone eingestuft. Die Salden nahmen im Sommer Extremwerte an, just zur gleichen Zeit, in der die SNB in grossem Umfang Devisen kaufte, um den Mindestkurs durchzusetzen. Die Entwicklung der TARGET2-Salden stützt somit wie die beiden vorher gezeigten Indikatoren den Befund, dass der Aufwertungsdruck und die Verschärfung der Schuldenkrise eng miteinander verknüpft waren.

Ich wende mich nun einigen ausgesuchten Ereignissen und Entwicklungen auf dem Devisenmarkt zu, mit besonderer Berücksichtigung des Währungspaars Euro-Franken. In **Abbildung 5** stellt die graue Fläche die anhand eines Indexes gemessene Attraktivität von Carrytrades dar – hier also Verschuldung in Franken und Anlage in Euro zwecks Vereinnahmung der Zinsdifferenz. Gemäss diesem Index waren im Sommer solche Geschäfte besonders lukrativ. Was steckte dahinter? Ausschlaggebend war, dass sowohl die realisierte als auch die erwartete Volatilität auf ein sehr tiefes Niveau fielen. Hintergrund war der starke Aufwertungsdruck, den die SNB unentwegt bei 1.20 auffing. Dadurch klebte das Währungspaar richtiggehend am Mindestkurs, was die Volatilität zusammenpresste. Carrytrades üben tendenziell einen Abwertungsdruck auf die Verschuldungswährung aus. Davon war allerdings in den Sommermonaten nichts zu spüren, die Nachfrage nach Franken

war vielmehr ungestüm. Möglicherweise hat der Index die Attraktivität von Carrytrades überzeichnet, handelte es sich doch um eine besondere Gemengelage mit einer Zunahme der Extremrisiken. Tatsache bleibt, dass Marktteilnehmer, die nicht an der Durchsetzung des Mindestkurses zweifelten, mit Carrytrades Gewinne erzielen konnten.

Gründonnerstag 2012 – die SNB schläft nie – Dispositiv verstärkt

Die SNB hat den Mindestkurs im ganzen vergangenen Jahr jederzeit durchgesetzt. Das trifft auch auf den 5. April zu, den Gründonnerstag. An diesem eher nachrichtenarmen Tag lieferte der Devisenmarkt der dankbaren Presse einige Schlagzeilen (**Abbildung 6**). Es kam nämlich zu vereinzelten Handelsabschlüssen unterhalb des Mindestkurses. Wie war dies möglich? Hatte die Nationalbank tatsächlich geschlafen, oder war sie schon in den Osterferien, wie einzelne Journalisten mutmassten?

Was am 5. April wirklich geschah, fördert **Abbildung 7** zutage. Die Dreieckchen stehen für Devisentransaktionen am professionellen Markt. Rot sind die Transaktionen, die von Verkäufern von Euro gegen Franken ausgelöst wurden, grün sind die von Käufern initiierten. Am Vormittag des Gründonnerstags fiel der Euro-Franken innerhalb von Sekunden auf den Mindestkurs. Und innerhalb von wenigen Momenten kam es sogar zu vereinzelten Transaktionen unterhalb von 1.20. Sie wurden von Banken abgeschlossen, die nicht mit uns handeln konnten oder wollten. Einzelne Briefkurse lagen vorübergehend unter dem besten Geldkurs. Die Handelsabschlüsse unter dem Mindestkurs waren somit Anomalien geschuldet, die rasch wegarbitriert wurden.

Zentral ist, dass die SNB stets bereit war, unbeschränkt Euros zu 1.20 Franken zu erwerben. Sie war und ist auf diesem Niveau mit sehr grossen Kaufangeboten präsent, auch am Gründonnerstag. Die graue Linie in **Abbildung 8** belegt, dass das beste Kaufangebot jederzeit auf oder über dem Mindestkurs lag. Mit unserem Beziehungsnetz von Gegenparteien decken wir praktisch den gesamten Interbankenmarkt ab. Es gibt aber keinen Zwang zu Geschäftsabschlüssen zum besten Marktpreis.

Die grüne Fläche in **Abbildung 9** repräsentiert die Kaufangebote bei 1.20, welche die SNB am 5. April am Markt platziert hatte. Wir standen für unsere Gegenparteien mit 10 Mrd. Euro bereit und waren zu jeder Zeit mit unseren Kaufangeboten präsent. Die Sicherstellung des Mindestkurses war somit nie gefährdet, und entsprechend erkannten denn in der Folge auch

die meisten Medien, dass die SNB weder in den Osterferien gewesen war, noch geschlafen hatte. Ganz im Gegenteil: Wir waren und sind 24 Stunden am Markt, und dies von der Eröffnung der Handelswoche in Sydney bis zum Wochenschluss in New York.

Die Vorfälle am 5. April hatten aber auch eine gute Seite. Sie spornten uns zusätzlich an, unser Dispositiv zur Durchsetzung des Mindestkurses noch weiter zu verstärken. So haben wir die Wahrscheinlichkeit, dass wir aufgrund technischer oder anderer Störungen nicht am Markt operieren können, auf ein Minimum reduziert. Zudem haben wir die Kreditlimiten mit einzelnen Gegenparteien markant hochgefahren. Unsere Rund-um-die-Uhr-Verteidigung des Mindestkurses mit Kaufangeboten bei 1.20 ist breit gestaffelt. Die erste Linie besteht im Wesentlichen aus Kaufangeboten, die rund um den Globus direkt auf der wichtigsten Plattform für den Euro-Franken platziert werden. Darüberhinaus haben wir zusätzliche Kaufangebote auf anderen Plattformen verteilt bzw. verteilen lassen. Kumuliert handelt es sich dabei um Angebote im Umfang von mehreren Dutzend Milliarden Euro. Herzstück des Dispositivs bildet unser «Cockpit» in Zürich – Sie sehen, die SNB hat den Devisenmarkt stets genau im Blick und wenn nötig auch fest im Griff (**Abbildung 10**).

Wir haben den Devisenmarkt nicht nur stets im Blick, sondern analysieren das Handelsgeschehen permanent und gründlich. Uns interessierte beispielsweise die Frage, ob sich die hohe Nachfrage nach Franken im Zuge der Zuspitzung der Schuldenkrise auf die Marktstruktur auswirkte. Eine mögliche Antwort liefert **Abbildung 11** mit der Differenz zwischen Handelsabschlüssen, die von Käufern und Verkäufern auf der wichtigsten Plattform angestossen werden. Diese Differenz stellt einen Indikator für die Nachfrage nach Franken dar. Im Sommer 2012 waren diese Werte, eingetragen als graue Balken, extrem negativ, worin sich der markante Überhang des Verkaufsinteresses Euro gegen Franken spiegelt.

In den Optionspreisen spiegelt sich der Aufwertungsdruck auf den Franken ebenfalls. Am 5. April fielen die in **Abbildung 12** als blaue Linie dargestellten Risk Reversals – definiert als Differenz zwischen dem Preis einer Call-Option und einer Put-Option auf Euro-Franken mit einer Laufzeit von einem Monat – ins Negative. Trotz unseres Mindestkurses musste somit für eine Absicherung gegen eine Aufwertung des Frankens mehr bezahlt werden als für eine Absicherung gegen eine Abwertung. Ich interpretiere dieses Phänomen als Zeichen dafür, wie übermächtig der Wunsch nach einem sicheren Hafen war, und weniger als Misstrauensvotum gegenüber der Standhaftigkeit der SNB. Im Zuge der Entspannung haben

die Risk Reversals wieder gedreht. Das ist ein gutes Zeichen, kommt doch darin zu Ausdruck, dass der Markt Potenzial für eine weitere Abschwächung des Frankens zum Euro sieht. Auch die aus Einmonatsoptionen abgeleitete, grau hinterlegte implizite Volatilität hat gegen Jahresende deutlich zugenommen. Sie verharrt seither auf relativ hohen Niveaus, was zeigt, dass das Kursrisiko in unserem Währungspaar wieder auf beide Seiten gerichtet ist.

Grosser Mittelzufluss durch Devisenkäufe – SNB schichtet mit ruhiger Hand um

Wie erwähnt haben wir 2012 in grossem Stil Devisen gekauft, um den Mindestkurs durchzusetzen (**Abbildung 13**). Die blaue Fläche zeigt unsere Devisenanlagen. Der erste massive Anstieg steht in Verbindung mit den Massnahmen gegen den starken Franken im August und September 2011. Damals setzten wir in erheblichem Umfang Devisenswaps ein. Dagegen ist der Anstieg im Jahr 2012 allein auf Devisenkäufe zurückzuführen.

Anlagepolitisch bestand eine Herausforderung darin, angesichts der hohen Mittelzuflüsse unsere Devisenanlagen über die Zeit wieder möglichst gut zu diversifizieren, nicht zuletzt mit Blick auf die Währungszusammensetzung. Durch die Interventionen veränderten sich nämlich die Gewichte, insbesondere dasjenige des Euros nahm kurzfristig deutlich zu. Um die Währungsanteile auf der langfristig gewünschten Höhe zu halten, schichteten wir daher behutsam um. Es ist uns gelungen, diesen Ausgleich herbeizuführen; die Anteile haben sich in der längeren Betrachtung grosso modo kaum verändert (**Abbildung 14**). Da es sich doch um substanzielle Beträge handelt, liegt allerdings die Frage nahe, ob unsere Umschichtungen die Wechselkurse beeinflusst haben. Dies war nicht der Fall. Denn wir gingen umsichtig und marktschonend vor und verteilten die Transaktionen über die Zeit. Gestützt auf Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) schätzen wir, dass der Anteil der SNB am Devisenhandelsvolumen an keinem Tag in keiner Währung 1,5% überstiegen hat.

Die Folgen des Mindestkurses für den Geldmarkt

Im vergangenen Jahr haben wir die Geldpolitik wie geschildert überwiegend über den Devisenmarkt umgesetzt. Gleichwohl kann ich Ihnen versichern, dass wir den Geldmarkt deswegen nicht aus den Augen verlieren, zumal es enge Wechselwirkungen zwischen den beiden Märkten gibt. Der Geldmarkt hat in den vergangenen Jahren Phasen durchlebt, in denen die SNB temporäre Liquidität zuführte oder abschöpfte. **Abbildung 15** erinnert an

diese «Wechselbäder», die ich bei früheren Geldmarkt-Apéros thematisiert habe. Unabhängig davon, welches Vorzeichen die Liquiditätssteuerung aufweist – unsere Instrumente sind bereit zum Einsatz. Dazu gehört das Repogeschäft, unser Standardinstrument der letzten 15 Jahre. Devisenswaps und SNB Bills stellen wertvolle ergänzende Werkzeuge dar.

Seit der Einführung des Mindestkurses im September 2011 sind sämtliche geldpolitischen Instrumente auf die Sicherstellung des Mindestkurses ausgerichtet. 2012 kommt diese Priorität besonders deutlich zum Ausdruck. Die Abbildung enthüllt, dass die SNB seit Sommer 2012 gänzlich auf temporäre Liquiditätsoperationen verzichtet. Dies hängt mit der permanenten Liquidität zusammen, die mit den umfangreichen Devisenkäufen geschaffen worden ist. Die rote Linie in **Abbildung 16** zeigt das Total der Sichtguthaben, ein Gradmesser für die Liquidität im System. Die Sichtguthaben sind seit 2011 auf einem Niveau, das eine substanzielle Überschussliquidität anzeigt. Diese ist eine direkte Konsequenz unserer Geldpolitik mit einem Mindestkurs in einem Nullzinsumfeld.

Ein verwandter Indikator für die Liquidität ist in der schwarzen Linie dargestellt (**Abbildung 17**). Bei der Berechnung der strukturellen Liquiditätsposition werden alle temporären, liquiditätszuführenden oder -abschöpfenden Operationen der SNB ausgeblendet. Da wir heute gar keine solchen Geschäfte mehr ausstehend haben, sind folglich Sichtguthaben und strukturelle Liquiditätsposition deckungsgleich. Die Abbildung zeigt aber auch, dass vor der Einführung des Mindestkurses die strukturelle Liquiditätsposition bereits bei rund 150 Mrd. Franken lag, diese jedoch grösstenteils über temporäre Operationen gebunden war. Erst das Auslaufen aller temporären Operationen brachte Liquiditätsposition und Sichtguthaben in Einklang. Im Zuge der konsequenten Durchsetzung des Mindestkurses im Sommer 2012 wurde die Überschussliquidität erneut ausgeweitet.

Die Überschussliquidität macht sich in sehr tiefen und teilweise sogar negativen Frankenzinsen bemerkbar. Doch nicht nur die aktuellen Zinsen sind ausgesprochen niedrig. Der Markt geht auch von künftig tiefen Zinsen aus. In **Abbildung 18** ist der Dreimonats-Libor rot eingezeichnet. Der Rückgang von einem bereits tiefen Niveau als Reaktion auf die Einführung des Mindestkurses ist deutlich zu erkennen. Seither bewegt sich der Libor sehr nahe an der Nulllinie. In den verschiedenen Blaufärbungen sind die Zinserwartungen des Marktes in sechs Monaten, einem Jahr und zwei Jahren dargestellt, abgeleitet aus den jeweiligen Futures-Kontrakten auf den Dreimonats-Libor. Noch in der ersten Hälfte 2011

gingen beispielsweise die Marktteilnehmer davon aus, dass der Libor im Jahr 2013 auf über 1,5% steigen werde.

Das Bild hat sich mit den Liquiditätsmassnahmen im August und dem Mindestkurs im September 2011 gründlich gewandelt. Seither bewegen sich die Zinserwartungen im negativen Bereich oder ganz leicht über der Nulllinie. Der Markt rechnet also heute damit, dass der Libor auch am Geldmarkt-Apéro in zwei Jahren praktisch unverändert notieren wird.

Ein Ihnen vielleicht weniger bekannter Effekt der tiefen Zinsen betrifft das physische Geld. Tiefe Zinsen bedeuten niedrige Opportunitätskosten der Bargeldhaltung, daher gilt auch hier die Devise «cash is king» (**Abbildung 19**). Dargestellt ist in blau die Notenhaltung des Publikums seit 2007, dem Jahr, in dem die Finanzkrise ausbrach. Sie unterliegt traditionell saisonalen Mustern. Diese kommen in den roten und grünen Flächen, die sich auf die rechte Skala beziehen, schön zum Ausdruck. Rot steht für Monate, in denen das Publikum weniger Noten hält als im Jahresdurchschnitt. Grün sind Phasen überdurchschnittlicher Notenhaltung, wobei ein ausgeprägter Ultimoeffekt erkennbar ist. Das saisonale Muster hat auch über die Krisenjahre Bestand. Bemerkenswert sind aber die Niveauverschiebung 2008 und der Trend 2012, mit einem auch über das Jahr wachsenden Bargeldumlauf. Unsere gedruckten Franken erfreuen sich also in stürmischen Zeiten besonderer Beliebtheit, wobei dies allein natürlich nicht den grossen Appetit der Anleger auf die Schweizer Währung erklären kann. Umgekehrt ist gleichzeitig die Entgegennahme von Franken in Form von Buchgeld so unattraktiv, dass dafür Negativzinsen eingefordert werden.

Gesucht: Repräsentative und verlässliche Referenzsätze für den Geldmarkt

Mit dem sedierenden Effekt ultratiefer Zinsen und überreichlicher Liquidität auf die Handelsaktivitäten am Geldmarkt sind Sie sicher wohlvertraut. Sowohl im unbesicherten wie auch im besicherten Segment sind die Umsätze deswegen seit geraumer Zeit sehr dünn. Dieses Umfeld allein wäre mit Blick auf die Bestimmung von repräsentativen Referenzzinssätzen schon Herausforderung genug. Leider kommt beim Libor die höchst kontraproduktive Manipulationsgeschichte dazu, ein hausgemachtes Problem mit gravierenden rechtlichen und finanziellen Konsequenzen für die betroffenen Banken, ganz zu schweigen vom Reputationsschaden. Die Manipulationen bewegten sich im Ausmass von

wenigen Basispunkten und haben daher die Umsetzung unserer Geldpolitik nicht gestört. Der SNB ist es aber ein grosses Anliegen, dass repräsentative Referenzsätze verfügbar sind.

Zu berücksichtigen ist, dass die Marktteilnehmer über die Verwendung von solchen Zinssätzen entscheiden. Der Libor ist in der Schweizer Wirtschaft der mit Abstand gängigste Referenzsatz. An sich existieren diverse Referenzsätze für den Frankengeldmarkt. **Abbildung 20** präsentiert eine Auswahl davon. Zu beachten ist, dass jedem Referenzsatz spezifische Charakteristiken zu eigen sind, die bestimmte Bedürfnisse von Marktteilnehmern abdecken. Beispielsweise stellen die OIS-Sätze die Konditionen für ein Swapgeschäft dar, durch das künftige Zinsveränderungen abgesichert werden können. Der OIS basiert in der Schweiz auf dem TOIS-Fixing, in blau dargestellt. Wie beim Libor ist hier somit ebenfalls ein Panel von Banken im Spiel. Früher war die Mitgliedschaft in solchen Panels für Banken Ehrensache. Heute wird das Reputationsrisiko von etlichen Teilnehmern als zu gross eingeschätzt, so dass sie eine «Exitstrategie» verfolgen. Dieses Verhalten zeigt sich auch im TOIS-Panel.

Die Tücken panelbasierter Referenzzinssätze sind der SNB schon lange bewusst. Bereits 2009 haben wir darum in Zusammenarbeit mit der SIX Swiss Exchange eine Familie von Referenzzinssätzen für den Repomarkt lanciert. Die Swiss Reference Rates (SRR) und speziell die Swiss Average Rates basieren nicht auf einer Auswahl von einigen Banken, sondern auf der Aktivität aller am Repomarkt angeschlossenen Marktteilnehmer. Die Transparenz des Repomarktes gewährleistet die Transparenz der SRR-Zinssätze. Die geringe Handelsaktivität lastet jedoch auch auf den Referenzsätzen für das besicherte Segment.

In die Libor-Problematik haben sich international verschiedene Aufsichtsbehörden und Standesvereinigungen eingeschaltet. Für die SNB sind repräsentative und verlässliche Referenzsätze schon lange ein grosses Anliegen, für das sie sich mit Wort und Tat engagiert, wie die Lancierung der SRR-Familie belegt. Insofern bestätigt und bestärkt uns der internationale Trend, der in einem soeben publizierten Bericht einer BIZ-Arbeitsgruppe aufgezeigt wird, in unserer Haltung. Demnach übernehmen Zentralbanken bei der Qualitätskontrolle von Verfahren zur Festlegung von Referenzzinsen eine grössere Verantwortung. So führt beispielsweise die SNB bereits mit den Banken einen Dialog über Libor und TOIS, um beim Prozess zur Ermittlung robuster Referenzsätze Hilfe zu leisten. Auch wenn Aufsicht und Zentralbanken künftig noch aktiver werden, ändert dies indes

nichts daran, dass primär die Marktteilnehmer gefordert sind, Glaubwürdigkeit und Integrität insbesondere der Libor-Fixierung wiederherzustellen und zu festigen.

Trotz Liquiditätsflut am Geldmarkt: Die SNB sorgt vor für die Zukunft

Aufgrund der Liquiditätsflut führt die SNB keine temporären Operationen mehr durch, und die Marktteilnehmer verspüren auch kaum mehr das Bedürfnis nach Liquiditätsausgleich. Doch wird der gegenwärtige Tiefschlaf am Geldmarkt nicht ewig dauern. Die SNB nutzt die Gunst der Stunde, um sich zusammen mit den Betreibern zu überlegen, wie der künftige Geldmarkt ausgestaltet sein könnte. Ausgangspunkt ist dabei der Status quo, das gegenwärtige Reposystem mit der Swiss Value Chain (**Abbildung 21**). Es hat sich sehr bewährt, hat mittlerweile aber ein stattliches Alter erreicht. Ziel ist es, den Geldmarkt über die nächsten Jahre zu stärken, indem dem technologischen Wandel Rechnung getragen und die Infrastruktur an neue Bedürfnisse des Marktes und der SNB angepasst wird. Beispielsweise wird zu berücksichtigen sein, dass die ganze Wertschriftenseite weiter an Gewicht gewonnen hat. Wir prüfen auch, ob aufgrund der strukturellen Veränderungen auf Seiten der Börsen- und Infrastrukturanbieter Anpassungen sinnvoll sind.

Welche Visionen gibt es zur Ausgestaltung des künftigen Geldmarktes unter diesen Vorzeichen? Er könnte so aussehen, wie **Abbildung 22** illustriert. Die SNB nimmt zu diesem Zweck seit einiger Zeit Abklärungen vor, wie ein zukunftsorientierter liquider und stets funktionierender Markt und dessen Infrastruktur beschaffen sein müssten. Damit demonstriert die SNB, dass sie weiterhin bereit ist, für den Schweizer Geldmarkt eine hohe Verantwortung zu tragen und dessen Weiterentwicklung eng zu begleiten. Wir haben dies schon in der Vergangenheit getan und damit gute Erfahrungen gesammelt. Zur Erinnerung: Die SNB war Ende der 1990er-Jahre Geburtshelferin des Reposystems, über das seither sowohl die geldpolitischen Geschäfte der Nationalbank als auch der Interbankenhandel abgeschlossen werden. Die Standards, welche die SNB für ihre Geschäfte setzt – zum Beispiel Anforderungen an das Collateral –, wurden auch von den Banken verwendet, was zu einem homogenen Markt beigetragen hat. Auch künftig soll die Einheit von SNB- und Interbankenmarkt sichergestellt sein. Zudem hat die SNB Anforderungen in Bezug auf ihre Einflussmöglichkeiten sowie Funktionalitäten und Technologie der Handelsplattform aufgestellt. Dazu gehört unter anderem eine möglichst flexible und modulare Systemarchitektur, die es jederzeit erlaubt, neue Markt- und Teilnehmersegmente zu

erschliessen. Da wie erwähnt Einsatz und Bewirtschaftung des Collateral weiterhin an Bedeutung gewinnen werden, wird der Triparty Agent im Transaktions-, Risiko- und Collateral-Management eine Schlüsselrolle übernehmen. Ich bin zuversichtlich, dass es uns gelingen wird, eine gute Lösung zu finden. Damit kann ein entscheidender Beitrag zu einer langfristig verfügbaren, auch künftig effizienten und robusten Schweizer Finanzmarktinfrastruktur geleistet werden.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, die Umsetzung unserer Geldpolitik ist unverändert auf die Sicherstellung des Mindestkurses ausgerichtet. Das wird auf absehbare Zeit auch so bleiben. Unser diesbezügliches Dispositiv haben wir im vergangenen Jahr weiter verstärkt. Um die grosse Frankennachfrage zu decken, hat die SNB durch die Devisenkäufe sehr viel permanente Liquidität geschaffen. Daher schliesst sie seit Mitte 2012 am Geldmarkt keine Geschäfte mit befristeter Liquidität mehr ab. Die sehr tiefen Zinsen belasten die Handelsaktivitäten am Geldmarkt zusätzlich. Da die SNB aber langfristig denkt, nutzt sie die Ruhephase und nimmt ihre spezielle Verantwortung für den Frankengeldmarkt wahr, indem sie im Dialog mit verschiedenen Akteuren an einer zukunftstauglichen Lösung arbeitet. Wir sind uns bewusst, dass eine zeitgemässe Geldmarktinfrastruktur für unser Land ein wichtiges Element eines leistungs- und wettbewerbsfähigen Finanzplatzes bildet.

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

Umsetzung und Auswirkungen der Geldpolitik

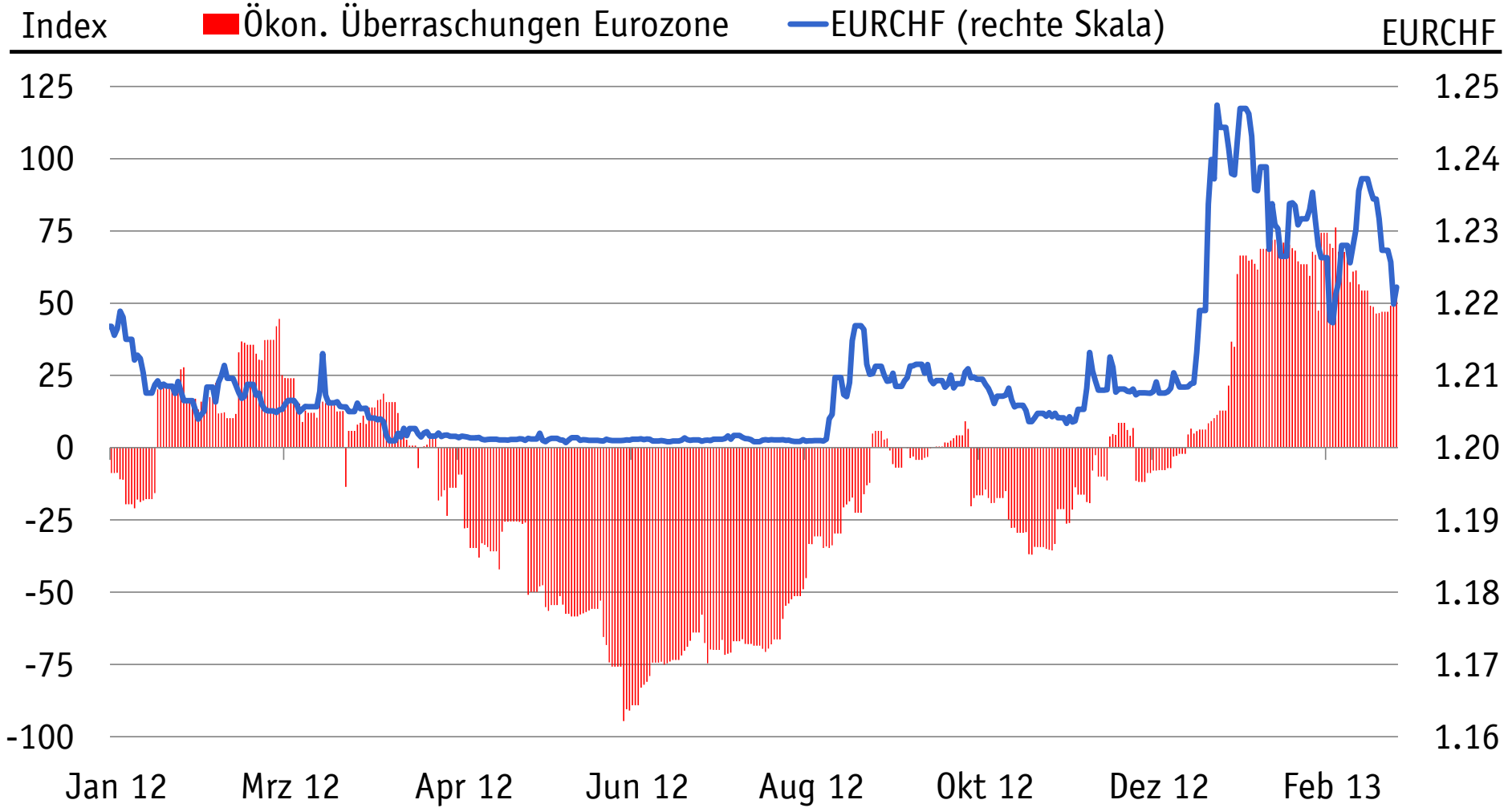
Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

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

Entwicklung Euro-Franken-Kurs

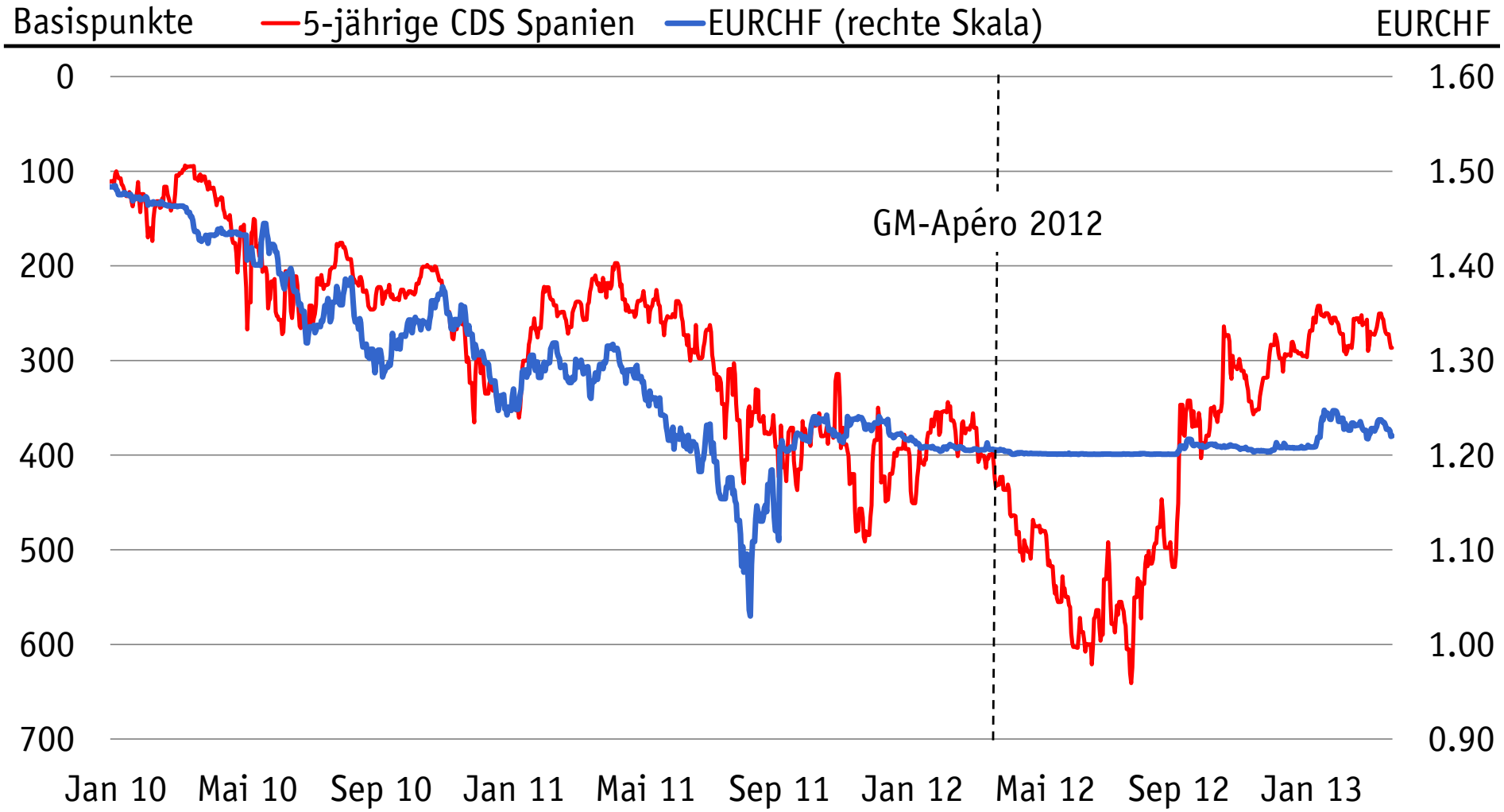
Quelle: SNB, Bloomberg

Mindestkurs greift



Quelle: SNB, Bloomberg

Schuldenkrise spitzte sich zu

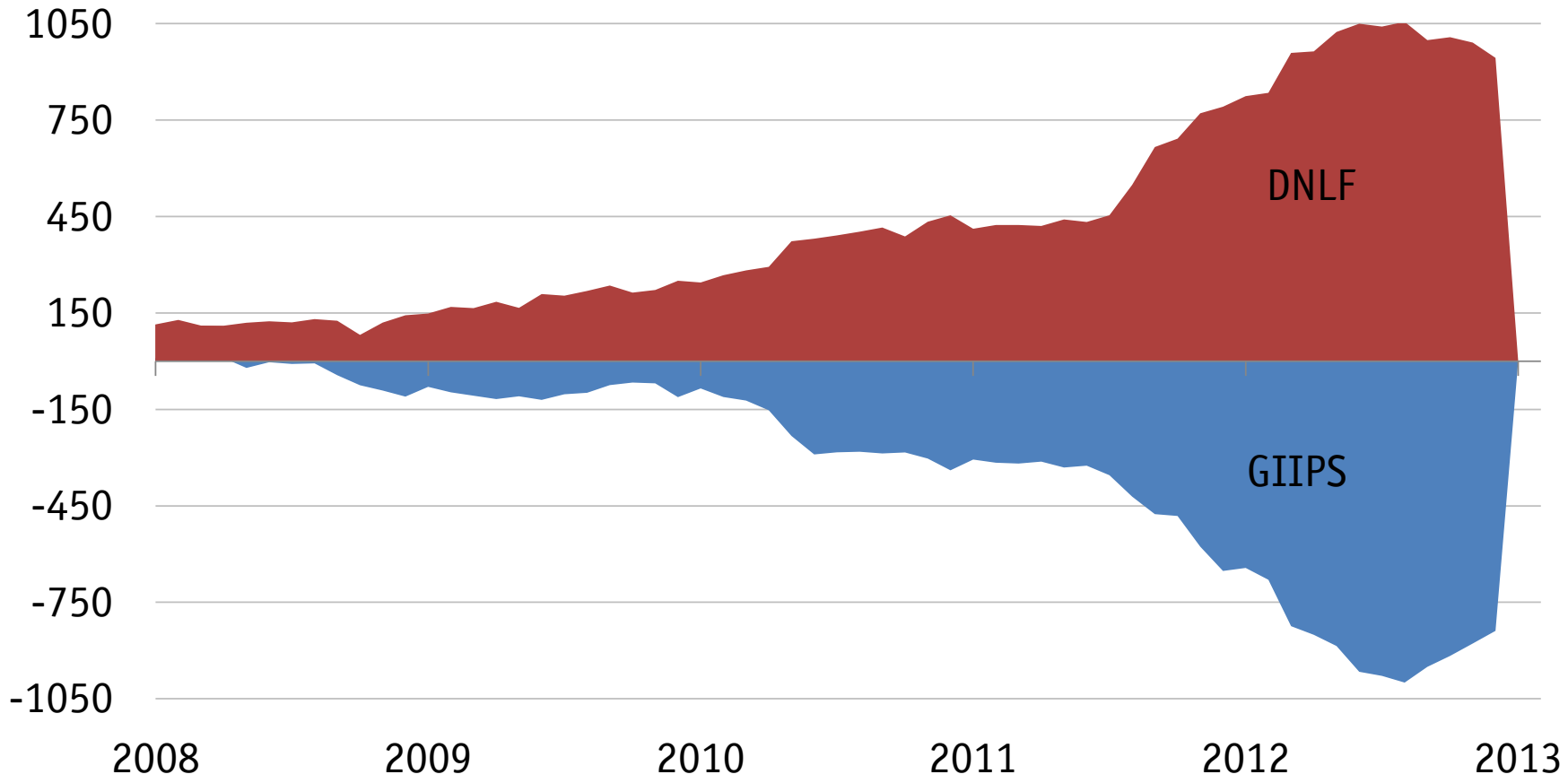


Quelle: SNB, Bloomberg

Extremrisiken nahmen zu

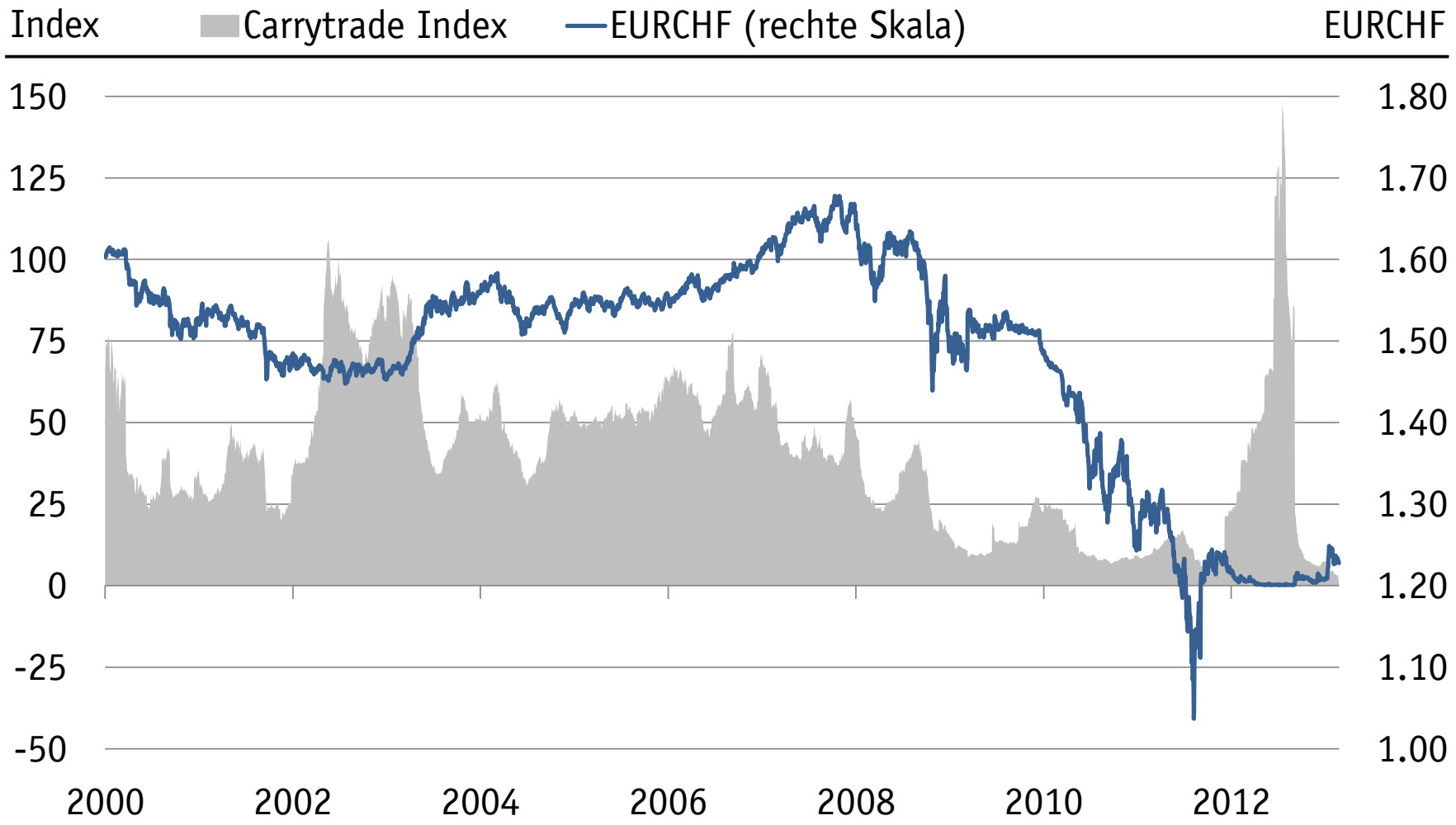
Netto Salden der TARGET2-Konten
Mrd. EUR

DNLF = Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland
GIIPS = Griechenland, Italien, Irland, Portugal, Spanien



Quelle: SNB, www.eurocrisismonitor.com

Carrytrades waren attraktiv



Quelle: SNB, Bloomberg

Euro fällt kurzzeitig unter 1.20 Franken

Devisenexperten rätseln über die Gründe des plötzlichen Einbruch[s] ... Fran[k]

Goodwill verspielt?

Finanz und Wirtschaft 07. April 2012

1.1990 CHF/EUR um 11.41 Uhr

Wurde die Kursgrenze durchbrochen oder nicht? Eine klare Antwort auf die Frage ist gar nicht so einfach. Die wichtigsten im Währungshandel (Forex) tätigen Banken haben sich auf einen Kurs von 1.1990 Franken pro Euro geeinigt, was einer Notierung von exakt 0.8333 €/Fr. im Volumen von rund 10 Mrd. €. Die SNB bestätigt diese Zahl nicht. Damit aber ein Handel auf der Plattform abgewickelt werden kann, müssen Käu

Blick 07. April 2012

Die SNB war in den Ferien

Der Euro sinkt am Gründonnerstag kurzzeitig auf 1.1990 Fr./€ – Nationalbank sieht schwach aus

Frankfurter Allgemeine Zeitung 07. April 201[2]

Euro-Schwäche bringt Schweiz in die Bredouille

ham./pwe. FRANKFURT/WASHING-TON, 6. April. Der Euro war am G[...]

waren 2,5 bis 3,5 Milliarden Euro. Zudem musste Spanien deutlich höhere Renditen bieten als zuletzt.

Die Schwäche des Euro bringt die Schweizer Notenbank in Zugzwa[ng] hat im September ang[...] grenzt Fra[nken]

zu fassen", sagte der [...] chef für Port[...] sie

Euro erstmals seit September unter 1.20 Fr

Hat die Nationalbank geschlafen?

Swiss Franc Showdown Looms as Jordan Defends SNB Ceiling

By Simone Meier – (Bloomberg) Apr 6, 2012

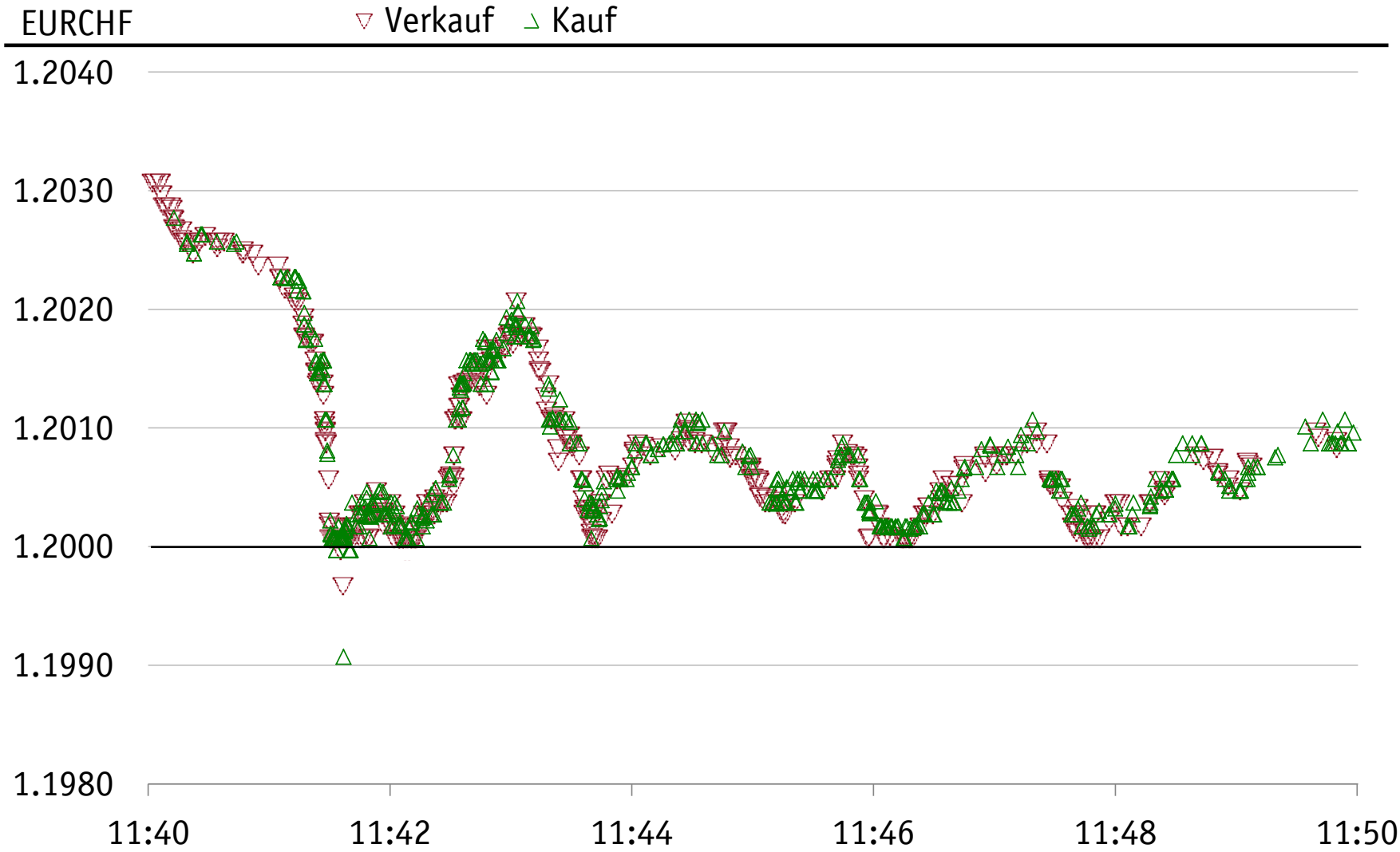
Swiss National Bank (SNBN) interim Chairman Thomas Jordan is facing a showdown [...] policy endures the biggest credibility test to date.

Within minutes of the franc breaching the 1.20 ceiling versus the

L'euro a franchi le seuil de 1,20 franc

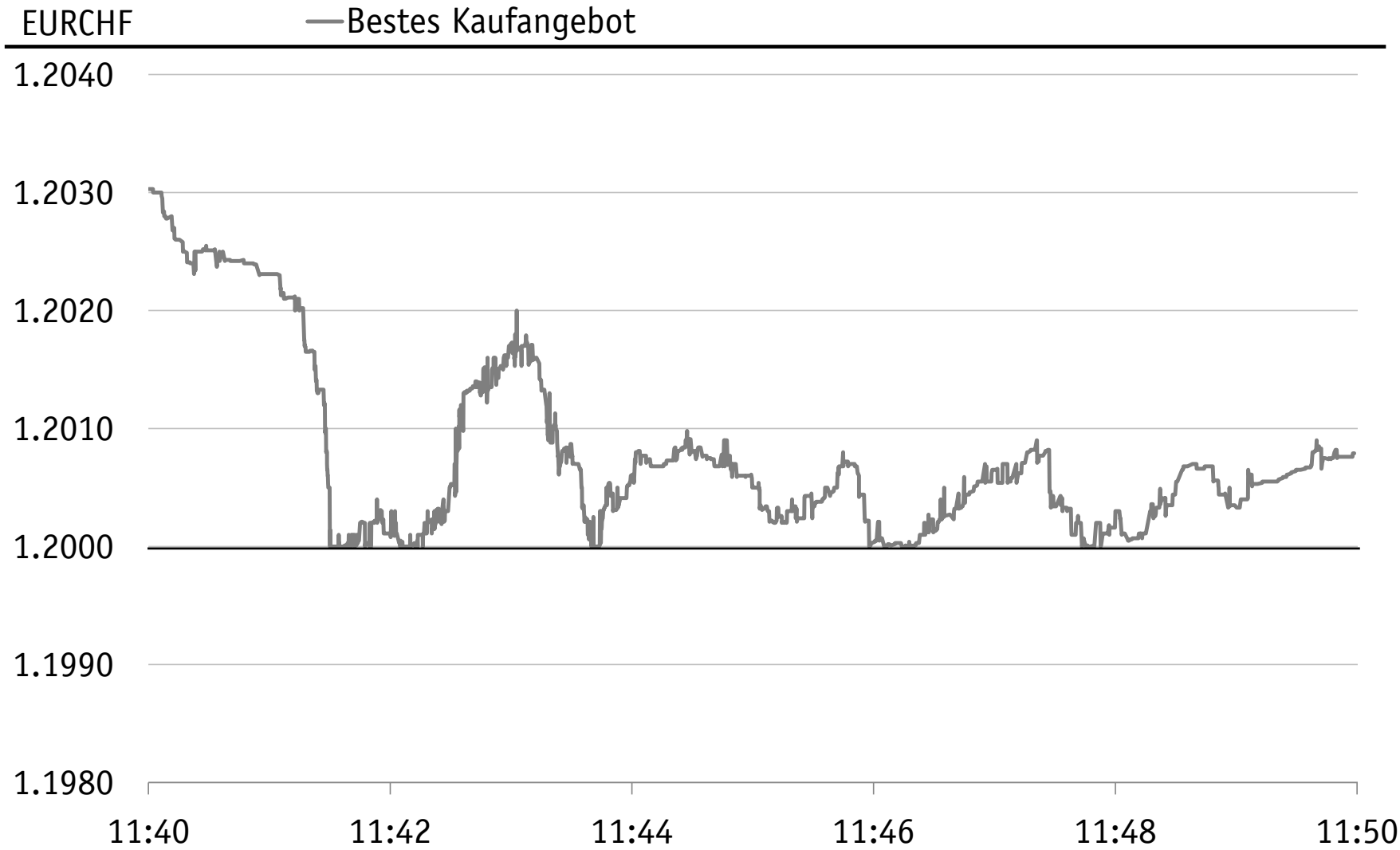
> **Devises** Les analystes relativisent la chute de la monnaie unique

5. April 2012



Quelle: SNB, EBS

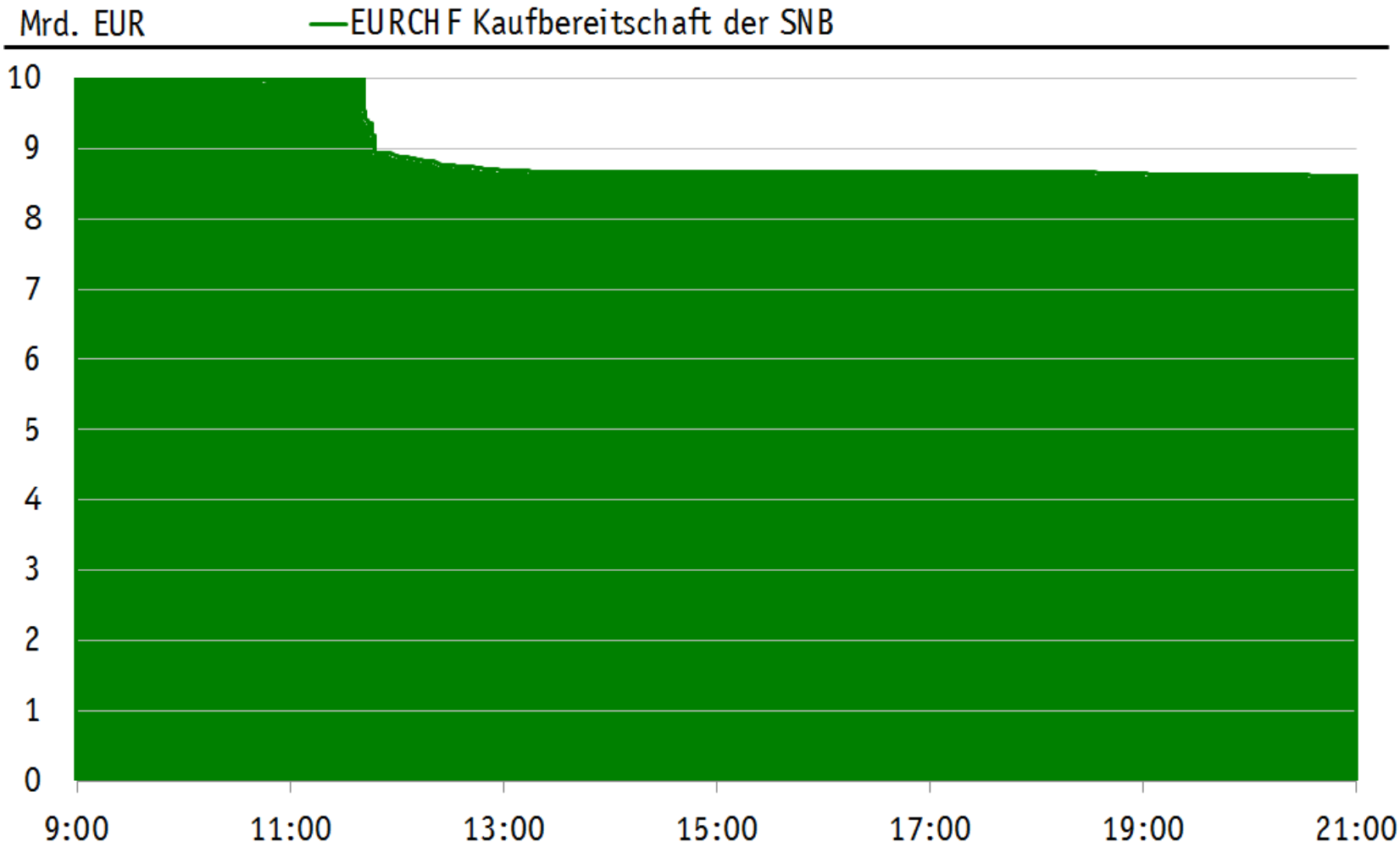
5. April 2012



Quelle: SNB, EBS

«Das Wichtigste: Die SNB war da»

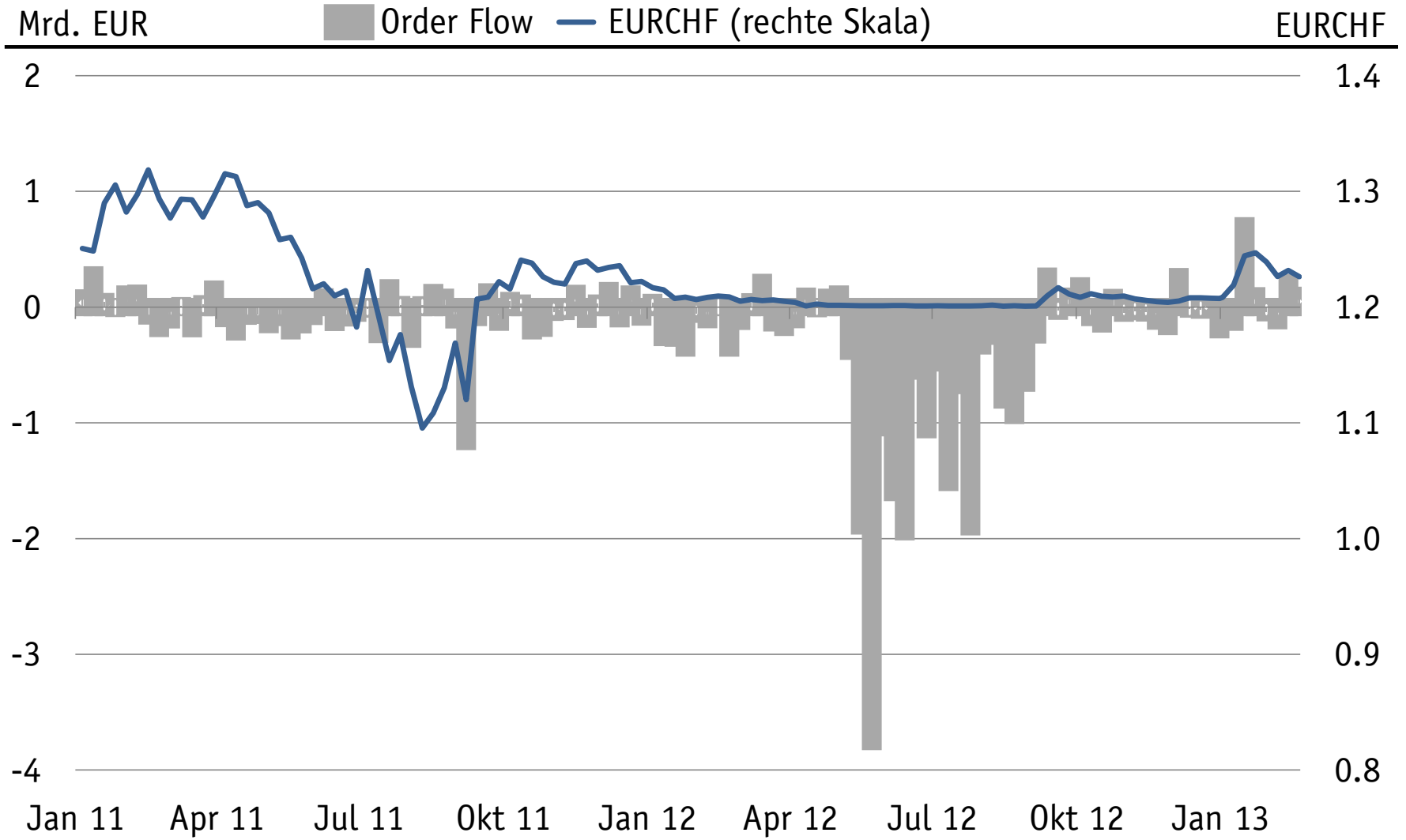
(Tagesanzeiger 5. April 2012)



Quelle: SNB

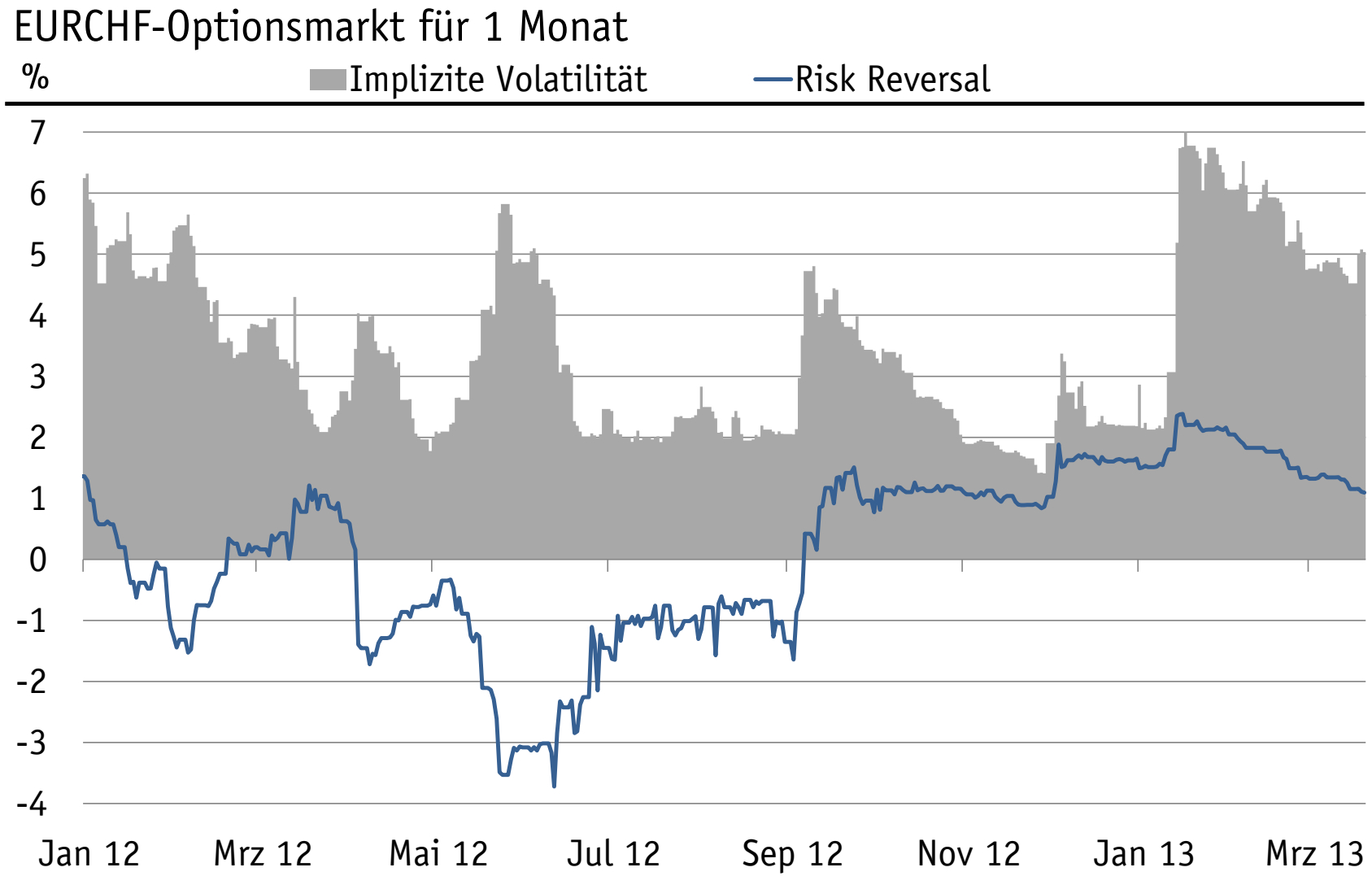
Dispositiv weiter verstärkt

Grosser Verkaufsdruck



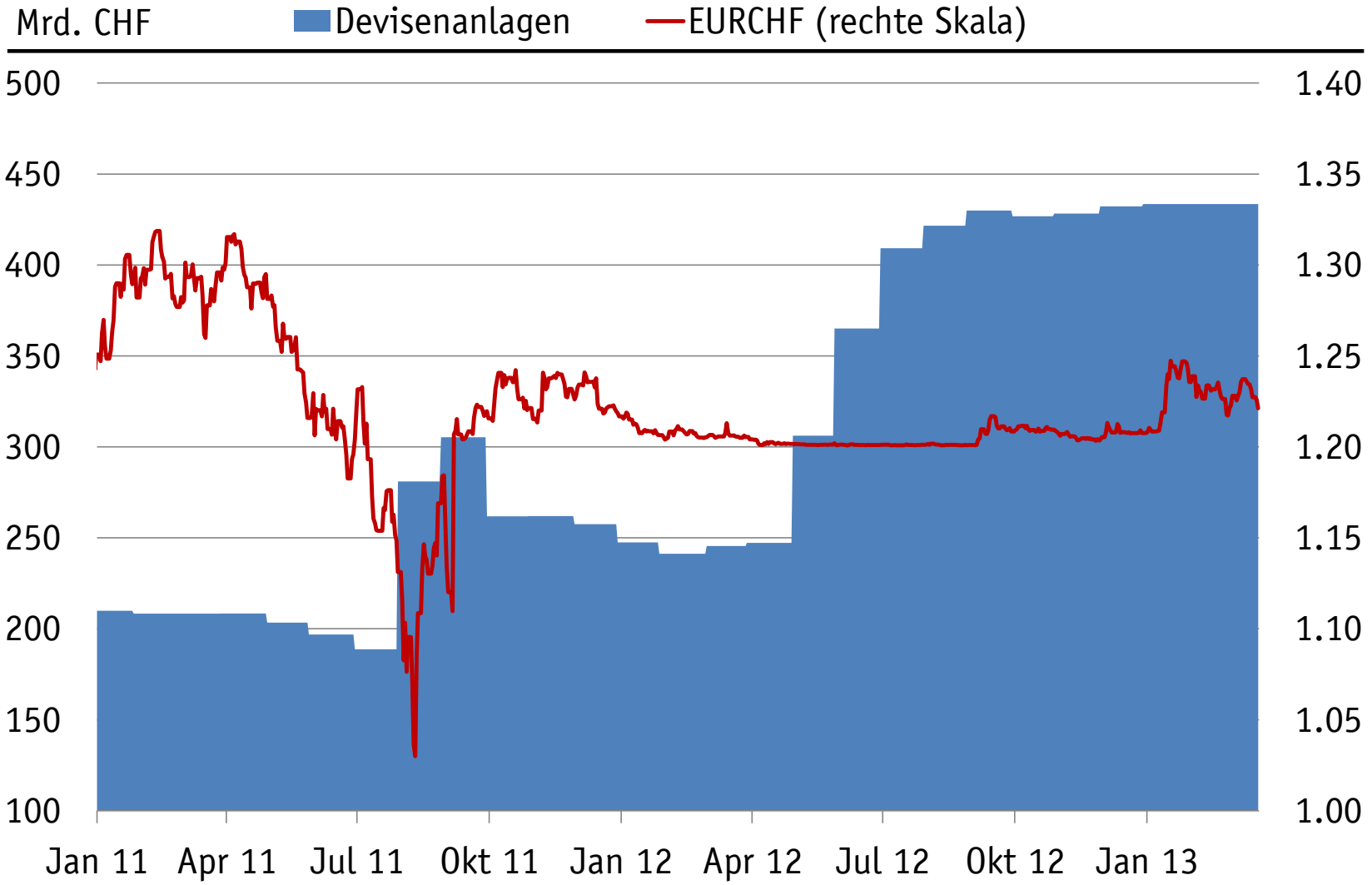
Quelle: SNB, EBS

Entwicklung an den Optionsmärkten



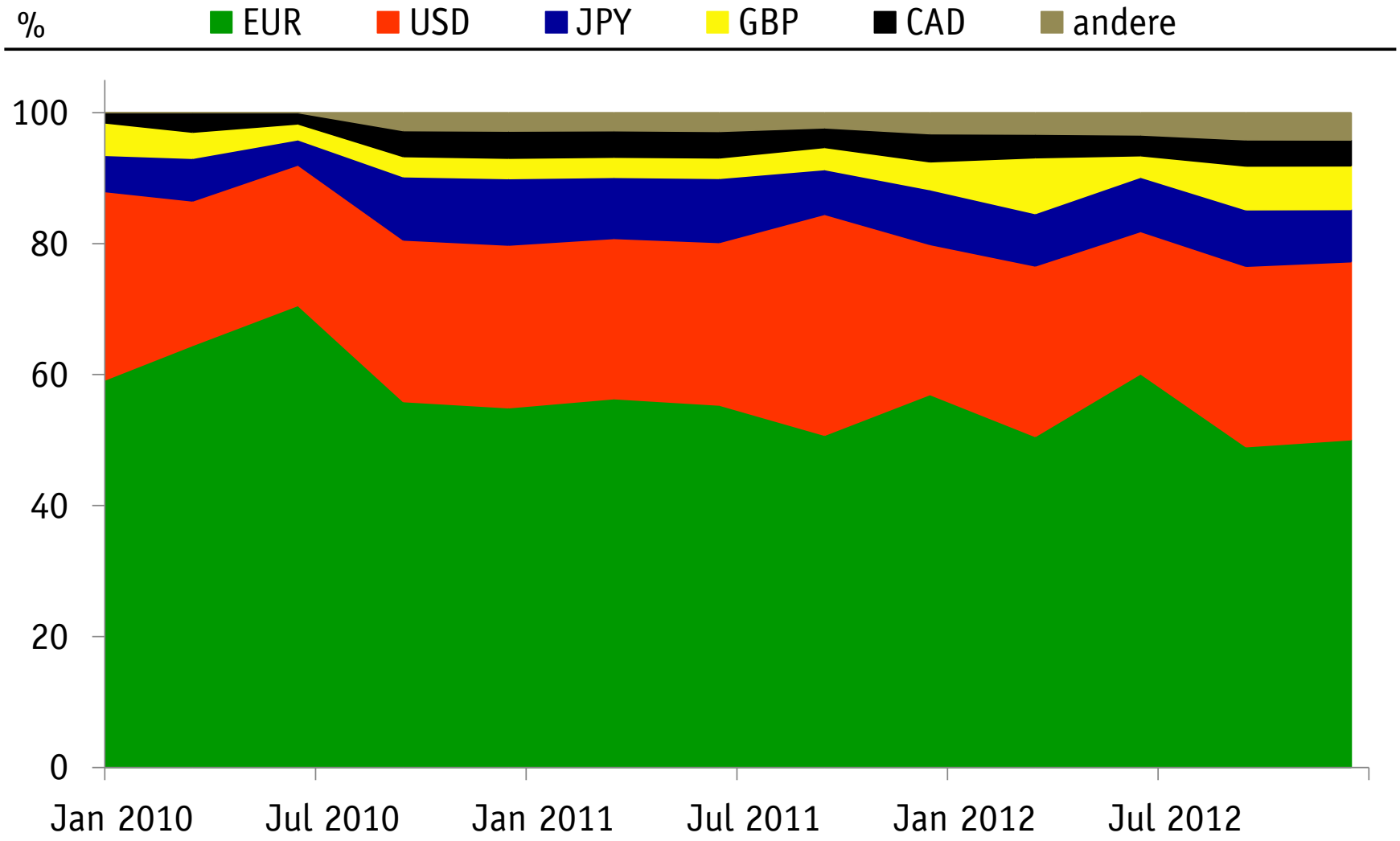
Quelle: SNB, Bloomberg

Euro-Franken-Kurs und Devisenanlagen



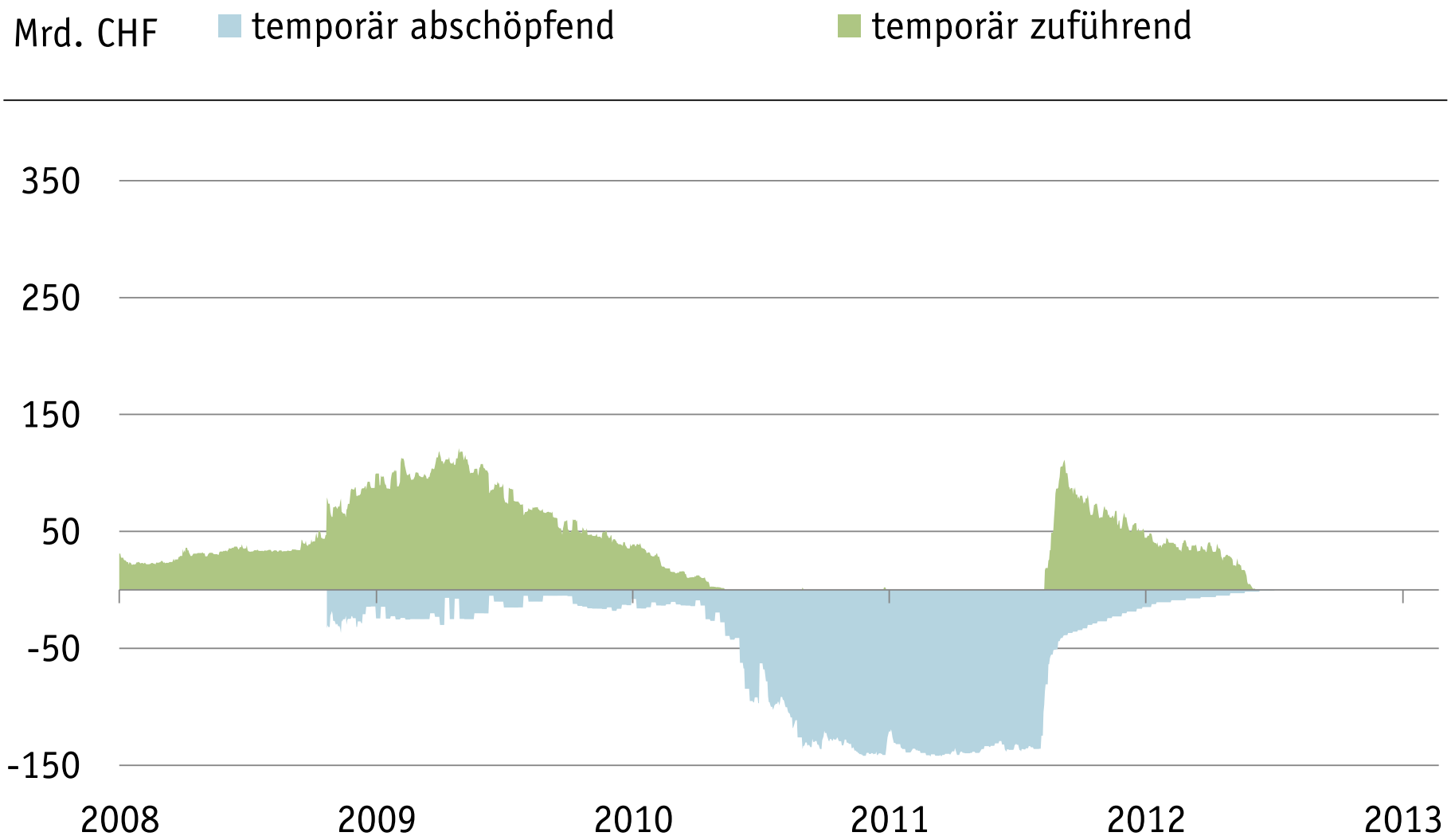
Quelle: SNB, Bloomberg

Allokation der Devisenreserven



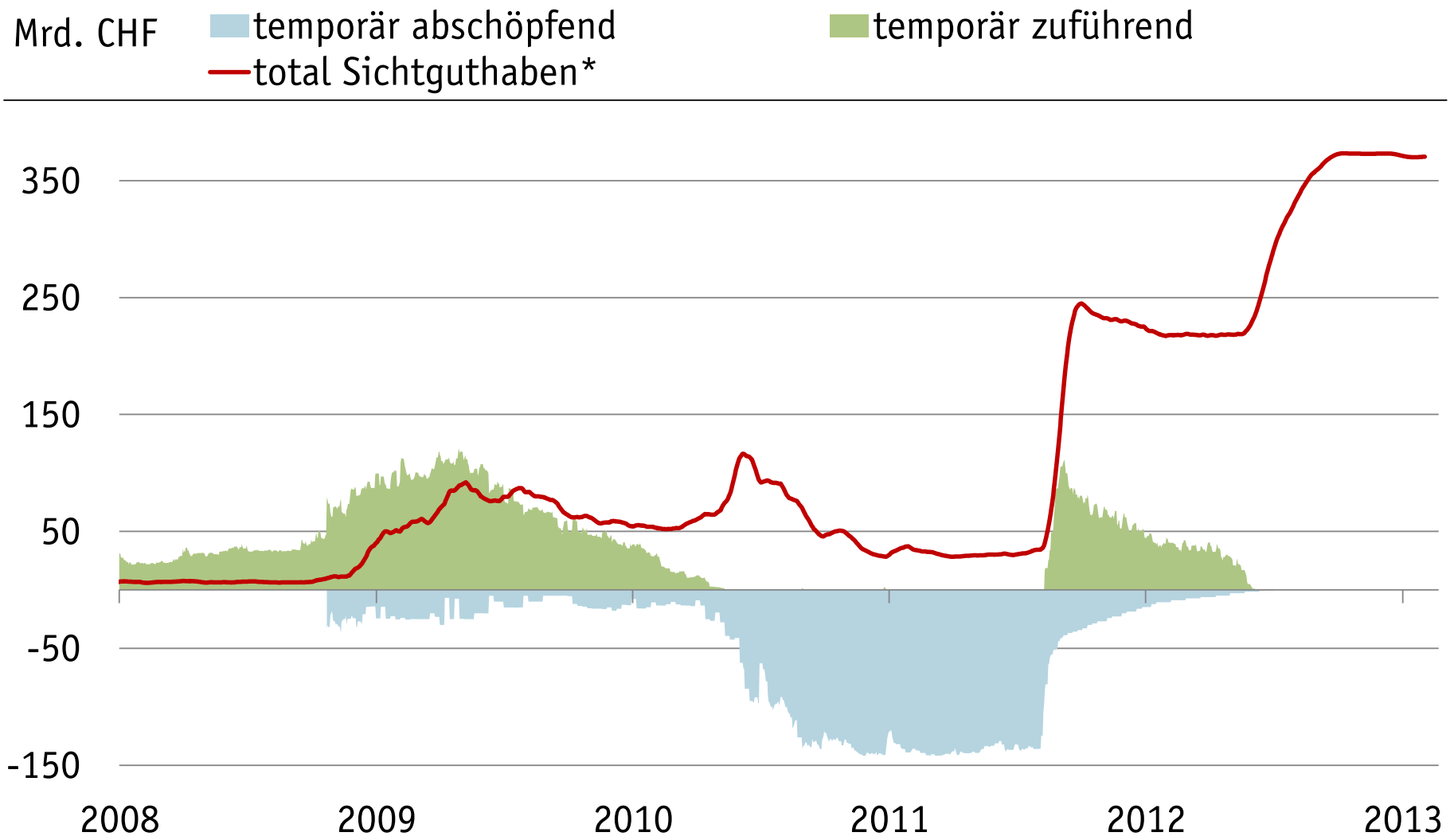
Quelle: SNB

Phasen der Liquiditätssteuerung



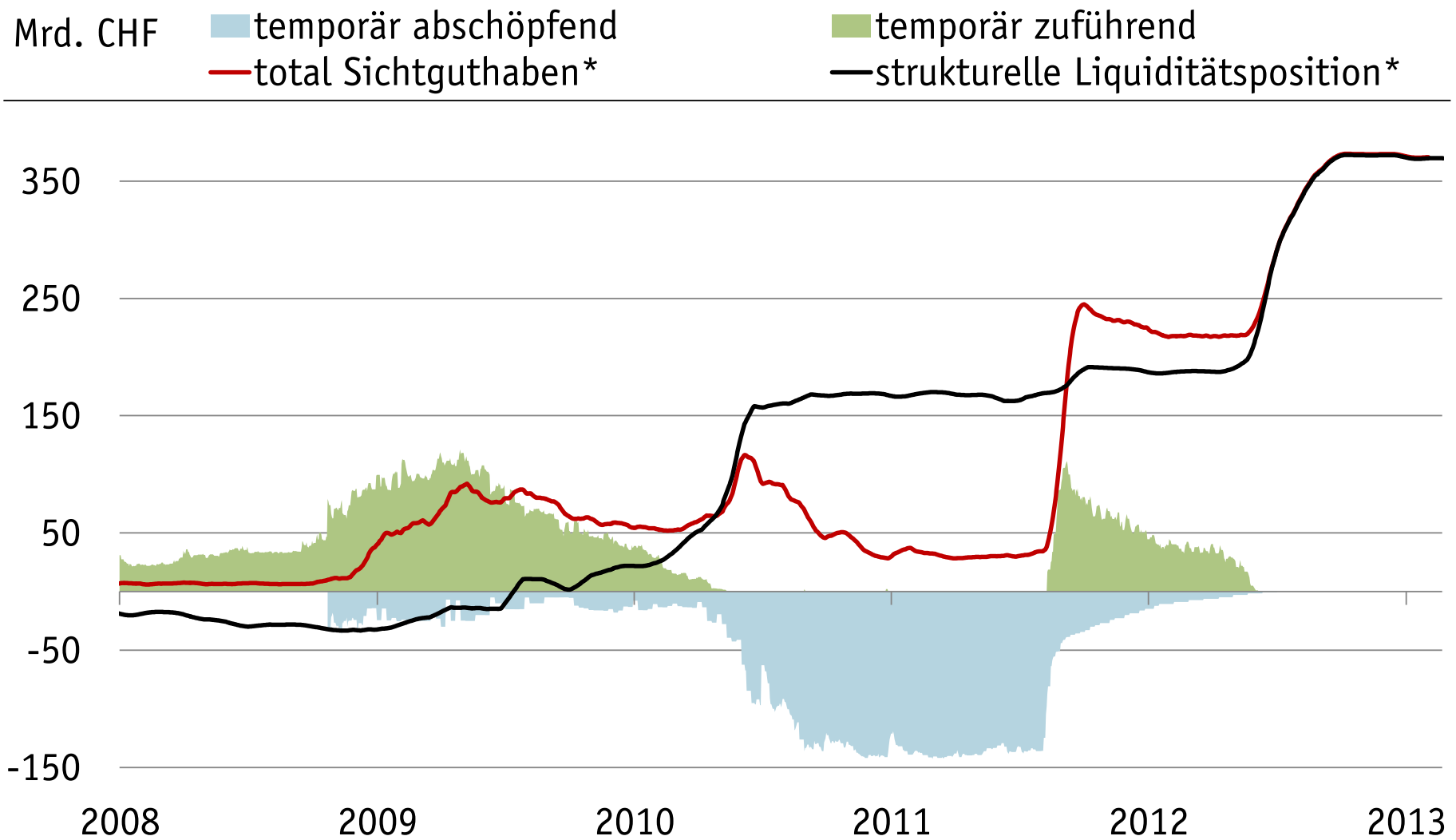
Quelle: SNB

Phasen der Liquiditätssteuerung



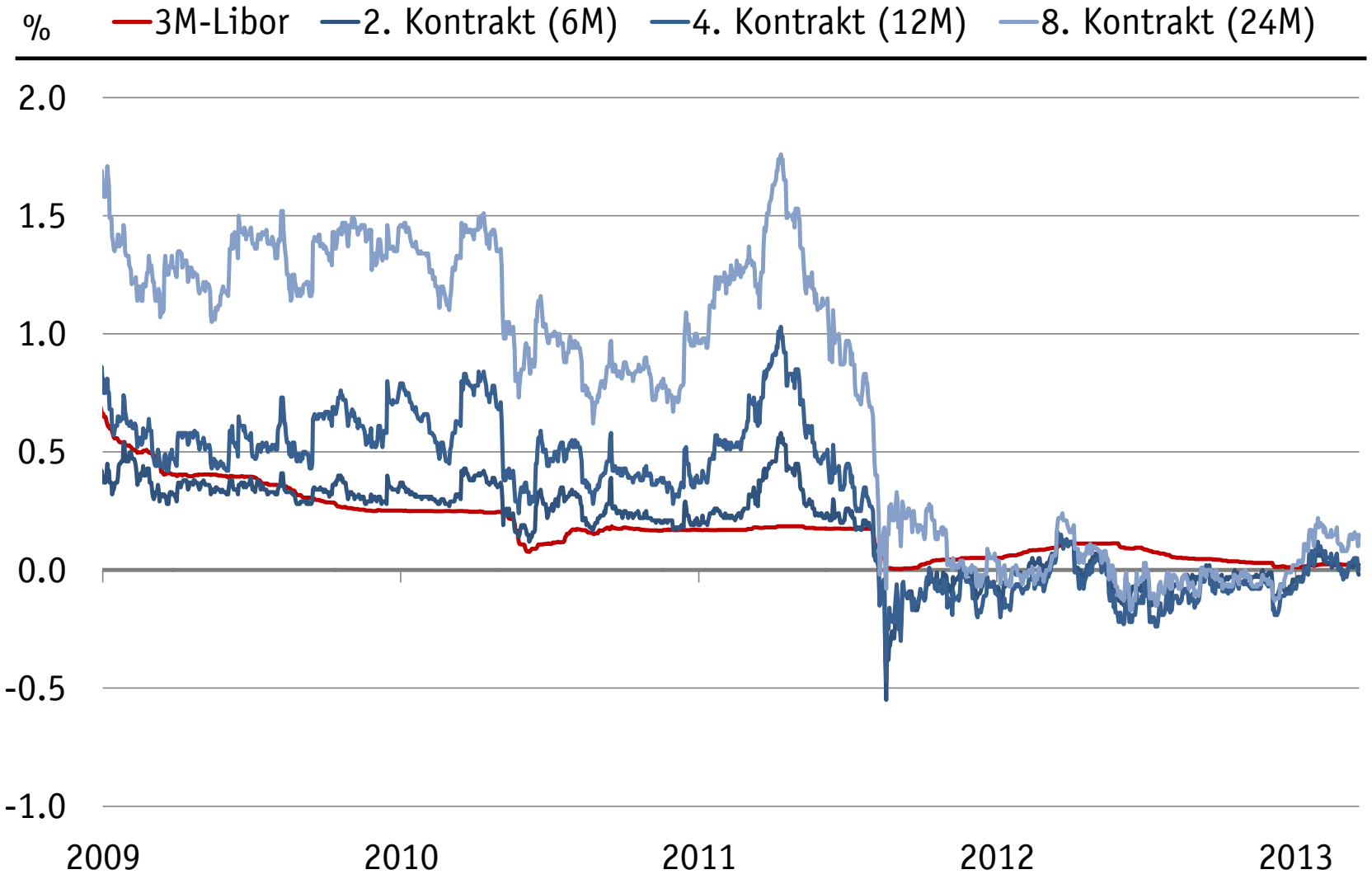
Quelle: SNB, * gleitender Durchschnitt

Phasen der Liquiditätssteuerung



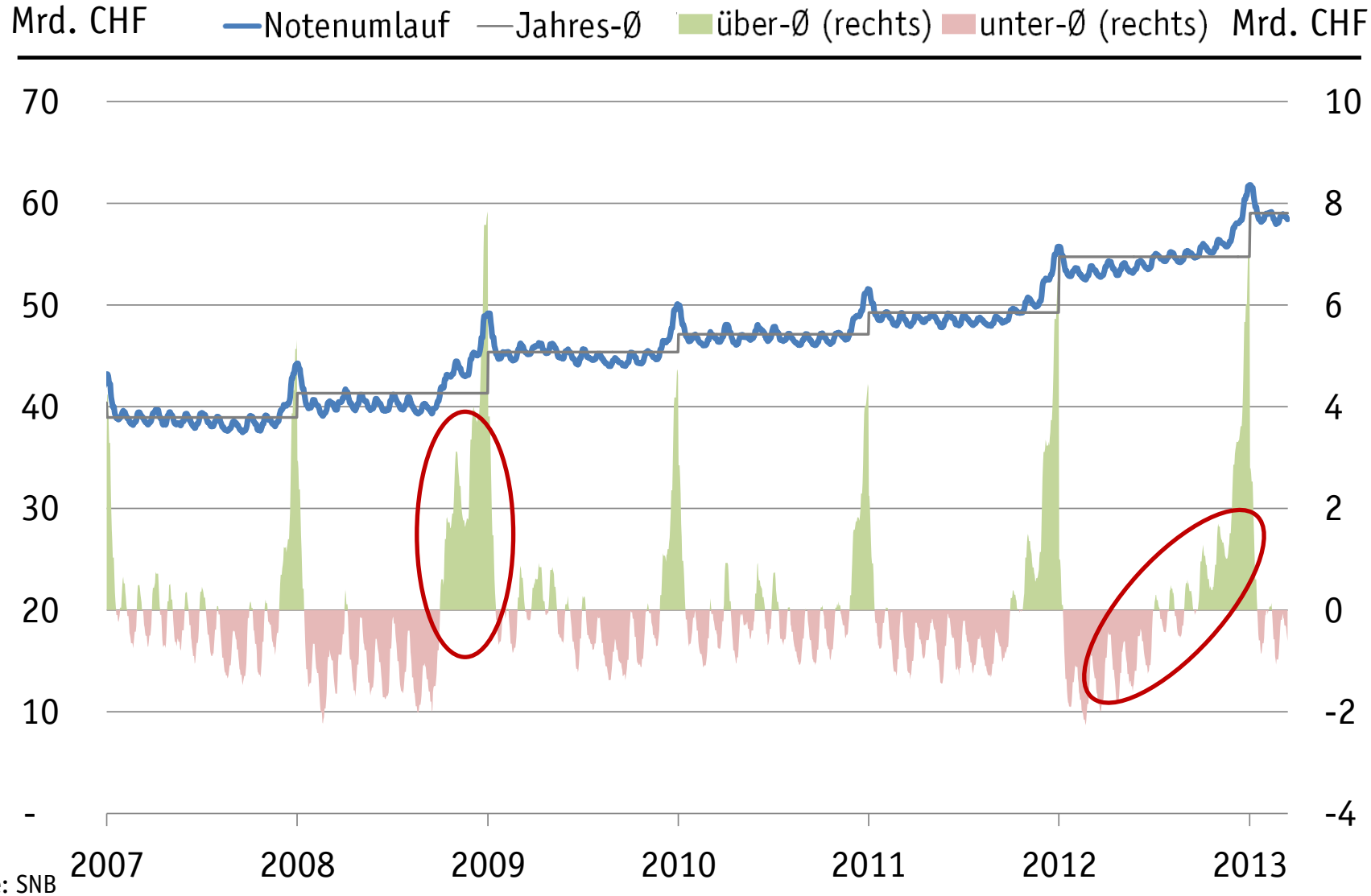
Quelle: SNB, * gleitender Durchschnitt

Zinserwartungen: für lange tief



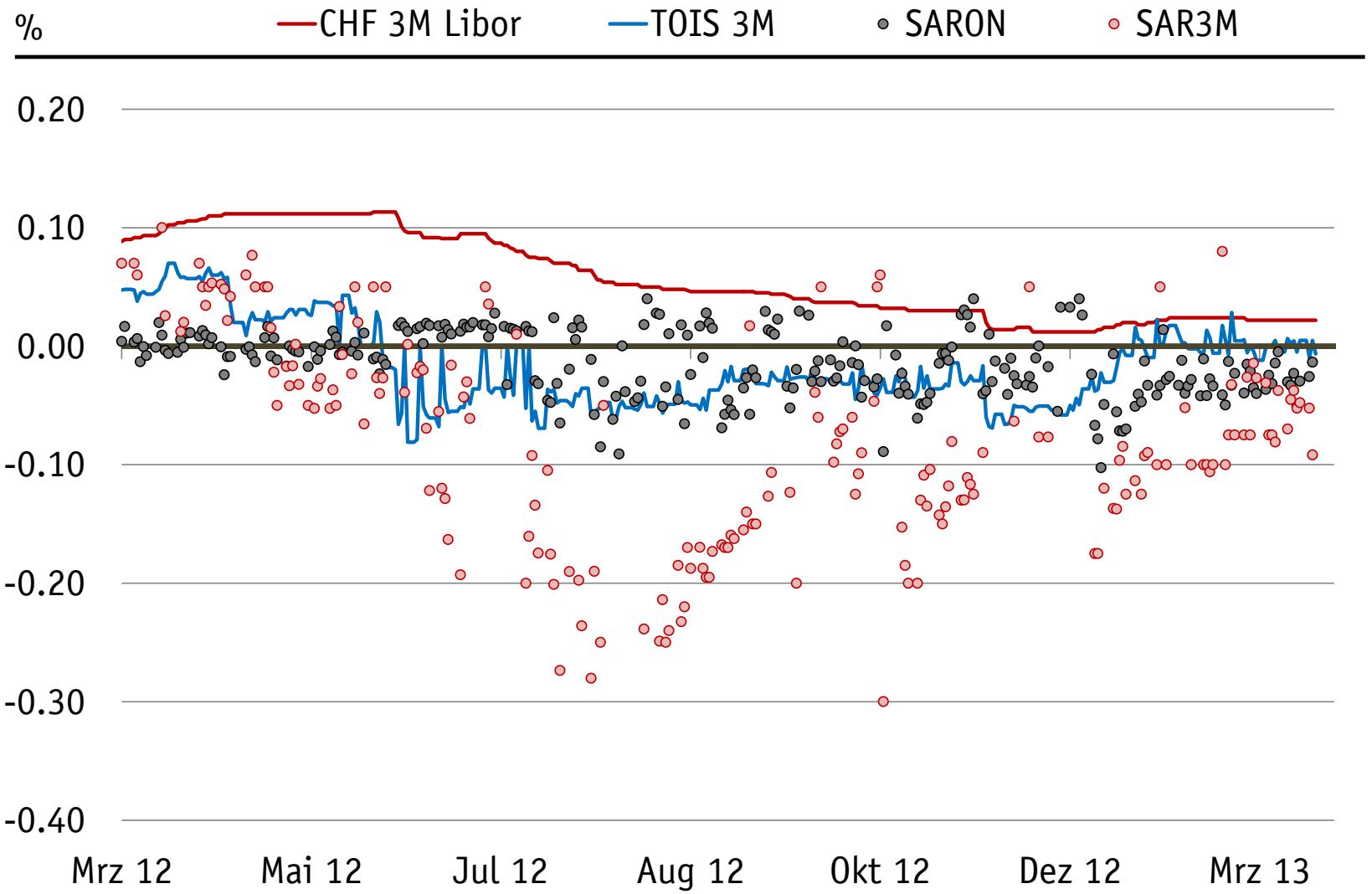
Quelle: SNB, Bloomberg

Notenumlauf steigt stark an



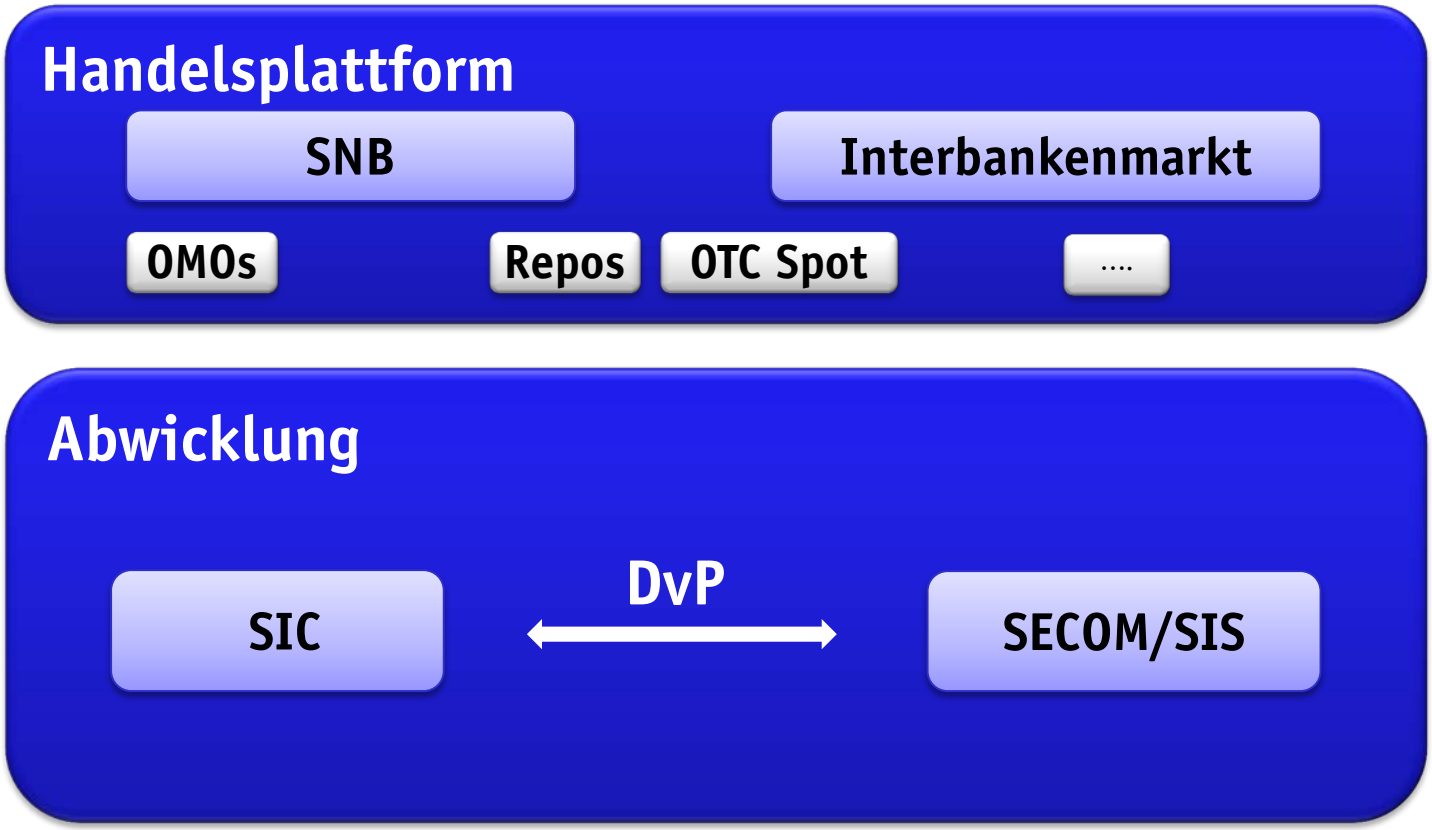
Quelle: SNB

Problematik von Referenzzinssätzen



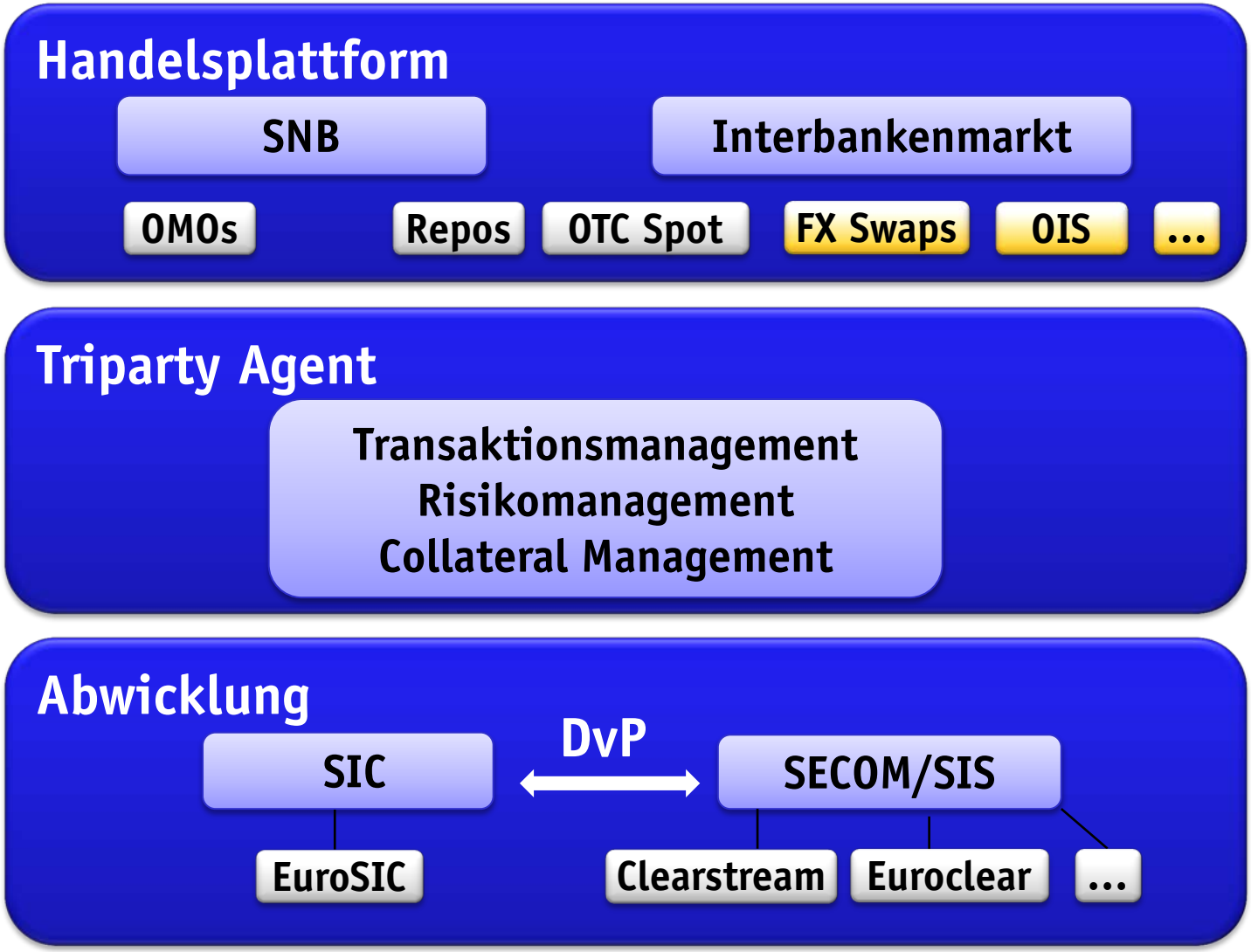
Quelle: SNB, Bloomberg

CHF Geldmarkt: Transparenz und Effizienz



Quelle: SNB

CHF Geldmarkt: Transparenz und Effizienz



Quelle: SNB