

Sperrfrist
26. März 2015 18:00

Szenenwechsel bei der Umsetzung der Geldpolitik

Geldmarkt-Apéro

Dewet Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums*
Schweizerische Nationalbank
Zürich, 26. März 2015
© Schweizerische Nationalbank, Zürich 2015

* Der Referent dankt Basil Guggenheim, Carolin Hecht, Kerstin Kehrlé, Peter Kuster, Benjamin Müller, 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 traditionellen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Zürich begrüßen darf. Ich habe meinen Vortrag unter den Titel «Szenenwechsel bei der Umsetzung der Geldpolitik» gestellt und mich dabei eines Begriffs bedient, der ursprünglich aus der Theaterwelt stammt. Doch kann ich Sie beruhigen: Es geht wie jedes Jahr auch heute Abend auf dieser Bühne um die Entwicklungen am Geld- und Devisenmarkt und darum, wie die SNB ihre Geldpolitik umsetzt. Vielleicht mögen Sie einwenden, dass der Begriff «Szenenwechsel» angesichts der Dramaturgie der Ereignisse rund um den 15. Januar etwas gar harmlos klingt. Ich will damit aber zum Ausdruck bringen, dass wir bei alledem in der Geldpolitik auch nach der Aufhebung des Mindestkurses von normalen Verhältnissen weit entfernt sind. Deshalb müssen wir auch für die Umsetzung der Geldpolitik wenn nötig weiterhin aussergewöhnliche Mittel heranziehen. Sie dienen dazu, unseren Auftrag in einem internationalen Umfeld, das sich zwar gewandelt hat, aber nach wie vor schwierig ist, nach bestem Wissen und Gewissen zu erfüllen.

Diese Veränderungen im Umfeld haben denn auch die Aufhebung des Mindestkurses unumgänglich gemacht. Doch der Reihe nach: Wie vor einem Jahr bildet der Euro-Franken-Kurs den Ausgangspunkt meiner Ausführungen (**Abbildung 1**). Die Quadrätchen entsprechen dem Durchschnittskurs pro Woche. Die Farben signalisieren die Umsätze, also quasi die Temperatur im Handel mit dem Währungspaar. Dunkelrot steht für grosse, blassrot für mittlere und blau für niedrige Volumen. In der zweiten Jahreshälfte 2013 hatte sich der Wechselkurs bei tiefer Volatilität und mit einem Handel auf Sparflamme seitwärts bewegt. Dieser Trend setzte sich bis etwa Mitte 2014 fort. Im Herbst lief er aus. Der Franken kehrte in den Brennpunkt zurück. Deshalb kommt bei unserer Abbildung wieder die rote Farbe ins Spiel. Das Rot wird immer dunkler, der Mindestkurs rückte immer näher, die SNB musste intervenieren. Am 18. Dezember 2014 kündigte sie die Einführung eines Negativzinses per 22. Januar 2015 an, um das Halten von Franken unattraktiver zu machen und den Mindestkurs zu unterstützen. Dieser Negativzins wird auf den Guthaben der Girokonten der Banken und anderer Finanzmarktteilnehmer bei der SNB erhoben. Nach der Aufhebung des Mindestkurses wertete sich der Franken stark auf, und die Umsätze blieben noch zwei Wochen auf sehr hohem Niveau, bevor sich der Handel allmählich beruhigte.

Euroland und die USA: Die Wege trennen sich

Nachdem ich Ihnen die letzten zwölf Monate quasi im Zeitraffer präsentiert habe, möchte ich nun auf die Gründe zu sprechen kommen, welche die SNB dazu bewogen haben, am 15. Januar den Mindestkurs aufzuheben. Fritz Zurbrügg ist bereits darauf eingegangen. Ich werde mich daher auf die aus Sicht der Umsetzung der Geldpolitik besonders relevanten Punkte konzentrieren. **Abbildung 2** veranschaulicht die über die letzten zwei Jahre zunehmende Divergenz zwischen den Währungsräumen der Eurozone und der USA. In der Grafik links ist die Inflationsrate abgebildet, rechts das reale Wachstum des Bruttoinlandprodukts. Sie sehen

anhand der roten und blauen Pfeile, in welche unterschiedliche Richtung sich die beiden Indikatoren in den zwei Währungsräumen entwickelt haben.

Eine solche Divergenz kann natürlich nicht ohne Folgen für die Zinsen bleiben. **Abbildung 3** zeigt per 17. Dezember 2013 respektive per 17. Dezember 2014, dem Tag vor der Ankündigung unseres Negativzinses, die aus den Dreimonats-Futures abgeleiteten Erwartungen für die Geldmarktzinsen. Die blauen Kurven stehen für die USA, die roten für die Eurozone. In den USA ist die Einschätzung im Jahresverlauf von einem höheren Niveau nur sanft nach unten angepasst worden. Immer deutlicher zeichnete sich ab, dass die Federal Reserve die Geldpolitik allmählich normalisieren will. Die US-Notenbank beurteilte den Wirtschaftsausblick mit grösserer Zuversicht, liess ihre Wertschriftenkäufe nach und nach auslaufen und passte die Forward Guidance an, also ihre Angaben zum künftigen Verlauf der kurzfristigen Zinsen. Eine Erhöhung des Leitzinses und damit eine Straffung der US-Geldpolitik scheint im Urteil der Marktteilnehmer nähergerückt zu sein.

In der Eurozone präsentiert sich dagegen ein komplett anderes Bild. Dort ist der erwartete Geldmarktzins innert eines Jahres dramatisch gesunken. Darin kommt zum Ausdruck, dass der Markt nun damit rechnet, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen für lange Zeit sehr tief halten wird. Die EZB ergriff 2014 verschiedene Massnahmen, um die Geldpolitik weiter zu lockern. Sie senkte den Einlagensatz auf unter null, führte gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte, die sogenannten TLTRO, durch und kaufte forderungsbesicherte Wertschriften und Pfandbriefe. Sie äusserte ihre Besorgnis über die zu tiefen Inflationserwartungen in der Eurozone immer besser vernehmbar und liess ihre Bereitschaft zu breit angelegten Anleihenkäufen immer deutlicher erkennen. Schliesslich gab sie bekannt, eine Ausweitung ihrer Bilanz um 1000 Mrd. Euro anzustreben. Anfang 2015 war die Botschaft für die Märkte damit eindeutig: Staatsanleihenkäufe stehen kurz bevor – am 22. Januar hat die EZB bekanntlich diese Erwartungen erfüllt.

Wenn die Einschätzung der Zinsentwicklung und die geldpolitische Ausrichtung für zwei bedeutende Wirtschaftsräume so stark auseinanderklaffen, wirkt sich dies fast zwangsläufig auf die Währungen aus. Bis Mitte 2014 entwickelten sich die handelsgewichteten Wechselkurse des Euros und des US-Dollars mehr oder weniger in Minne seitwärts (**Abbildung 4**). Doch im zweiten Halbjahr wurde immer deutlicher, dass sich die Wege des Paares trennen. Die blaue Linie bricht nach oben aus, d.h., der handelsgewichtete US-Dollar wertete sich markant auf. Anders der Euro: Die rote Linie bleibt vorerst noch flach, bevor sie um den Jahreswechsel abfällt. Diese Dynamik im Währungsgefüge erfasste auch den Franken. Die Aussicht auf eine akzentuierte und anhaltende Euroschwäche setzte ihn gegenüber der Einheitswährung unter Aufwertungsdruck, und der Mindestkurs wurde bindend. Der Franken folgte somit gegenüber den anderen Währungen nolens volens dem Euro.

Der Druck auf den Franken nimmt zu

Die Divergenz zwischen Euroland und den USA schürte auch die Unsicherheit über den künftigen Kursverlauf der Währungen. Wie **Abbildung 5** illustriert, schlug sich dies im zweiten Halbjahr 2014 in einem Anstieg der Volatilitäten am Devisenmarkt nieder. Die rote Linie zeigt die aus Dreimonatsoptionen abgeleitete implizite Volatilität für die Währungen der G10-Länder gegenüber dem Euro, den Franken ausgeklammert. Auch die Spannungen in der Geopolitik, d.h. der Konflikt zwischen der Ukraine und Russland und die Sanktionen des Westens, spielten mit. Zusätzlich verunsicherte der Ölpreisverfall. Er wurde nämlich von den Märkten nicht wie gemäss Lehrbuch als Konjunkturstimulus für die Industrieländer interpretiert – sondern als Signal für eine globale Nachfrageschwäche und eine wachsende Deflationsgefahr. Ausserdem kamen die neu aufgeflamten Probleme um Griechenland dazu. Die Ruhe, welche die graue Fläche für die Volatilität im Euro-Franken-Paar mit der Skala rechts für 2014 ausstrahlt, ist trügerisch. Weil die Notierung so nahe beim Mindestkurs lag, blieb nämlich die Schwankungsbreite notgedrungen eng. Ukraine-Konflikt, Ölpreisverfall und griechische Wirren erhöhten zusätzlich zur wachsenden geldpolitischen Divergenz um den Jahreswechsel die Unsicherheit am Markt und verschärften den Aufwertungsdruck auf den Franken weiter.

Dass sich «Druck im Kessel» aufbaute, zeigt auch **Abbildung 6**. Zwar nahm die Geschäftigkeit am Devisenmarkt in der zweiten Jahreshälfte insgesamt zu. Der Umsatz im Euro-Franken legt aber ab Mitte November deutlich kräftiger zu als in anderen wichtigen Währungspaaren. Diese mit einem roten Pfeil markierte Abkopplung widerspiegelt den hohen Aufwertungsdruck, der auf dem Franken lastete.

In **Abbildung 7** ist der Wechselkurs als blaue Linie dargestellt, und die kleinen Balken stehen für den Handelsfluss, der über dem Durchschnitt liegt. Grün bedeutet, dass die Transaktionen dominierten, die von Käufern von Euro gegen Franken ausgelöst wurden. Rot steht für die Dominanz verkaufsgetriebener Abschlüsse. Im Dezember wurde der Handelsfluss immer einseitiger, es fanden sich im Wechselkurspaar fast ausschliesslich Verkäufer. Sie sehen an der Länge der hängenden roten Balken, wie ausgeprägt das Verkaufsinteresse Mitte Dezember war. Die SNB musste dieses auffangen, um den Mindestkurs durchzusetzen. Das erforderte wachsende Interventionsvolumen. Die SNB ergriff daher eine weitere Massnahme. Sie kündigte am 18. Dezember an, mit der Verzinsung der Girokonten bzw. dem Negativzins ein neues Instrument einzusetzen. Zugleich weitete sie das Zielband für den Dreimonats-Libor, unseren Referenzzinssatz, erstmals in den negativen Bereich aus. Für den Negativzins, in dieser Gestalt ein Debütant auf der Bühne der Schweizer Geldpolitik, war am 18. Dezember noch eine Nebenrolle vorgesehen. Er sollte dem Mindestkurs – Dreh- und Angelpunkt der Geldpolitik seit dem 6. September 2011 – zur Seite stehen. Obschon der Effekt auf den Euro-Franken-Kurs auf den ersten Blick eher bescheiden anmutet, so brachte die Massnahme am Devisenmarkt doch eine Entspannung. Der blaue Pfeil macht deutlich, dass sich der Handelsfluss umkehrte und der Verkaufsüberhang verschwand.

Leider war die Entspannung nicht von Dauer. Über die Feiertage herrschte zwar noch einigermassen Ruhe, doch in den ersten beiden Januarwochen akzentuierte sich der Abwärtstrend des Euros gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen. Der Euro-Franken-Kurs schmiegte sich wieder an den Mindestkurs an (**Abbildung 8**). Griechenland und der weiter fallende Ölpreis verstärkten den Verkaufsdruck zusätzlich, der Handelsfluss färbte sich erneut rot. Es wurden immer grössere Beträge notwendig, um den Mindestkurs, der den Franken an den Euro band, durchzusetzen, und dies ohne Aussicht auf ein glimpfliches Ende. Wie Sie spätestens seit dem Jahre 2012 wissen, schrecken uns grosse Beträge allein nicht ab. Mit unseren Taten hatten wir damals unter Beweis gestellt, dass unser Bekenntnis zum Mindestkurs ernst gemeint war. Im Januar 2015 war aber die Ausgangslage anders. Das internationale Umfeld hatte sich wie geschildert fundamental gewandelt. Die Voraussetzungen für ein Festhalten am Mindestkurs waren nicht mehr erfüllt. Die weitere Durchsetzung des Mindestkurses hätte unsere Handlungsfreiheit bei der Erfüllung der geldpolitischen Aufgaben stark beschnitten. Die Interventionsvolumen wären aus dem Ruder gelaufen. Unabsehbar hohe Interventionsbeträge hätten unsere Position – anders als im Jahr 2012 – geschwächt und nicht gestärkt. Kurzum: Die SNB musste handeln.

Die SNB hebt den Mindestkurs auf...

15. Januar 2015: **Abbildung 9** zeigt den Handel im Euro-Franken kurz vor und nach der Aufhebung des Mindestkurses. Die grüne und die rote Linie zeigen den besten Kauf- bzw. Verkaufspreis für den Euro gegen Franken. In den Minuten vor 10.30 Uhr sind die beiden Linien fast nicht sichtbar, da sie von der waagrechten blauen Gerade, die für den Mindestkurs steht, überlagert sind. Vor der Aufhebung ist die Geld-Brief-Spanne hauteng. Der Markt ist ausgesprochen ruhig, es gibt keine Handelsabschlüsse. Auch unmittelbar nach der Medienmitteilung der SNB wird das Währungspaar kaum gehandelt. Deshalb sind die grünen und roten Dreiecke, die für Transaktionen stehen, die von Käufern bzw. Verkäufern getrieben werden, so klein. Erst 45 Sekunden nach der Publikation reagiert der Wechselkurs. Der erste Abschluss unterhalb von 1.20 lässt ebenfalls recht lange auf sich warten. Dieses Muster und auch das Auftragsbuch zeigen, dass es keine Marktteilnehmer gegeben hat, die mehr wussten als andere und daraus Profit schlagen konnten. Es lässt sich keine verdächtige Transaktion beobachten. Die Überraschung ist allseits gross. Das zeigt, dass es der SNB gelungen ist, diese geldpolitischen Entscheid von grosser Tragweite am Devisenmarkt sauber umzusetzen.

Doch wie verkraftete in der Folge der Devisenmarkt am 15. Januar diesen «Paukenschlag» der SNB? **Abbildung 10** zeigt den Verlauf des Wechselkurses bis 18 Uhr. In der ersten Viertelstunde nach der Aufhebung fällt der Euro-Franken-Kurs in die Tiefe, wobei er heftig schwankt. Die besten Kauf- und Verkaufspreise liegen teilweise weit auseinander. Doch schon bald werden die Verhältnisse geordneter, und die Wechselkursausschläge nehmen wieder ab. Die gehandelten Volumen, hier als graue Balken dargestellt, bleiben noch einige Stunden auf hohem Niveau. Mit der Aufhebung des Mindestkurses hat die SNB eine Leitplanke abgebaut, die mehr als drei Jahre Bestand hatte, und den Devisenmarkt wieder sich selber

überlassen. Es ist klar, dass ein Markt in einer solchen Situation Zeit braucht, um sich zu finden.

Die Turbulenzen beschränkten sich bekanntlich nicht auf den Euro-Franken oder den Devisenmarkt. Andere Märkte wurden von der Volatilität ebenfalls erfasst. Um nicht missverstanden zu werden: Heftige Reaktionen an den Finanzmärkten sind immer unschön, und es war beileibe weder Absicht noch im Interesse der SNB, solche herbeizuführen. Doch mussten wir in Kauf nehmen, dass unsere Entscheidung Marktturbulenzen auslösen könnte. Denn der Mindestkurs war eine ausserordentliche Massnahme der Geldpolitik mit einem direkten Bezug zum Devisenmarkt, und somit hatte die Aufhebung zwangsläufig schlagartig und überraschend zu erfolgen. Jegliches Signal, dass die SNB nicht mehr ohne Wenn und Aber daran festhält, hätte am Devisenmarkt sofort heftige Reaktionen ausgelöst. Diese hätten eine weitere Aufrechterhaltung des Mindestkurses sogleich praktisch unmöglich bzw. unverantwortbar kostspielig gemacht. Aus Sicht der Umsetzung – aber auch aus Reputationsgründen – ebenso wichtig war natürlich, dass wie gesagt nichts nach aussen drang, was einzelnen Marktteilnehmern einen Informationsvorsprung hätte verschaffen können.

...und senkt den Negativzins

Die SNB hebt am 15. Januar, 10.30 Uhr, nicht nur den Mindestkurs auf, sondern senkt zeitgleich den Negativzins auf 0,75% und verschiebt das Zielband für den Dreimonats-Libor entsprechend nach unten. Bei der Umsetzung der Geldpolitik rückt nach dem Abgang des Mindestkurses somit der Negativzins ins Rampenlicht. Die Massnahme zeigt auf der Zinsseite unmittelbar eine starke Wirkung (**Abbildung 11**). Unser Referenzzins sinkt innert weniger Tage gegen $-0,75\%$. Dagegen steht der Wechselkurs vorerst ganz im Bann der Aufhebung des Mindestkurses. Weil die SNB fortan in ihrer Geldpolitik der Wechselkurssituation insgesamt Rechnung trägt, ist in rot der Franken auf handelsgewichteter Basis abgetragen.

Effektiv erhoben wird der Negativzins von der SNB bekanntlich erst ab dem 22. Januar. Wie schlägt sich dies am Geld- und Devisenmarkt nieder? **Abbildung 12**, in welcher der Zinssatz für die Girokonten als schwarze Linie eingetragen ist, liefert die Antwort: Der Libor verharrt ab diesem Datum deutlich unter der Nulllinie, erkennbar auch an der blauen Fläche, und der handelsgewichtete Franken schwächt sich merklich ab. Die Einführung des Negativzinses spiegelt sich nicht nur im Libor, sondern in allen Segmenten des Geldmarkts. **Abbildung 13** zeigt, dass die Ankündigung vom 18. Dezember und die Einführung per 22. Januar querbeet für Abwärtsdruck sorgten. In etlichen Segmenten, wie dem Repomarkt, der hier durch den in einem kräftigen Blau abgebildeten Tagesgeldsatz SARON repräsentiert wird, kommt es gar zu einem Unterschiessen. Besonders ausgeprägt ist das Phänomen in den impliziten Dreimonatszinsen, in grün abgetragen. Sie werden aus Devisenswaps hergeleitet und reagieren daher empfindlich auf Störungen an diesem Markt. Generell dürfte das Unterschiessen der Verunsicherung und dem darauffolgenden Versiegen der Marktliquidität zuzuschreiben sein. In den letzten Wochen handeln die verschiedenen Geldmarktindikatoren indes wieder zu Zinsabständen, die sich mit denjenigen vor dem Negativzins vergleichen lassen.

Eine wichtige Grösse am Geldmarkt bilden die Markterwartungen für den Referenzzins der SNB, den Dreimonats-Libor, und damit für die Zinspolitik der SNB. Diese Werte lassen sich an den entsprechenden Futures-Kontrakten ablesen. Vor der Ankündigung des Negativzinses erwartete der Markt, dass der Libor bis September 2017 leicht negativ notieren würde (**Abbildung 14**). Am 18. Dezember wölbte sich die ganze Kurve nach unten (**Abbildung 15**). Die blau durchgezogene Linie lässt indes erkennen, dass der Markt nur mit einer relativ kurzen Phase eines Libors von $-0,25\%$ rechnete. Die Reduktion des Negativzinses auf $0,75\%$ am 15. Januar wirkte viel stärker (**Abbildung 16**): Der Markt ging nun davon aus, dass der Libor anhaltend und deutlich unter null liegen werde. Diese Einschätzung eines «lower for longer» gilt bis heute (**Abbildung 17**).

Mit Augenmass, regelbasiert und flächendeckend

Ich bin mir bewusst, dass der Negativzins bei den Finanzmarktteilnehmern keine Begeisterungstürme entfacht hat. Umso wichtiger ist es, dass die Ausgestaltung darauf ausgerichtet ist, dass der Negativzins die geldpolitisch erwünschte Wirkung erzeugen kann, ohne Finanzsystem und Zahlungsverkehr zu beeinträchtigen. Wir haben uns deshalb für eine flächendeckende Lösung mit möglichst wenig Ausnahmen entschieden, die grundsätzlich alle Giroguthaben sämtlicher Banken und anderer Finanzmarktteilnehmer bei der SNB erfasst und dem Gebot der Gleichbehandlung entspricht. Mit dem Freibetrag sorgen wir dafür, dass das Korsett nicht unnötig einschnürt. Die Freibeträge werden nach klaren Regeln bemessen, wobei zwei Ansätze zur Anwendung gelangen.

Ansatz 1 basiert auf einem altbewährten geldpolitischen Instrument, das in den letzten Jahren indes etwas in Vergessenheit geraten ist: die im Nationalbankgesetz verankerte Mindestreservvorschrift. Die Vorschrift bezieht sich auf die kurzfristigen Verbindlichkeiten einer Bank und damit auf einen wichtigen Teil der Passivseite der Bankbilanz. Sie steht auch in direktem Zusammenhang zu den Giroguthaben bei der SNB, bilden diese doch den in der Praxis weitestgehend grössten Teil der Mindestreserven. Der Freibetrag entspricht dem Mindestreserveverfordernis multipliziert mit dem Faktor 20. Unsere Regelung führt dazu, dass Banken, die im Verhältnis zu ihrer Bilanzgrösse überdurchschnittlich viel Giroguthaben halten, vom Negativzins relativ stärker belastet werden. Teilnehmern, die nicht mindestreservepflichtig sind, wird gemäss Ansatz 2 ein fixer Freibetrag von mindestens 10 Mio. Franken eingeräumt.

Abbildung 18 zeigt die Entwicklung der Sichtguthaben auf. Die dunkelblaue Fläche sind die Giroguthaben der inländischen Bank, die zusammen mit den als hellblaue Schicht dargestellten übrigen Sichtguthaben das Total der bei der SNB gehaltenen Sichtguthaben bilden. Die rot gepunktete flache Linie unten ist das Mindestreserveverfordernis, die durchgezogene rote Linie zeigt das Zwanzigfache der Mindestreserve als Indikator für den Freibetrag. Mit den massiven Devisenkäufen der SNB um den Jahreswechsel wurde der Negativzins für das Bankensystem als Ganzes zunehmend bindend.

Insgesamt scheinen unsere Freibeträge doch recht grosszügig bemessen zu sein. Zu beachten ist allerdings, dass erstens die tatsächliche Belastung höher liegt als die theoretische, weil die

Sichtguthaben unterschiedlich verteilt sind. Es gibt Institute, die ihren Freibetrag nicht ausschöpfen, während andere darüber liegen. Zweitens konnten wir mit Blick auf die gewünschte geldpolitische Wirkung effektiv recht grosszügig sein, weil der Negativzins in erster Linie neu geschaffene Frankenliquidität treffen soll. Mit anderen Worten: Ökonomisch und für die Transmission der Geldpolitik relevant sind auch in diesem Fall die marginalen Kosten, also die Kosten für eine zusätzliche Einheit Franken-Liquidität. Diese Aussage gilt nicht nur in der Theorie, wie der grosse Effekt des Negativzinses am Geldmarkt belegt. Apropos Markt: Die Teilnehmer haben natürlich rasch realisiert, dass die Liquiditätsverteilung in einem Negativzinsregime optimiert werden kann. Daher verwundert es nicht, dass sich der Repomarkt etwas belebt hat – von einem zugegebenermassen tiefen Niveau aus. Als Geldnehmer sind dabei v.a. Institute aktiv, die ihren Freibetrag noch nicht ausgeschöpft haben.

Der Negativzins ist zwar ein Debütant in unserer Geldpolitik, die Schweiz diesbezüglich aber kein Sonderfall. Die EZB, die dänische Nationalbank und die schwedische Riksbank haben ebenfalls Negativzinsen eingeführt. Auch wenn die Negativzinsen von Währungsraum zu Währungsraum unterschiedlich aufgesetzt sind, ist der Effekt auf die Zinsen überall derselbe: Die gesamte Zinskurve hat sich nach unten verschoben. **Abbildung 19** zeigt die Renditen für Staatsanleihen der Schweiz, Deutschland, Frankreich und Dänemark mit einer Fristigkeit bis zehn Jahre. Bereits kurz vor der Ankündigung unseres Negativzinses waren die kurzen Laufzeiten so begehrt, dass sie mit einer negativen Rendite handelten; allerdings war diese noch nicht sehr ausgeprägt.

Über die letzten beiden Monate sind die Kurven weiter abgesunken (**Abbildung 20**). Schweizer Bundesobligationen liegen jetzt bis und mit zehn Jahre im rosa Bereich, d.h., sie rentieren negativ. Das Zinsniveau liegt weltweit sehr tief, und die Renditen in der Eurozone sind wegen der fortgesetzten Lockerung der Geldpolitik mit Staatsanleihenkäufen auf besonders niedrige Werte gesunken. Unser Negativzins ist vor diesem Hintergrund notwendig, um die zuvor auf ein Minimum geschmolzene Renditedifferenz wieder etwas auszuweiten und dadurch das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv zu machen.

Der Negativzins und seine Nebenwirkungen

Wir sind uns darüber im Klaren, dass sich die Begleiterscheinungen unseres Negativzinses nicht darin erschöpfen, den Repomarkt zu reanimieren. Im Vordergrund stehen drei Nebenwirkungen, die eher unerfreulicher Natur sind, aus übergeordneten geldpolitischen Interessen aber in Kauf zu nehmen sind (**Abbildung 21**): Wie ich vorhin ausgeführt habe, hat der Negativzins auch die Renditen für zehnjährige Bundesanleihen deutlich gesenkt und damit wie geldpolitisch erwünscht das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv gemacht. Doch dies hat eine Kehrseite: Für Investoren, die Frankenanlagen halten müssen, wird es immer schwieriger, überhaupt noch zinstragende sichere Anlagen zu finden. Insbesondere Pensionskassen und andere institutionelle Anleger, die eine bestimmte minimale Nominalverzinsung erzielen müssen, sehen sich dadurch vor grosse Herausforderungen gestellt. Allerdings manifestiert

sich ein solcher Anlagenotstand nicht nur in unserer Heimwahrung. Vielmehr handelt es sich um ein internationales Phänomen, sind doch die Renditen weltweit sehr tief.

Zweitens bewegt der Negativzins auf Geldmarktanlagen einzelne Grossanleger möglicherweise dazu, liquide Mittel in Bargeld umschichten zu wollen. Je tiefer die Zinsen, desto geringer sind in der Theorie bekanntlich die Opportunitätskosten für die Bargeldhaltung – wobei in diesem Zusammenhang gleich an die in der Praxis doch recht hohen Kosten und beträchtlichen Risiken des Haltens grosser Bargeldbestände erinnert sei. Erinnert sei auch daran, dass eine Umgehung des Negativzinses durch eine Umschichtung in Bargeld unsere geldpolitischen Absichten unterliefe. Deshalb sind wir ausserordentlichen Bargeldanfragen gegenüber kritisch eingestellt. Eine Umlagerung von Bankguthaben in Bargeld ist im Ubri gen auch nicht im Interesse des Bankensektors und letztlich auch nicht im Gesamtinteresse der Schweiz.

Die dritte Nebenwirkung besteht darin, dass der Negativzins die Zinsabsicherung mit Swaps erschwert bzw. verteuert. Auf diesen Aspekt der Zinsabsicherung möchte ich am Beispiel des Schweizer Hypothekarmarkts eingehen. Hier wäre doch intuitiv zu erwarten gewesen, dass mit der Einführung des Negativzinses auch die Hypothekarsatze im Einklang mit der ganzen Zinskurve weiter fallen. In Tat und Wahrheit aber sind sie teilweise gestiegen. Wo liegt der Hund begraben? In einer Bankbilanz stehen Ausleihungen wie festverzinsten Hypotheken auf der Aktivseite, Kundeneinlagen wie Spargelder auf der Passivseite. Die durchschnittliche Laufzeit der Aktiven ist deutlich länger als die der Passiven. Steigt das Zinsniveau, müsste die Bank die Kundeneinlagen rasch höher verzinsen, während die Zinseinnahmen aus den Hypotheken unverändert blieben. Es ist daher sinnvoll, dass sich eine Bank gegen das Zinsänderungsrisiko absichert. Dafür setzt sich normalerweise Zinsswaps ein. Sie tauscht die fixen Erträge aus dem Aktivgeschäft gegen einen variablen Satz, der möglichst dem Passivzins für Kundeneinlagen entspricht. Für den variablen Satz wird üblicherweise der Sechsmontats-Libor verwendet. Die Verhältnisse am Swapmarkt in London sind daher zentral für die Preisgestaltung am Schweizer Hypothekarmarkt.

Grundsätzlich sollte die Absicherung selbst mit Negativzinsen funktionieren, auch wenn die Bank nun zweimal bezahlen müsste, nämlich zum einen den fixen Swapsatz und zum anderen den negativen Sechsmontats-Libor. In der Praxis ergibt sich bei der Absicherung allerdings eine Diskrepanz, weil der mit dem Swap abgesicherte Zinssatz, der Zins auf Kundeneinlagen, bei null bleibt. Mit diesem sogenannten Basisrisiko gehen die Banken unterschiedlich um. Eine Möglichkeit ist, weiterhin die Swapkurve für die Zinsabsicherung von Hypotheken zu verwenden und die zusätzlichen Absicherungskosten auf den Kunden zu überwälzen. Eine andere Option ist, die Laufzeiten der Aktiv- und Passivseite besser aufeinander abzustimmen und so das Zinsrisiko zu reduzieren. Banken können z.B. eigene Anleihen emittieren und dadurch die Fristigkeit der Passiven verlängern.

Sie sehen an diesem Beispiel der Absicherung: Auch in einem Negativzinsumfeld besteht ein grosser Bedarf an repräsentativen und verlässlichen Referenzgrossen. Entsprechend tatkräftig und ausdauernd wirkt die SNB mit an den Reformbestrebungen bei den Referenzzinssätzen, die seit dem Bekanntwerden der Manipulationen des Libors in verschiedenen Währungen

2012 im Gange sind (**Abbildung 22**). Auf internationaler Ebene veröffentlichte das Financial Stability Board (FSB) vergangenes Jahr dazu einen Bericht. Dieser nimmt eine Beurteilung der unbesicherten Geldmarktsätze vor, der sogenannten Ibor-Sätze, zu denen auch der Libor gehört. Das FSB empfiehlt, zum einen die bestehenden Ibor-Zinssätze weiter zu verbessern. Zum anderen sollen aber auch risikofreie Zinssätze entwickelt werden. Wie Sie wissen, verfügt unser Markt bereits seit 2009 über eine ausgewachsene Familie solcher Indikatoren für den besicherten Geldmarkt, die Swiss Reference Rates.

In der Schweiz hat die SNB im April 2014 Daten zum Frankengeldmarkt erhoben. Das Resultat zeigt, dass unsere Referenzzinssätze weiterhin nicht ausschliesslich auf Transaktionen basieren können, wie dies grundsätzlich erstrebenswert wäre, weil es an Liquidität mangelt. An der morgigen Repo-Tagung werden wir Ihnen weitere Ergebnisse dieser Umfrage vorstellen, die wir übrigens auf Anregung aus Marktkreisen durchgeführt haben.

Schlussbetrachtungen

Die SNB beobachtet und analysiert nicht nur das Geschehen am Geldmarkt intensiv. Sie schenkt dem Devisenmarkt weiterhin ihre volle Aufmerksamkeit – und dies auch nach Aufhebung des Mindestkurses. Deshalb möchte ich meine Betrachtungen auch mit einem Blick auf den Devisenmarkt abschliessen. Auf **Abbildung 23** sehen Sie in rot den Franken auf handelsgewichteter Basis, mit einem krassen Überschüssen, das unverkennbar mit der Aufhebung des Mindestkurses in Verbindung steht. In den letzten zwei Monaten hat der handelsgewichtete Franken fast die Hälfte des Ausschlags wieder wettgemacht, bleibt aber insgesamt noch erheblich überbewertet. Wie geht es weiter? Wir erwarten, dass sich der Franken über die Zeit deutlich abschwächen wird. Die gestrichelte Linie bezieht sich allerdings nicht auf unsere Erwartung, sondern auf den Median der Schätzungen der Bankanalysten. Auch diese rechnen damit, dass sich der Franken weiter abschwächt. Ein Blick auf die Währungsbewegungen der letzten Wochen zeigt, dass sich die Verhältnisse am Devisenmarkt offensichtlich noch nicht normalisiert haben. Darum meine Botschaft zum Schluss: Die SNB schläft nie und ist weiterhin auch operativ jederzeit bereit, bei Bedarf einzugreifen. Ich rechne fest damit, dass sich die Verhältnisse am Devisenmarkt wieder normalisieren. Mehr dazu spätestens beim Geldmarkt-Apéro 2016.

Ich darf Sie jetzt alle zum geselligen Teil unseres traditionellen Anlasses einladen, danke Ihnen für Ihr Interesse und Ihre Aufmerksamkeit und wünsche anregende Gespräche, engagierte Diskussionen und spannende Begegnungen.

Szenenwechsel bei der Umsetzung der Geldpolitik

Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

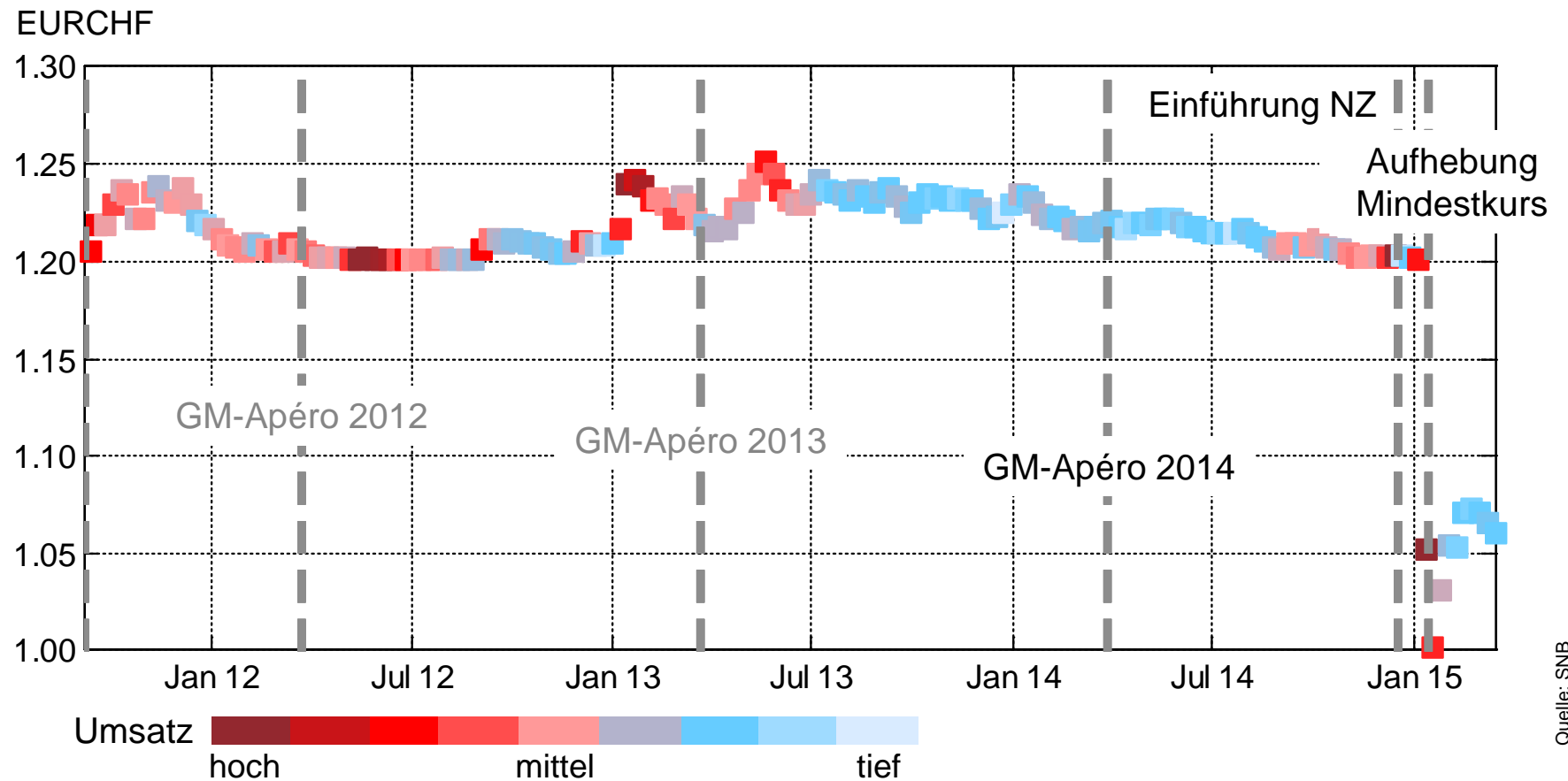
26. März 2015

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



Der Franken zurück im Fokus

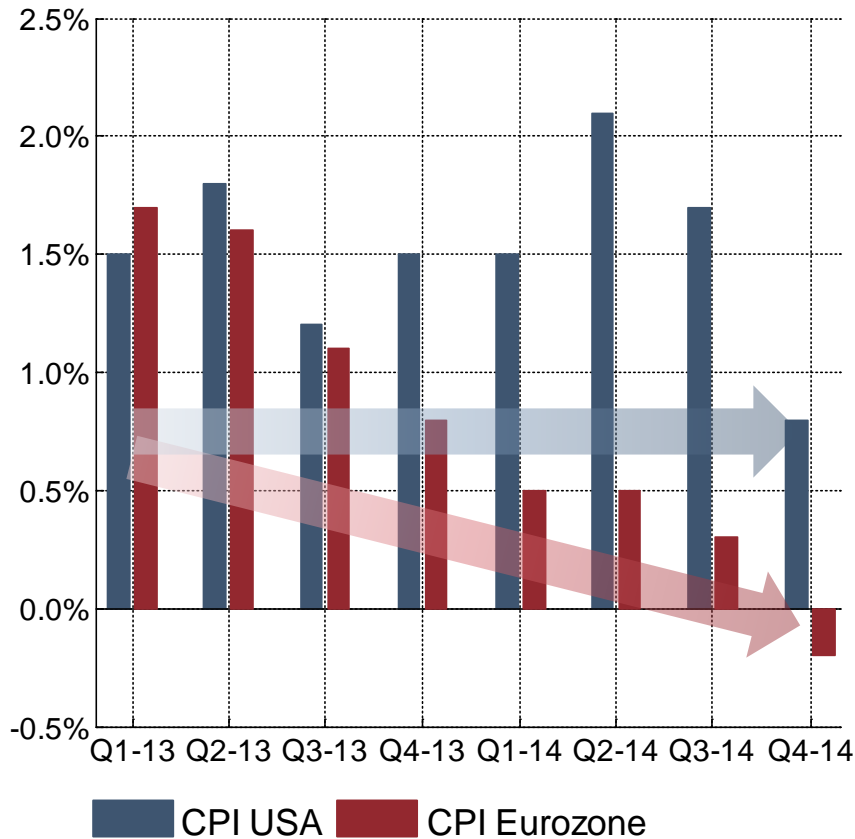
KURSVERLAUF UND GEHANDELTE VOLUMEN



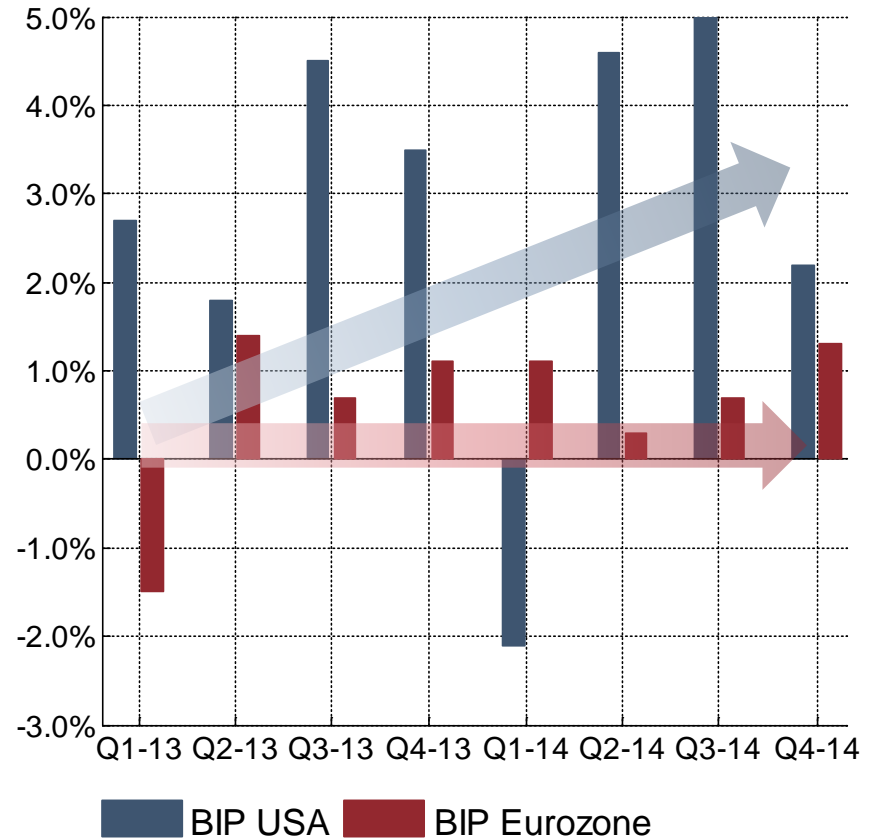
Quelle: SNB

Unterschiedliche Entwicklung in Europa und USA...

INFLATION



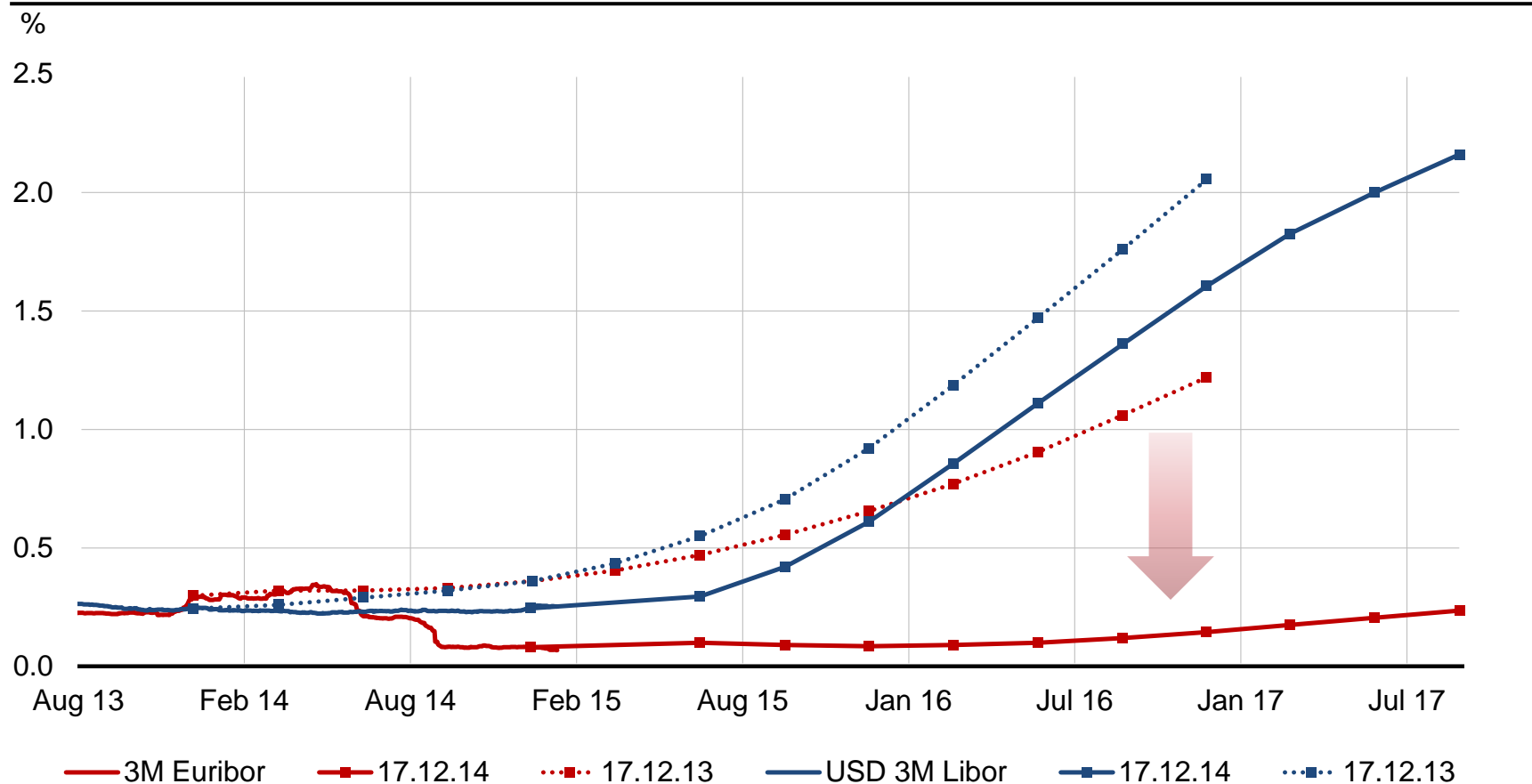
REALES BIP-WACHSTUM



Quelle: SNB, Bloomberg

...und Erwartungen zur Zinsentwicklung...

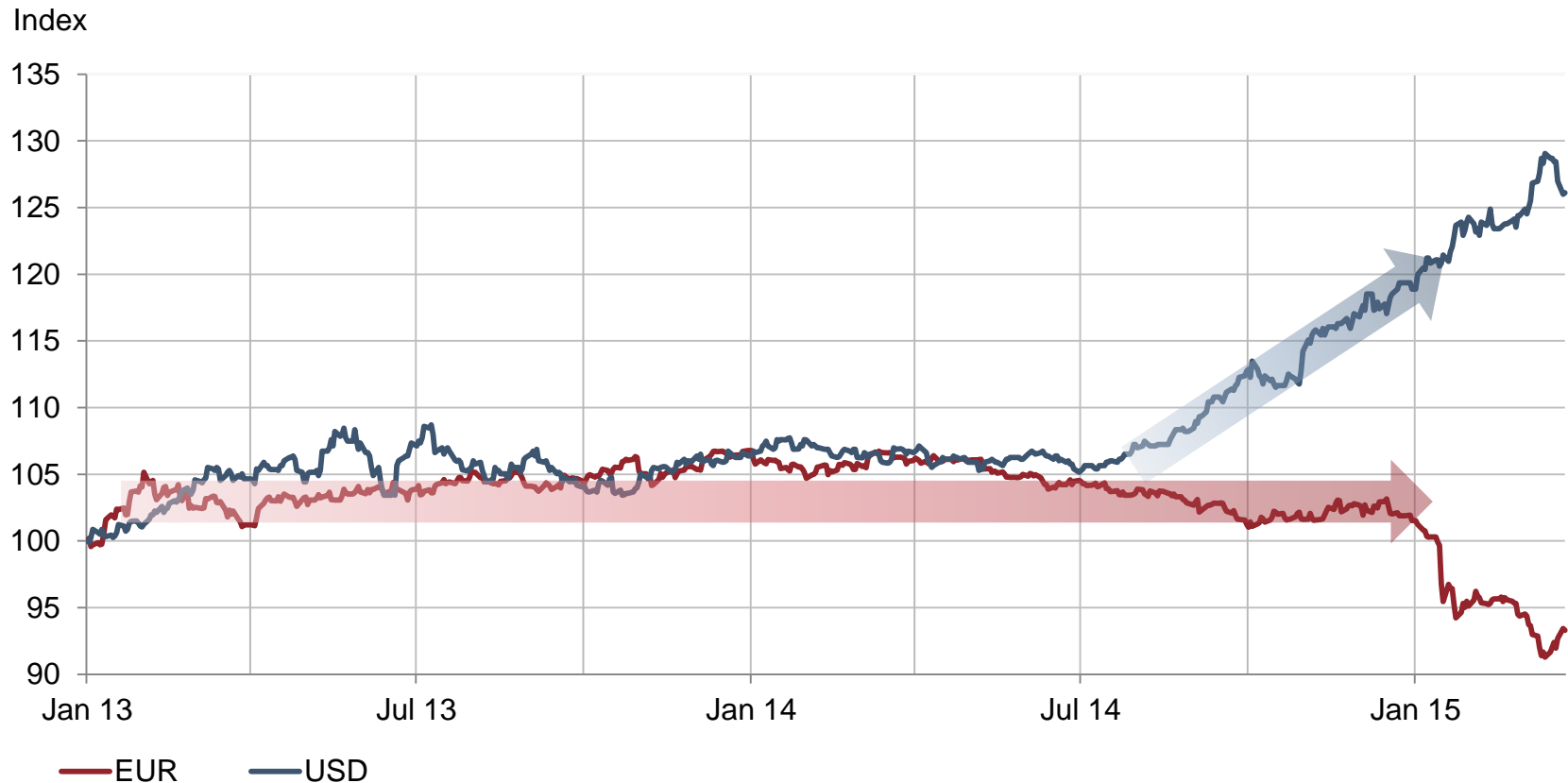
ZINSERWARTUNGEN AUS USD 3M LIBOR UND 3M EURIBOR FUTURES



Quelle: SNB, Bloomberg

...schlagen sich auf die Wechselkurse nieder

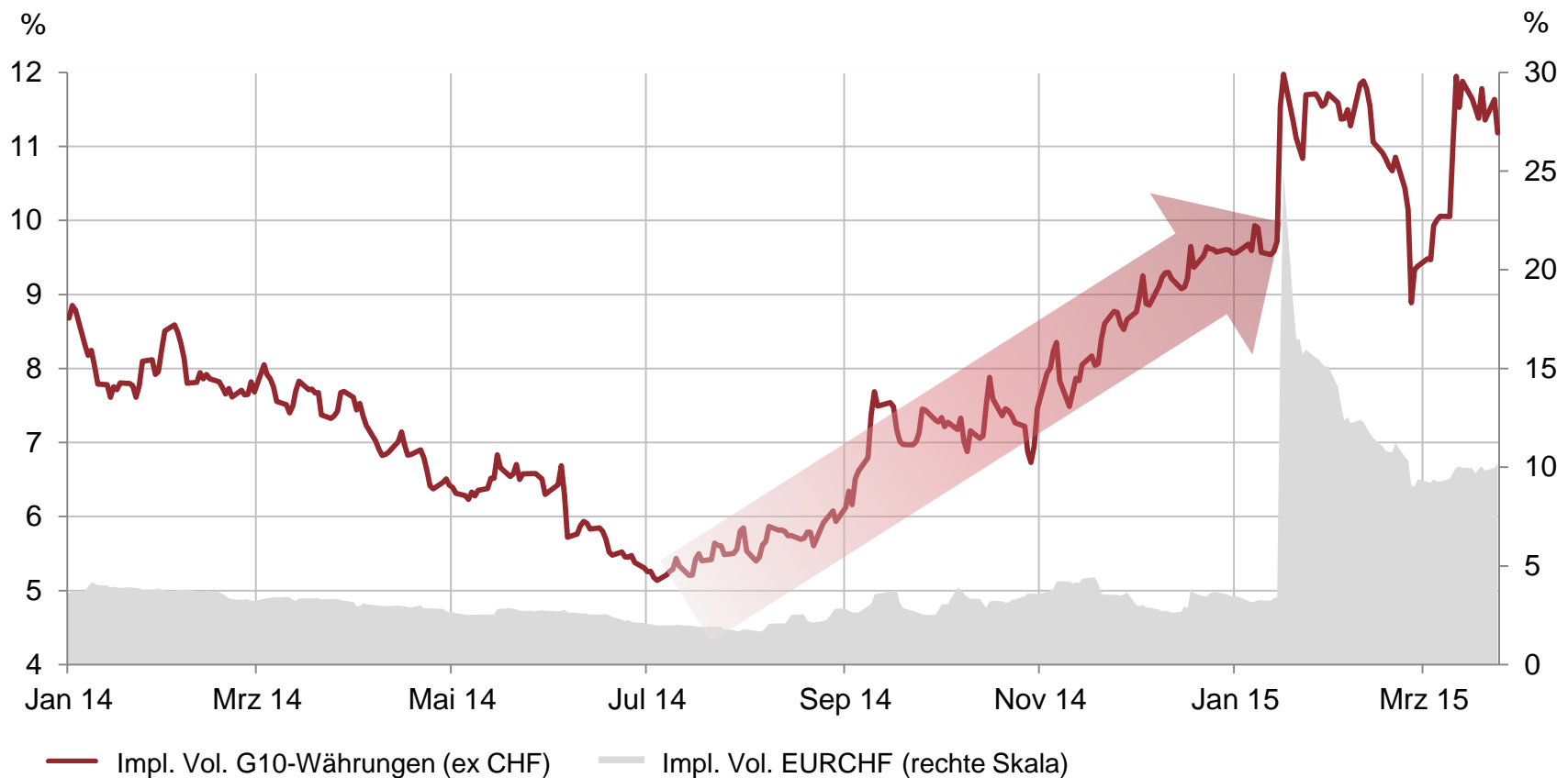
HANDELSGEWICHTETE WECHSELKURSE, INDEXIERT



Quelle: SNB, Bloomberg

Zusätzlich steigt die Nervosität an den Märkten

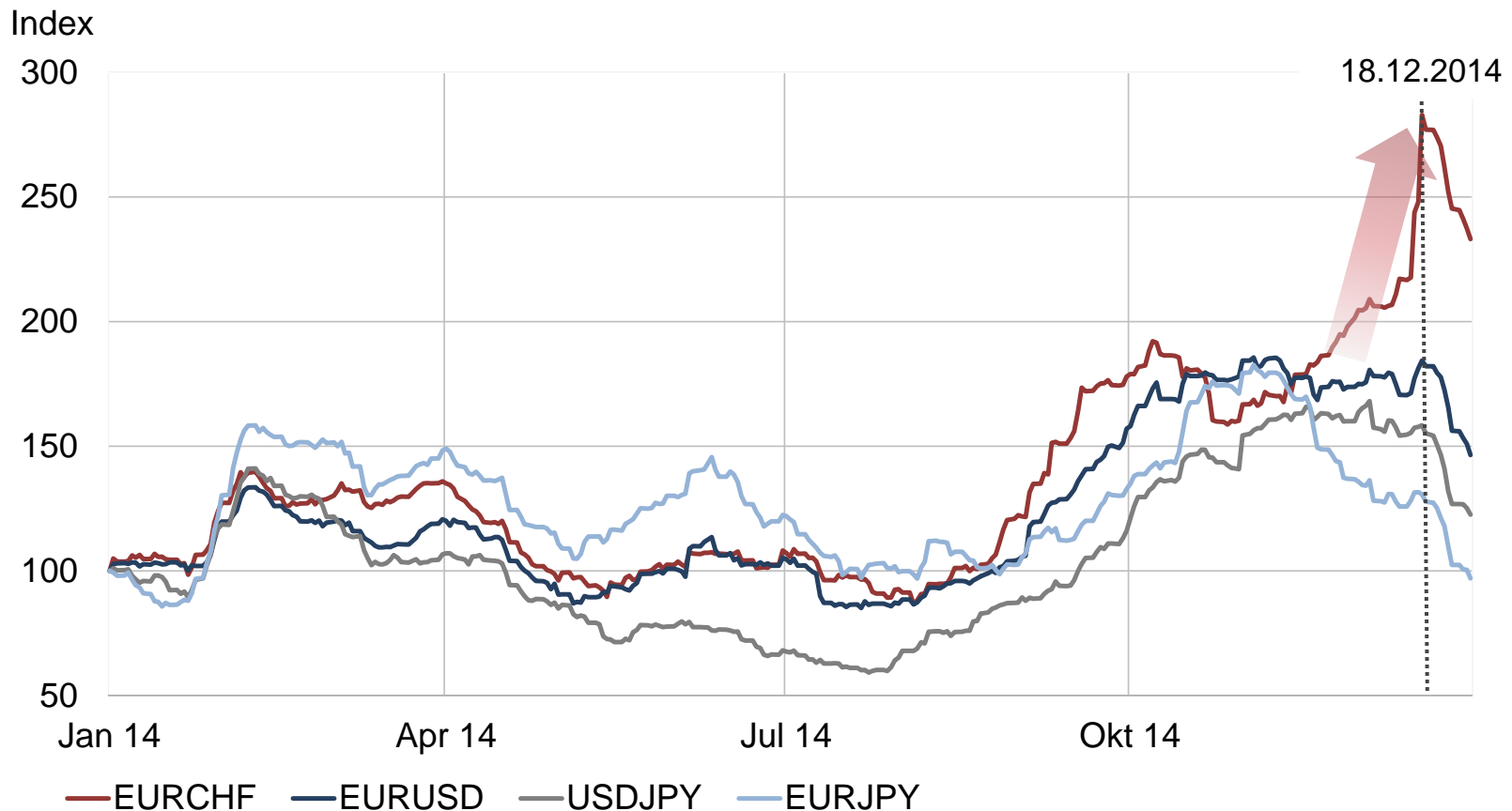
IMPLIZITE 3M VOLATILITÄT AM DEISENMARKT



Quelle: SNB, Bloomberg

Aktivität am EURCHF-Markt steigt markant

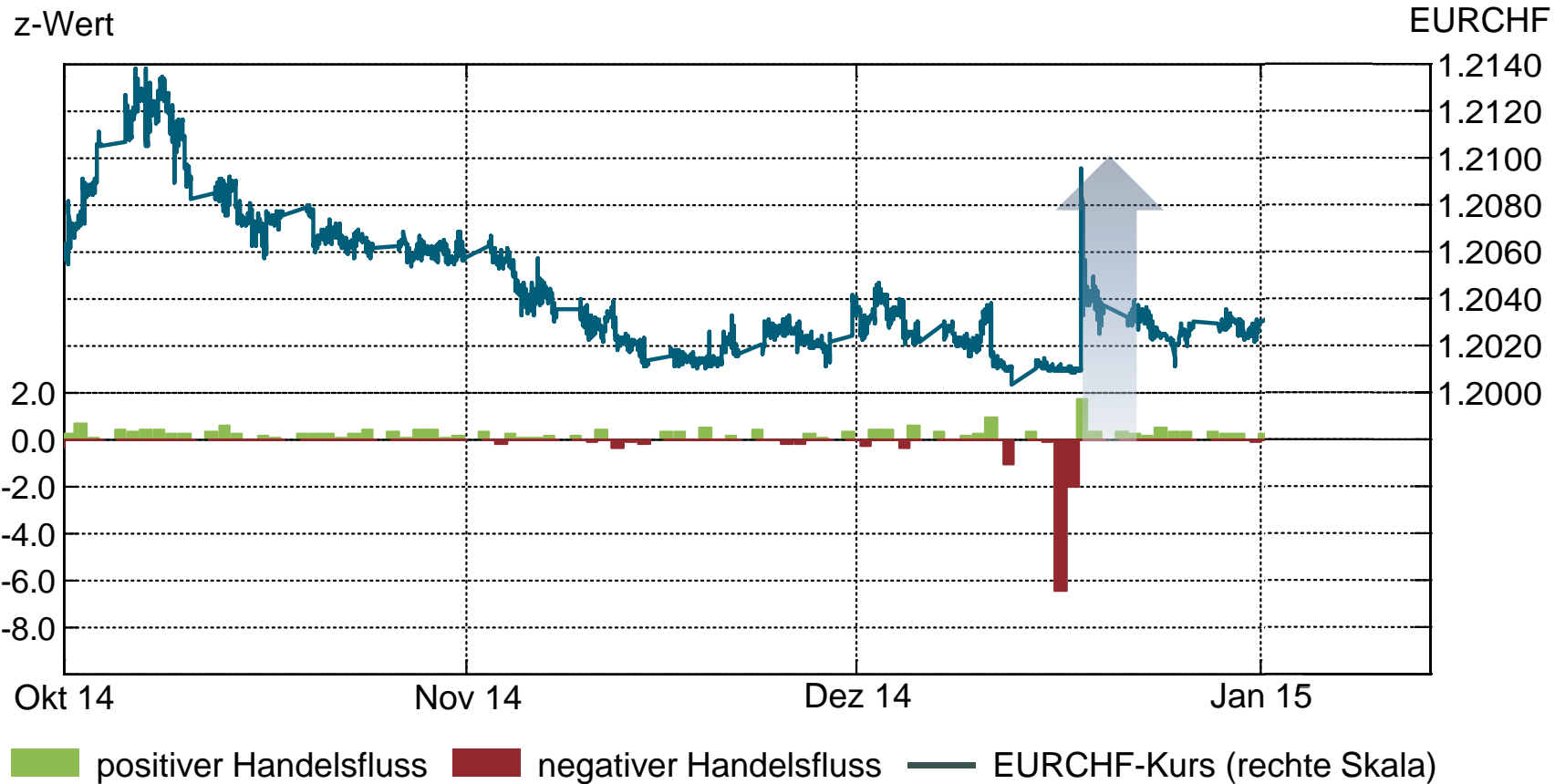
KASSEDEWEISENUMSÄTZE, INDEXIERT



Quelle: SNB

Entspannung für den Franken

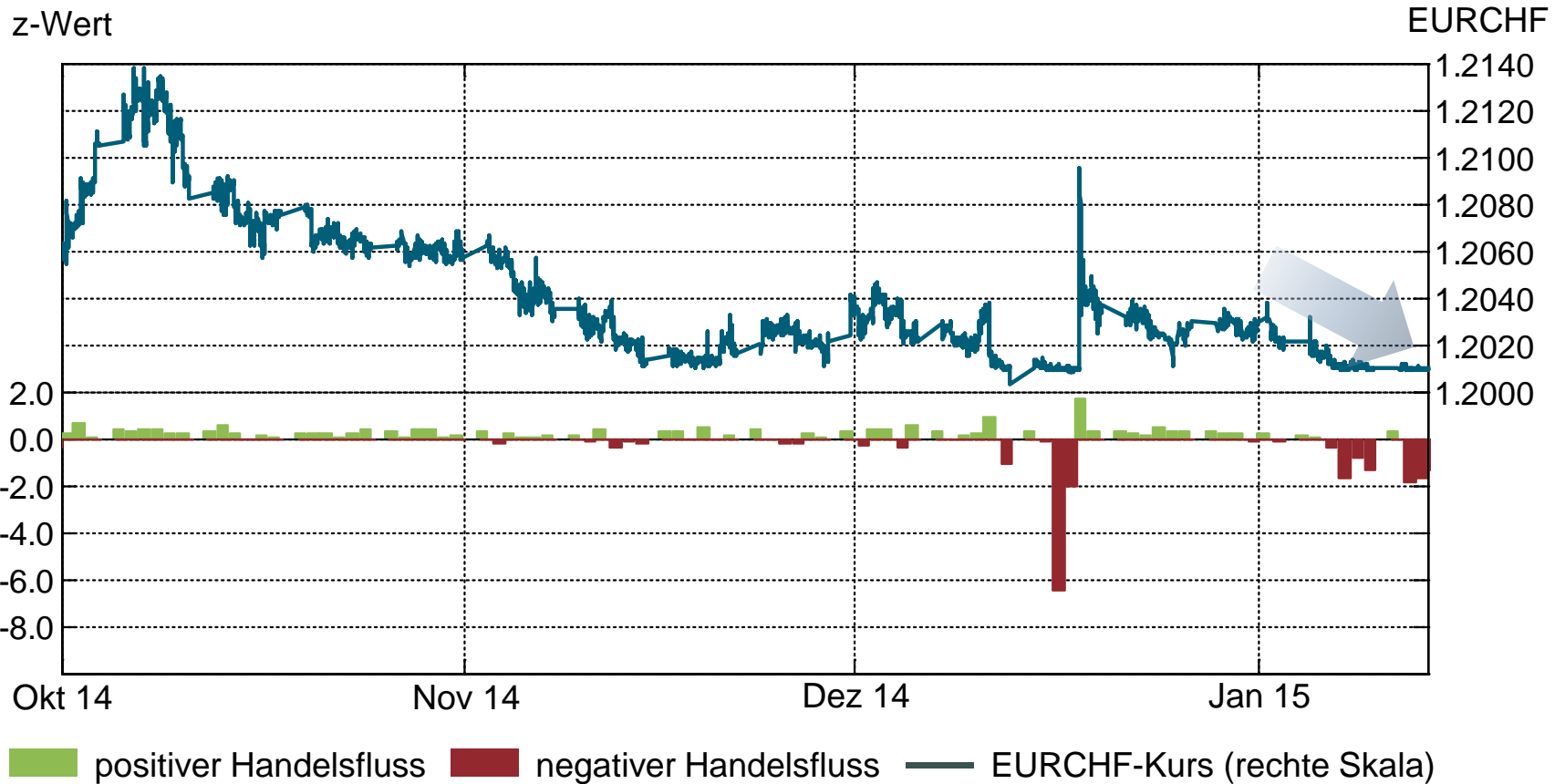
HANDELSFLUSS UND EURO-FRANKEN-KURS



Quelle: SNB

Druck auf EURCHF akzentuiert sich im Januar

HANDELSFLUSS UND EURO-FRANKEN-KURS

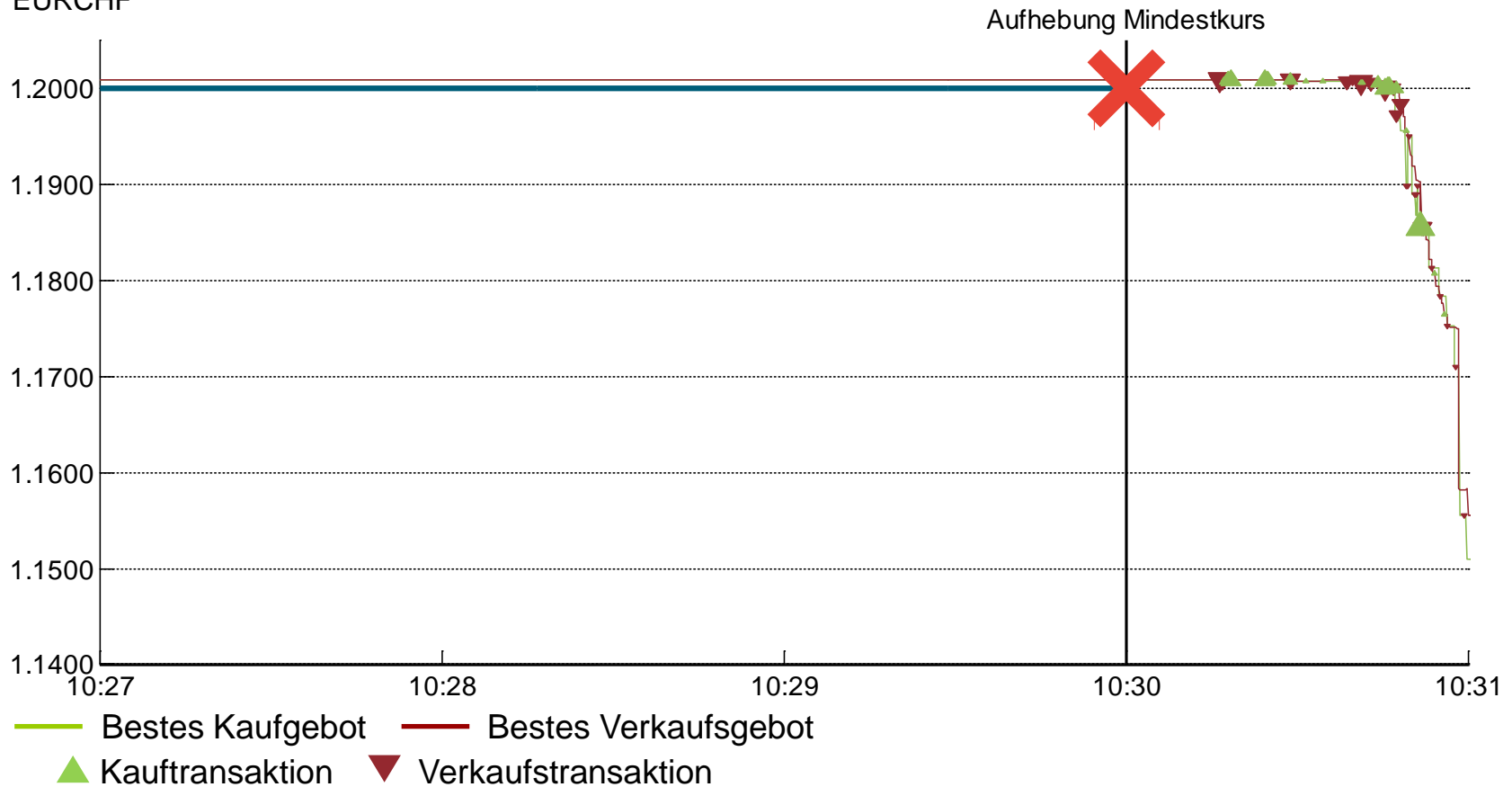


Quelle: SNB

Die Nationalbank hebt den Mindestkurs auf...

EURO-FRANKEN-KURS, 15. JANUAR 2015

EURCHF



Quelle: SNB

...und überrascht die Marktteilnehmer...

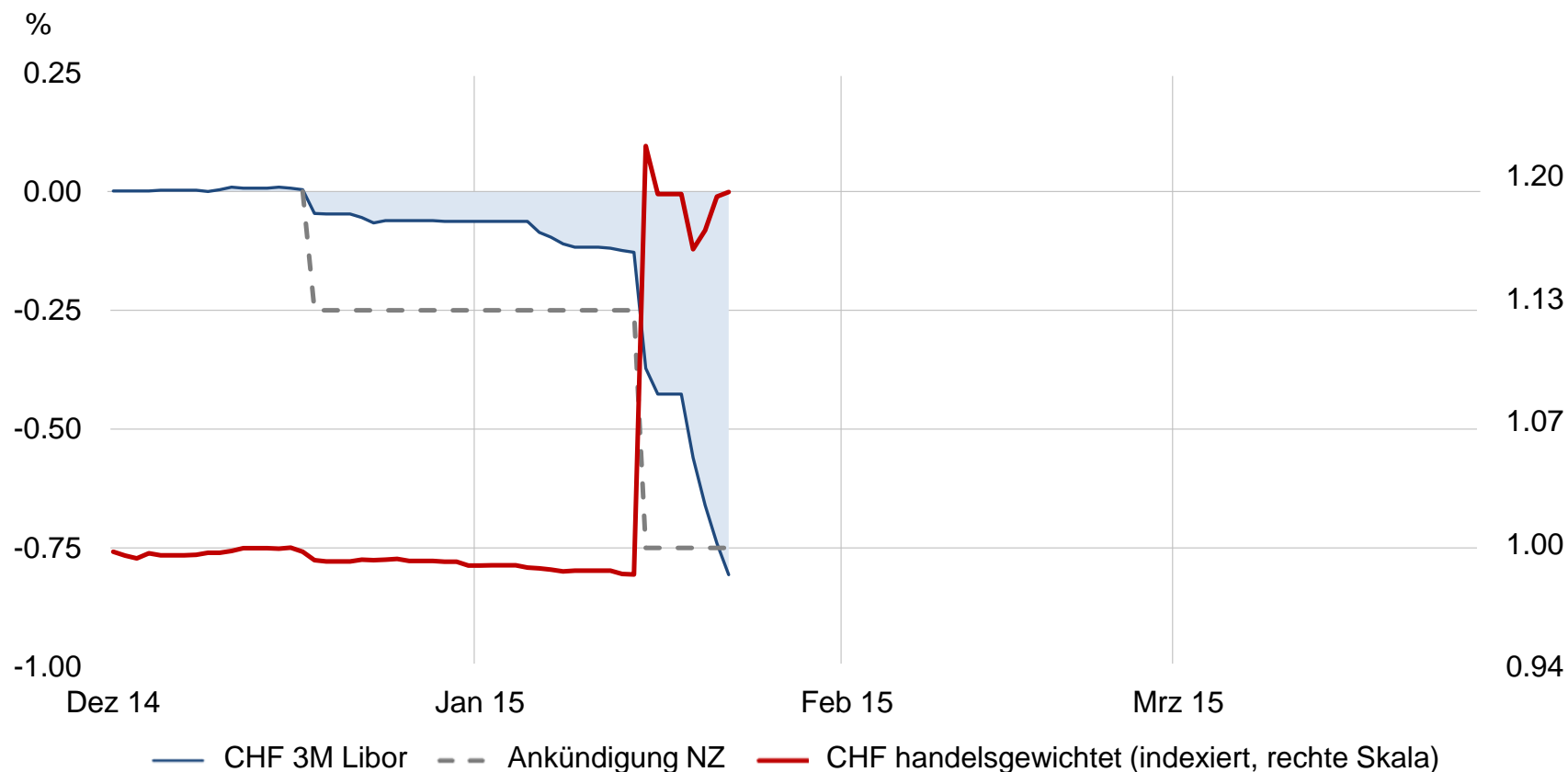
HANDELSFLUSS UND EURO-FRANKEN-KURS, 15. JANUAR 2015



Quelle: SNB

... und senkt den Negativzins deutlich

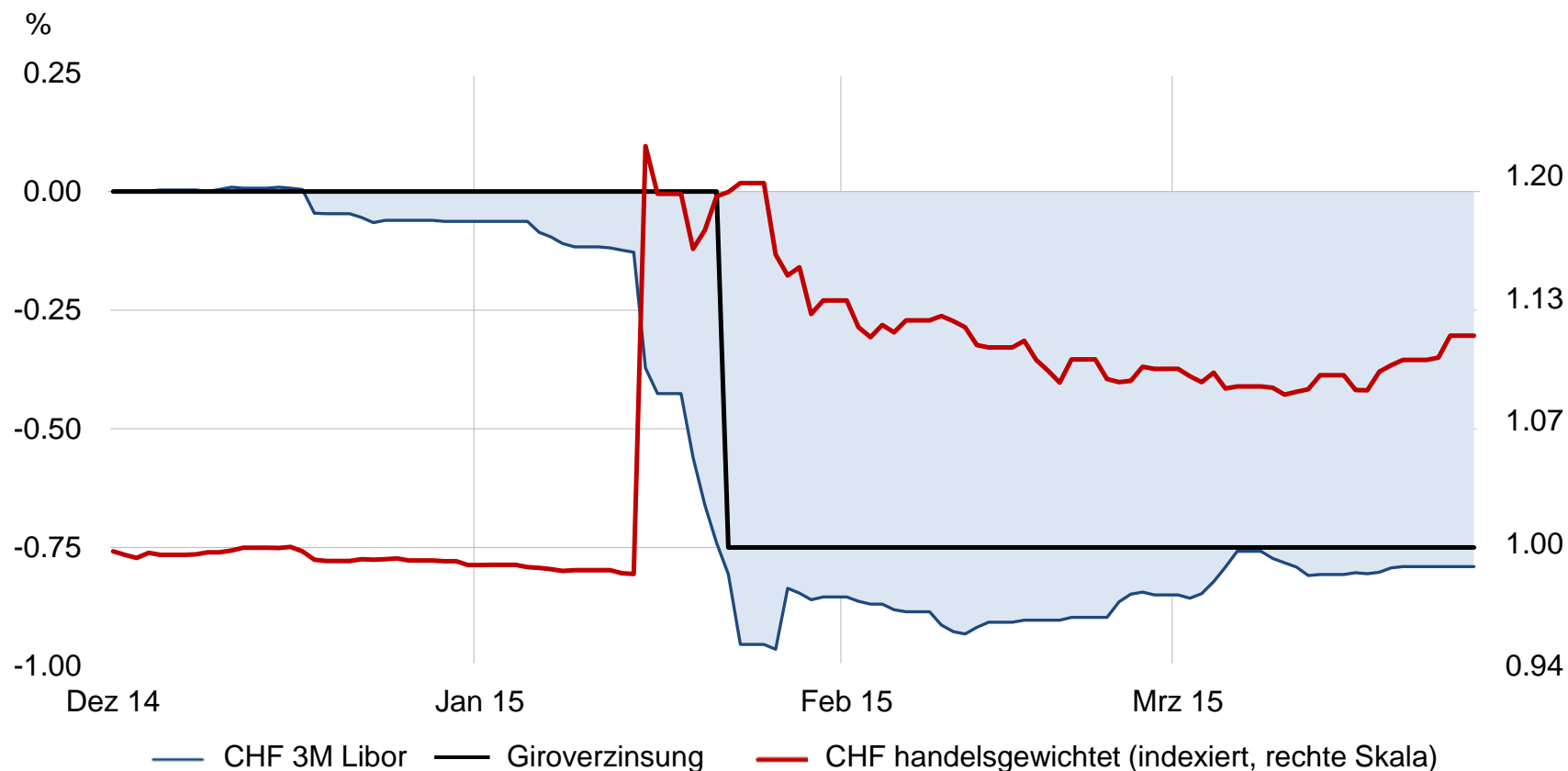
NEGATIVZINS UND WECHSELKURS



Quelle: SNB, Bloomberg

... und senkt den Negativzins deutlich

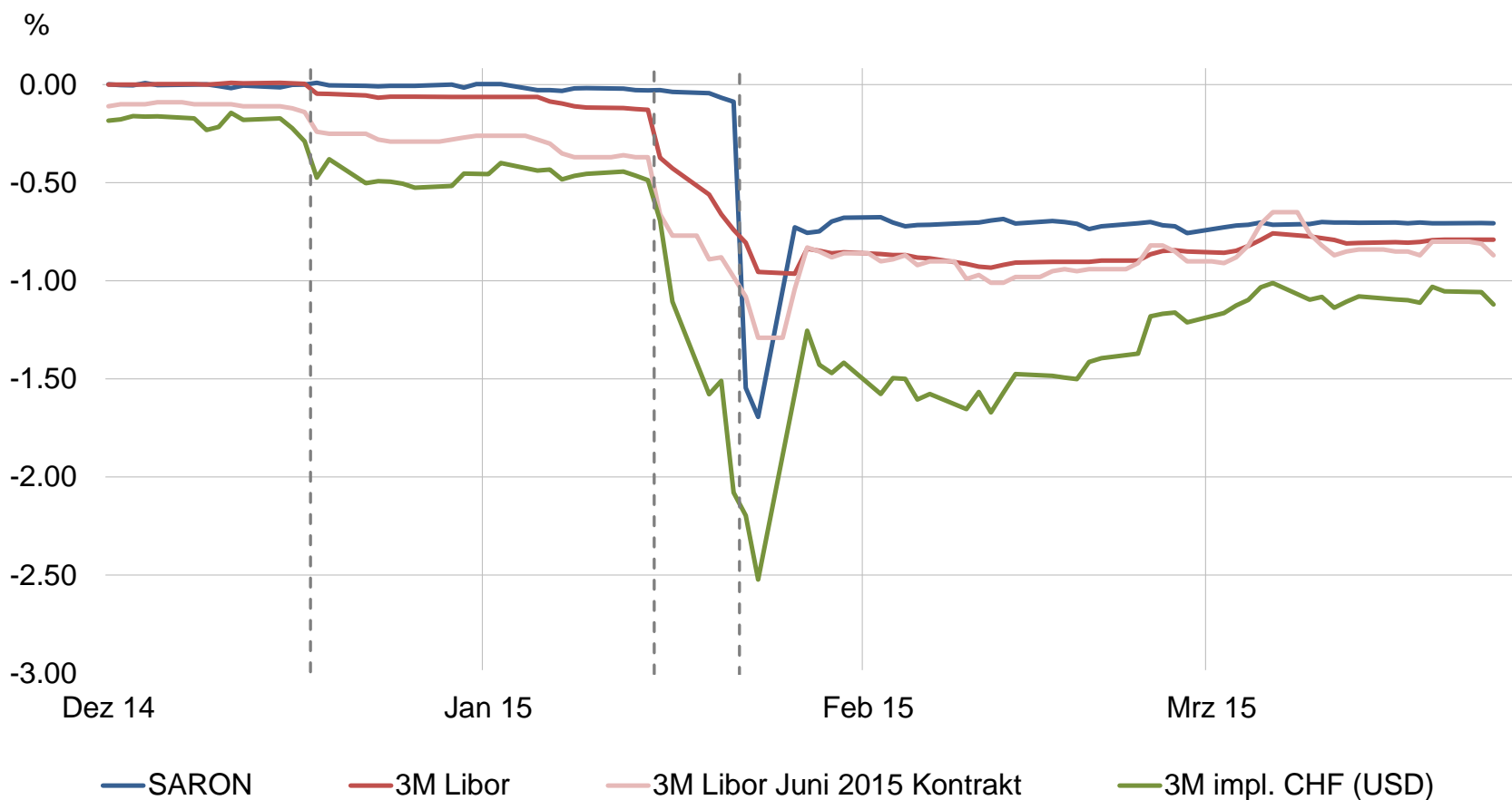
NEGATIVZINS UND WECHSELKURS



Quelle: SNB, Bloomberg

Marktreaktionen auf Negativzins

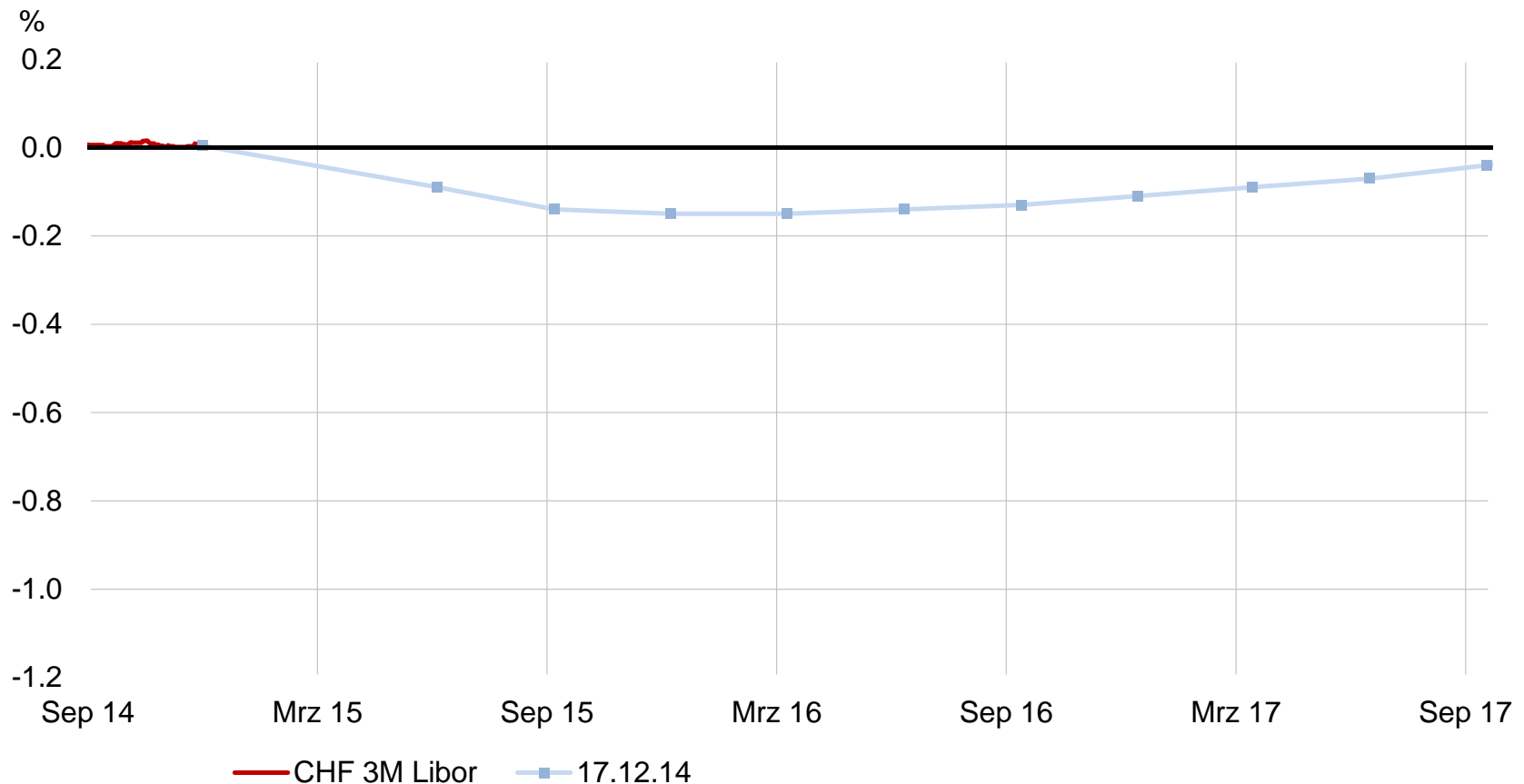
FRANKEN-ZINSSÄTZE



Quelle: SNB, Bloomberg

Deutliche Reaktionen bei den Zinserwartungen

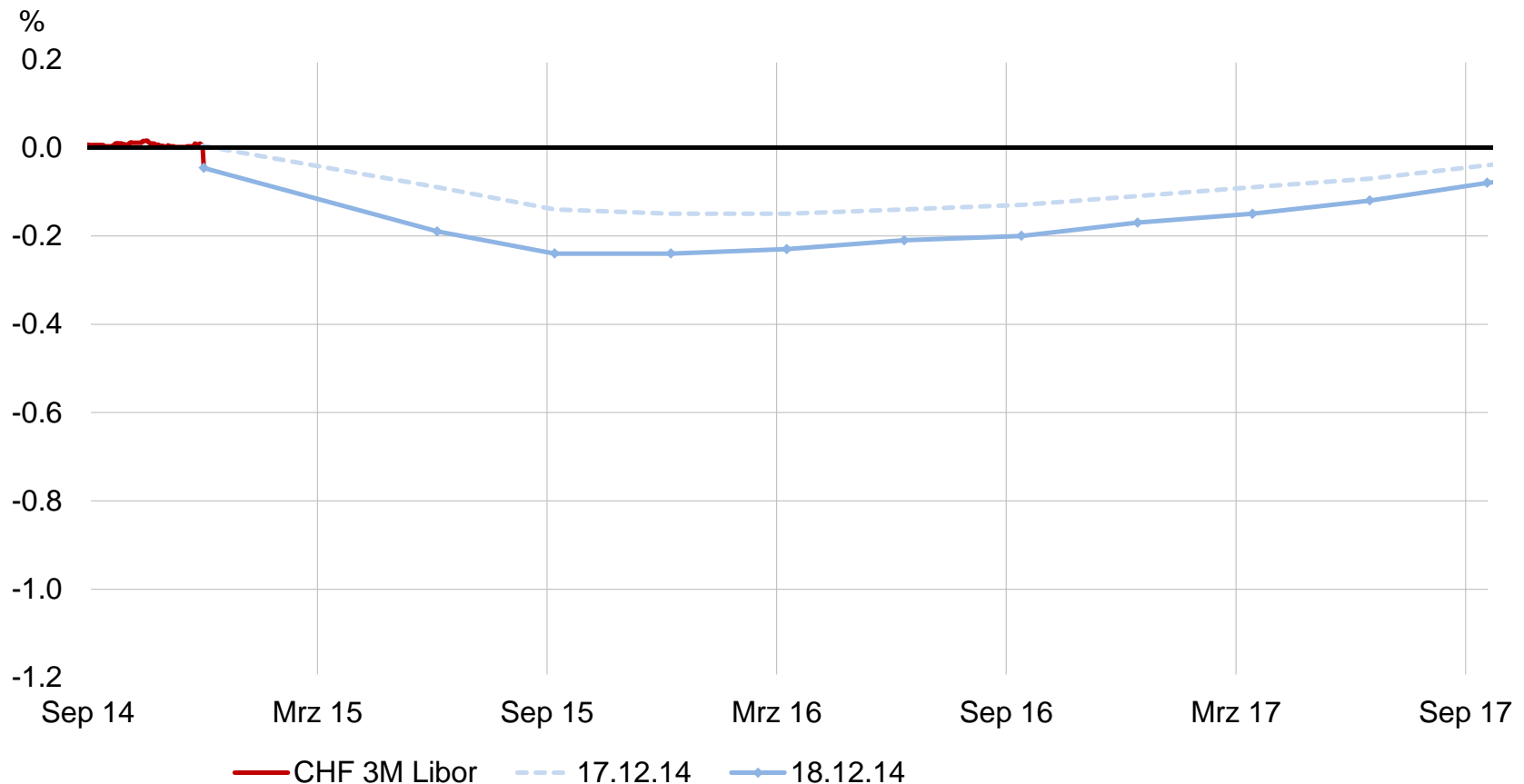
ZINSERWARTUNGEN AUS FRANKEN-FUTURES (CHF 3M LIBOR)



Quelle: SNB, Bloomberg

Deutliche Reaktionen bei den Zinserwartungen

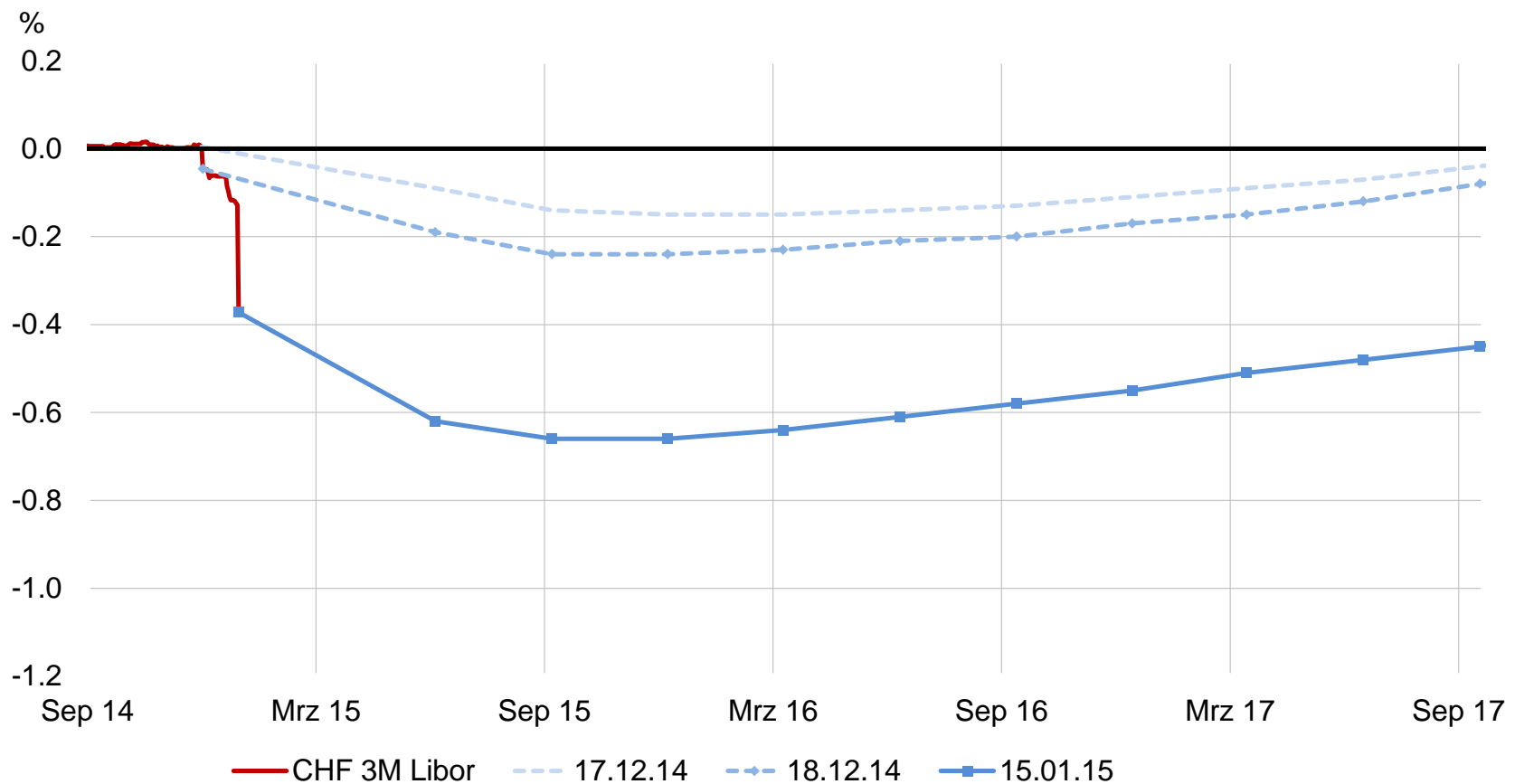
ZINSERWARTUNGEN AUS FRANKEN-FUTURES (CHF 3M LIBOR)



Quelle: SNB, Bloomberg

Deutliche Reaktionen bei den Zinserwartungen

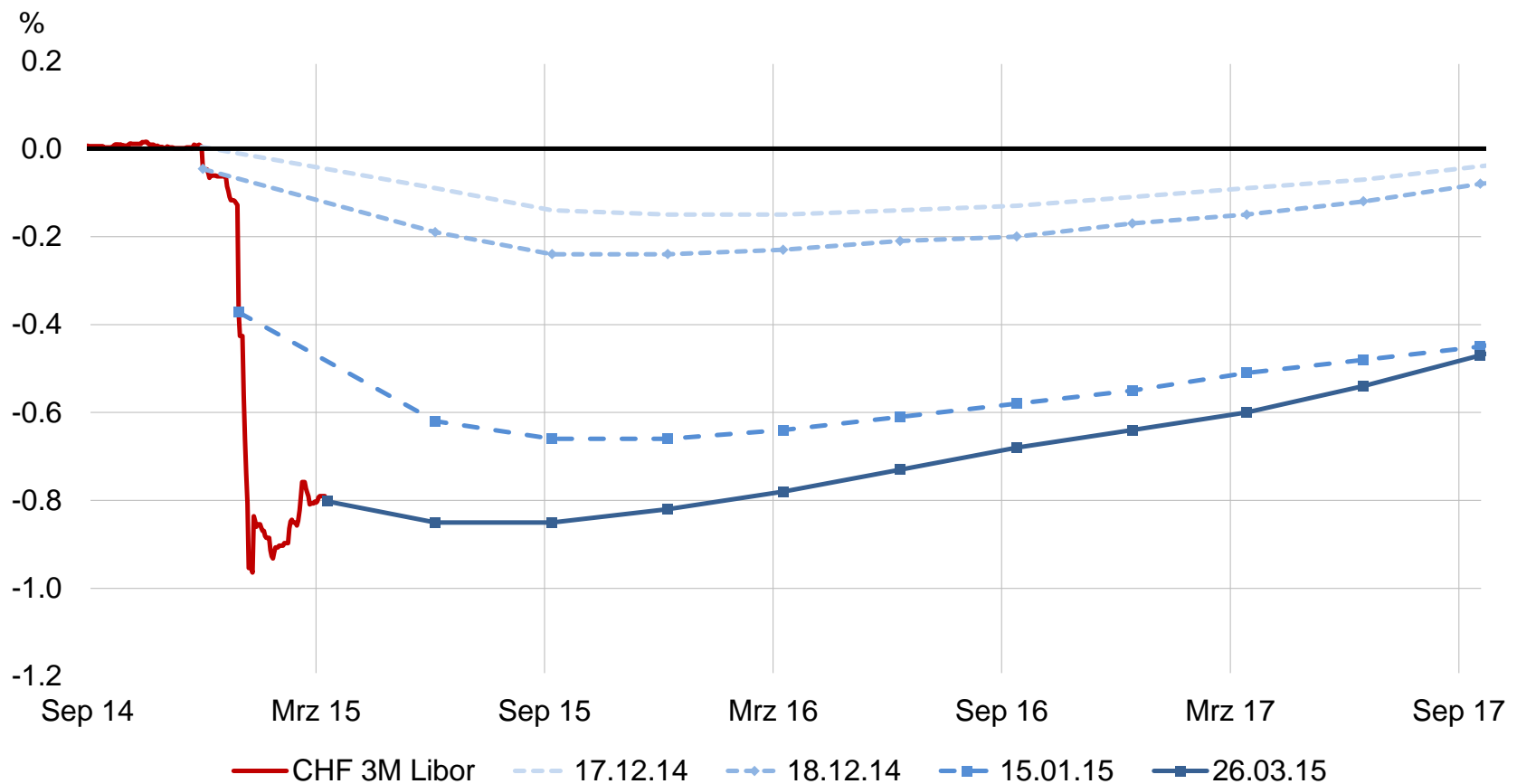
ZINSERWARTUNGEN AUS FRANKEN-FUTURES (CHF 3M LIBOR)



Quelle: SNB, Bloomberg

Deutliche Reaktionen bei den Zinserwartungen

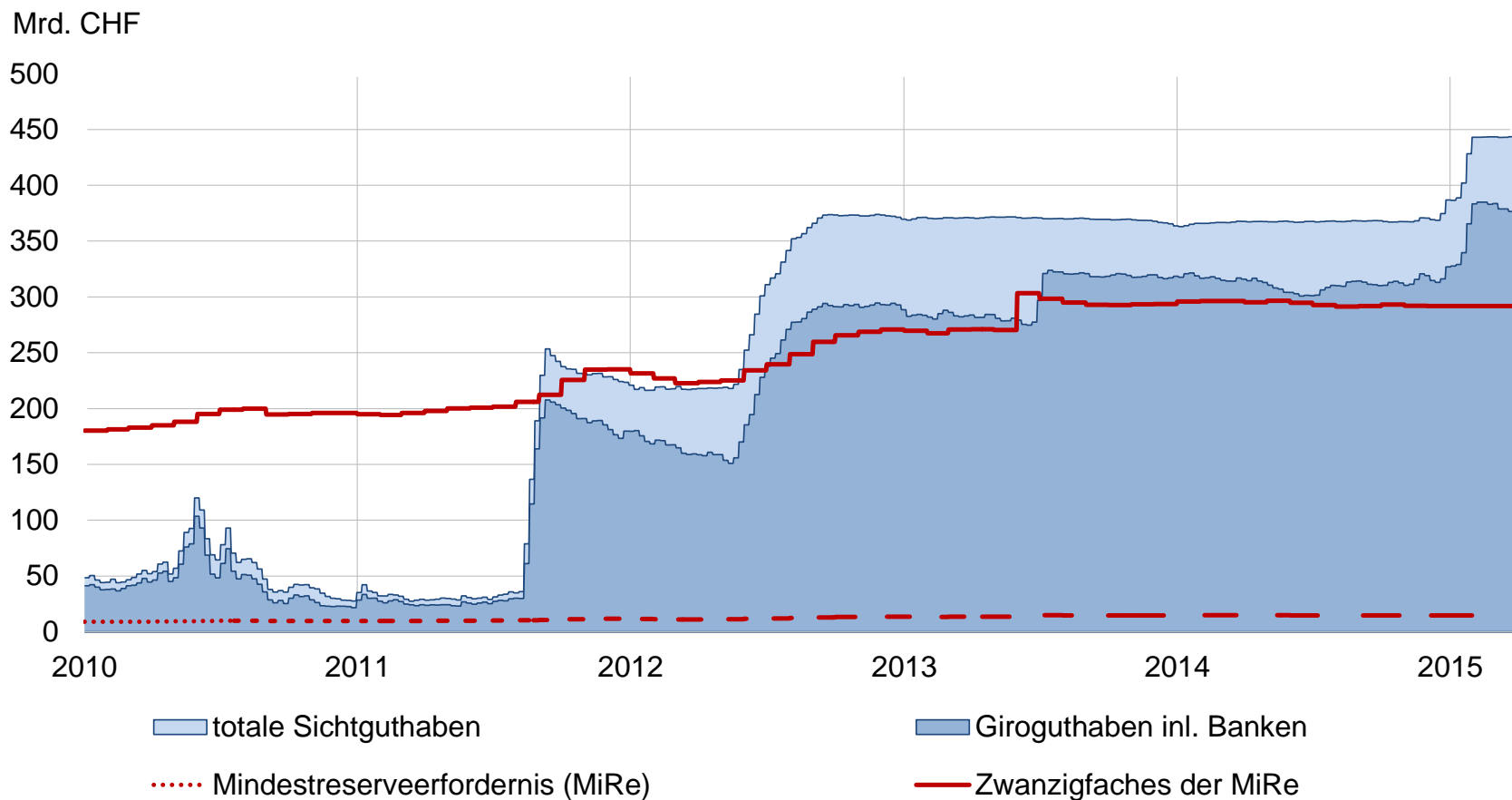
ZINSERWARTUNGEN AUS FRANKEN-FUTURES (CHF 3M LIBOR)



Quelle: SNB, Bloomberg

Ausgestaltung des Negativzinses

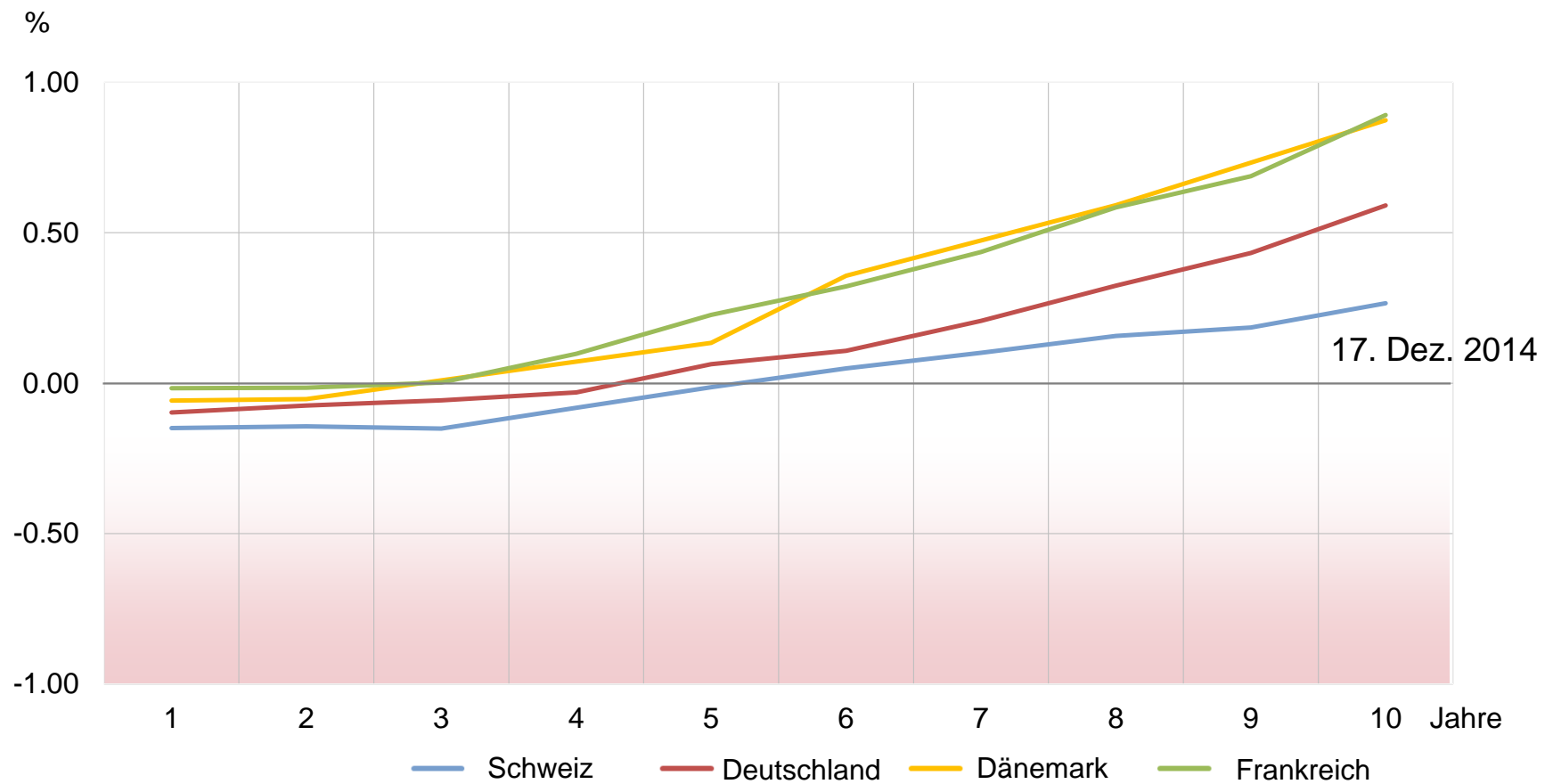
TOTALE SICHTGUTHABEN UND MINDESTRESERVEN



Quelle: Geldpolitisch wichtige Daten der SNB

Negativzinsen kein Sonderfall

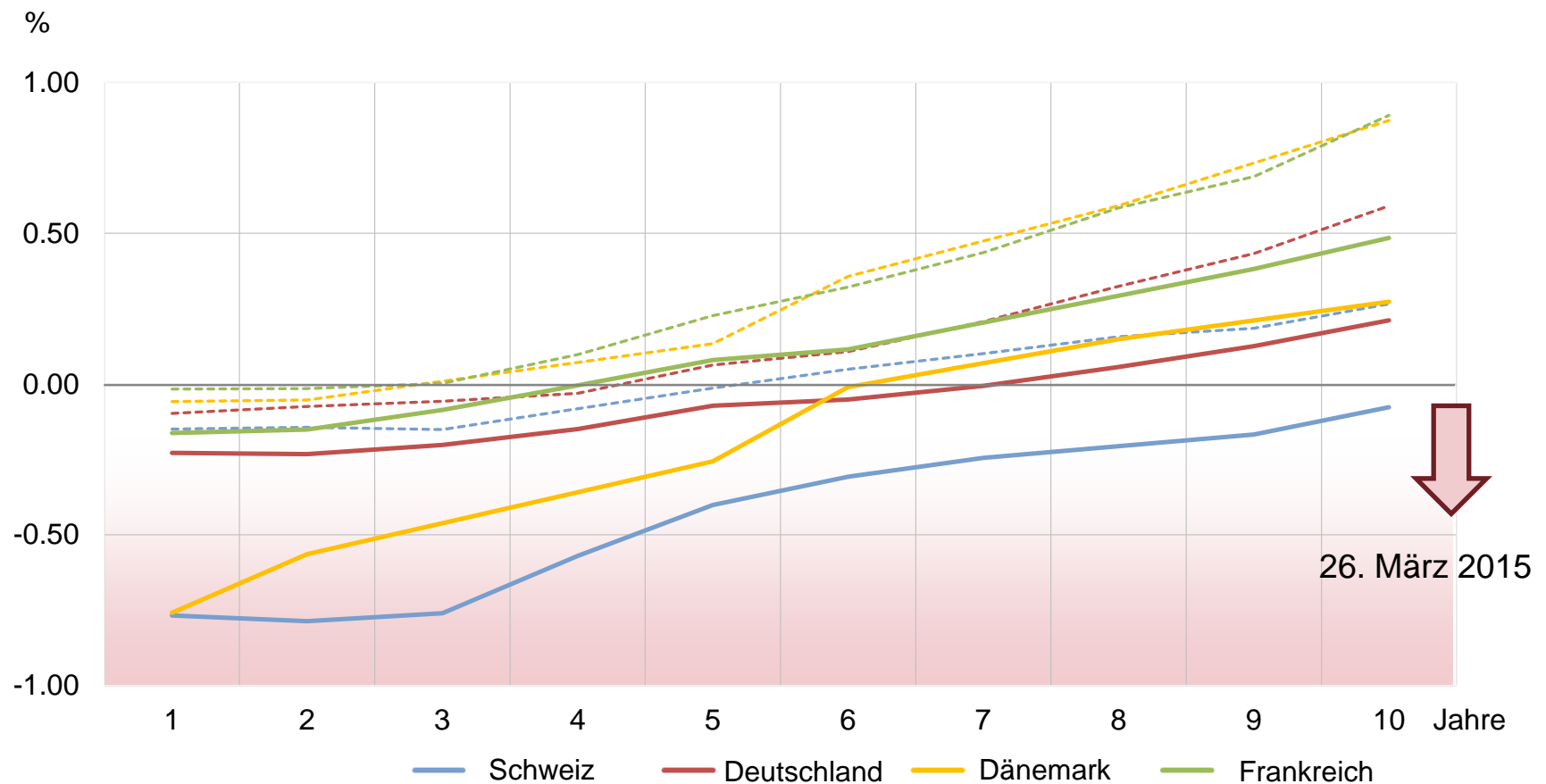
EFFEKT AUF STAATSANLEIHEN



Quelle: SNB, Bloomberg

Negativzinsen kein Sonderfall

EFFEKT AUF STAATSANLEIHEN



Quelle: SNB, Bloomberg

Der Negativzins und seine Nebenwirkungen



Bargeldhaltung??

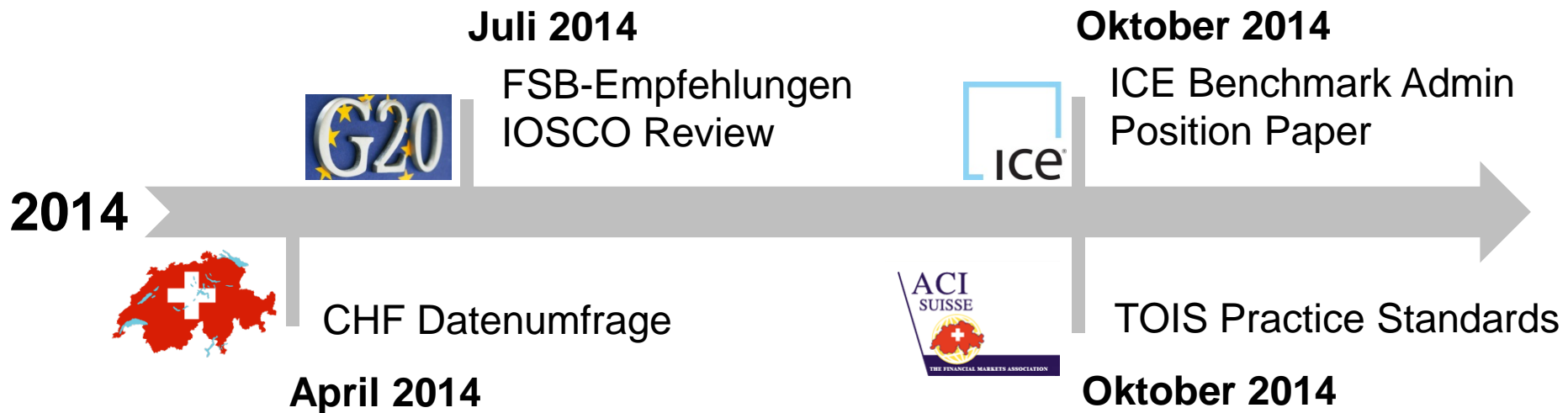


Anlagennotstand!



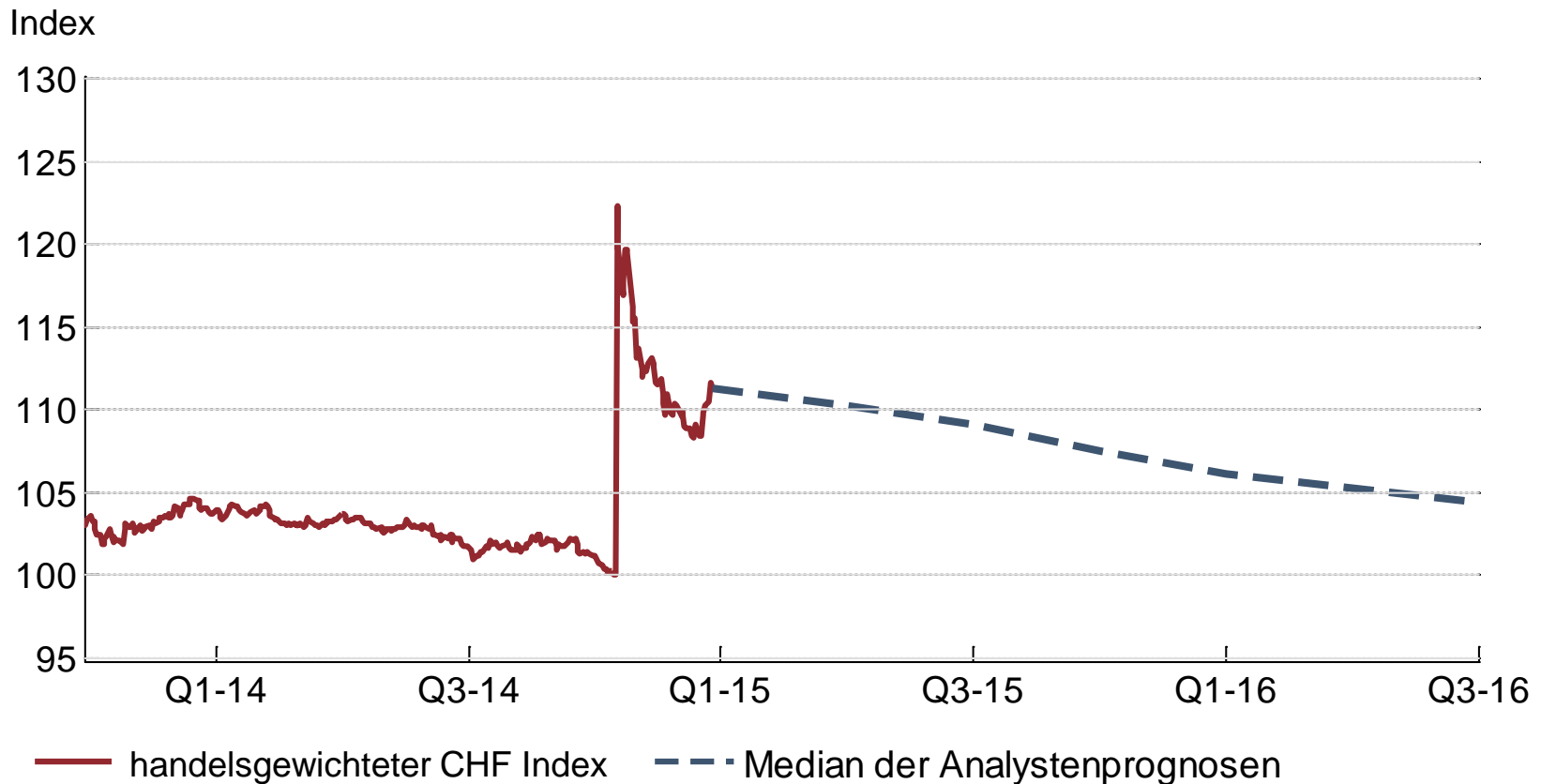
Zinsabsicherung?

Reformschritte bei den Referenzzinssätzen



Frankenentwicklung weiterhin im Fokus

ANALYSTENPROGNOSEN FÜR HANDELSGEWICHTETEN FRANKEN



Quelle: SNB, Bloomberg

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

