



Sperrfrist

8. November 2018,
18.30 Uhr

Zehn Jahre nach der Krise: Entwicklungen an den Märkten und Herausforderungen für die SNB
Geldmarkt-Apéro

Andréa M. Maechler und Thomas Moser

Mitglied des Direktoriums / Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Genf, 8. November 2018

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2018 (Referat auf Französisch)

* Die Referenten danken Dirk Faltin, Fabio Panzera und Nicolas Stoffels für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Ihr Dank geht zudem an Bernd Aumann, Oliver Gloede, Alain Kouo, Thomas Maag und Tanja Zehnder sowie an den Sprachendienst der SNB.

Ich begrüsse Sie herzlich zum Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Genf.

Wahrscheinlich erinnern Sie sich an die Zeit vor zehn Jahren, im Herbst 2008, als niemand wusste, wann und wie die Finanzkrise enden würde. Damals mussten sich die Zentralbanken einer Reihe von Herausforderungen stellen, um die Krise zu bewältigen. Als sie die konventionellen geldpolitischen Massnahmen ausgeschöpft hatten, griffen sie auf neue Massnahmen zurück. Sie haben insbesondere ihre kurzfristigen Zinsen auf vorher nie dagewesene Niveaus gesenkt und ihre Bilanzen stark ausgeweitet.

Heute, zehn Jahre später, sind die schlimmsten Befürchtungen verflogen. Die Wirtschaft wächst in weiten Teilen der Welt wieder stetig, und einige Zentralbanken haben damit begonnen, ihre Geldpolitik allmählich zu straffen. Für die SNB ist es jedoch noch zu früh, um einen solchen Schritt in Betracht zu ziehen. Im September haben wir beschlossen, unsere Geldpolitik unverändert expansiv zu belassen. Zwar ist die Konjunkturentwicklung günstig, doch bleibt der Inflationsdruck niedrig. Zudem ist der Franken weiterhin hoch bewertet, und die Lage am Devisenmarkt bleibt fragil.

In diesem Umfeld zeichnen sich für Zentralbanken die Grundzüge eines «new normal» ab. Auch wenn in politischer, geopolitischer und wirtschaftlicher Hinsicht grosse Unsicherheiten bestehen, ist eines sicher: Das Umfeld, in dem sich die Zentralbanken bewegen, hat sich stark verändert. Dies ist insbesondere auf strukturelle Entwicklungen zurückzuführen, die zum Teil schon lange vor der Krise eingesetzt haben, sich aber seitdem noch beschleunigt haben. Ich denke zum Beispiel an die Digitalisierung in der Wirtschaft und das Aufkommen neuer Technologien an den Finanzmärkten.

In meinem Referat möchte ich Ihnen zeigen, wie sich die SNB in der Vergangenheit anpassen musste und sich auch weiterhin anpasst, um ihr Mandat erfüllen zu können. Zur Veranschaulichung werde ich mich auf drei Märkte konzentrieren, die für die SNB von grosser Bedeutung sind und in denen wichtige Veränderungen stattgefunden haben. Zuerst werde ich auf den Gütermarkt eingehen, dessen Preisdynamik durch die Digitalisierung beeinflusst werden kann. Um dieses Phänomen gut zu verstehen, beobachten wir den Markt aufmerksam. Dann werde ich mich mit dem Devisenmarkt beschäftigen. Dort hat uns das Aufkommen neuer Technologien und das Auftreten neuer Akteure dazu veranlasst, unsere internen Kompetenzen auszubauen, um an der Spitze der Technologie zu bleiben. Thomas Moser, der seit dem 1. September mein Stellvertreter im III. Departement ist, wird Ihnen dazu weitere Informationen geben. Schliesslich werde ich mich dem Geldmarkt zuwenden. Aufgrund struktureller Entwicklungen müssen wir uns hier für eine moderne Infrastruktur und die Sicherung geeigneter Rahmenbedingungen einsetzen, um die effektive Umsetzung der Geldpolitik zu gewährleisten.

Entwicklungen am Gütermarkt und tiefe Inflation

Ich beginne mit dem Gütermarkt und der Entwicklung der Inflation. Die Zentralbanken sind an diesem Markt mit einer wichtigen Frage konfrontiert: Warum ist in den meisten Industrieländern die Teuerung tief geblieben, obwohl sich die konjunkturelle Lage ab dem Jahr 2017 deutlich aufgehellt hat?

Es können zwei Hauptgründe angeführt werden. Erstens ist es der auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik gelungen, die Inflationserwartungen gut zu verankern. Zweitens könnten verschiedene strukturelle, durch die Globalisierung hervorgerufene Faktoren eine preisdämpfende Wirkung gehabt haben.

In der Schweiz ist die Inflation in den ersten Jahren nach der Krise aufgrund externer Faktoren niedrig geblieben, wie **Abbildung 1** zeigt. Zu diesen Faktoren zählen der Rückgang der Energiepreise und die starke Aufwertung des Frankens als Folge der Schuldenkrise in der Eurozone. Heute ist die Inflation bei den importierten Waren und Dienstleistungen wieder positiv, unter anderem dank der geldpolitischen Massnahmen der SNB gegen die starke Frankenaufwertung (siehe rote Balken). Zudem befindet sich der Ölpreis in einem Aufwärtstrend. Schliesslich steigt der Landesindex der Konsumentenpreise seit Anfang 2017 wieder an, und zwar zuletzt mit 1,1% gegenüber dem Vorjahr. Trotz einer soliden Wirtschaftsdynamik und einer kontinuierlichen Verbesserung des Arbeitsmarkts bleibt die Teuerung von Schweizer Waren und Dienstleistungen jedoch moderat (siehe blaue Balken).

Zusätzlich zu diesen Faktoren könnte ein neues Phänomen die Geldpolitik zunehmend herausfordern: die Digitalisierung und ihre Wirkung auf das Niveau und die Dynamik der Preise.¹ Die Digitalisierung ist in fast allen Wirtschaftszweigen zu beobachten, insbesondere aber im Detailhandel. In der Schweiz stellen wir fest, dass der Online-Handel seit einigen Jahren zweistellige Zuwachsraten aufweist, während der traditionelle Detailhandel rückläufig ist. Im vergangenen Jahr machte der Anteil des Online-Handels am gesamten Schweizer Detailhandel bereits rund 8,5% aus.²

Die Digitalisierung kann die Preisentwicklung auf verschiedene Weise beeinflussen. Zum einen verstärkt der Online-Handel den Wettbewerb und erhöht die Transparenz für die Konsumenten. Dies könnte die Preissetzungsmacht des traditionellen Detailhandels schwächen. Dieser Effekt, der manchmal als «Amazon-Effekt» bezeichnet wird, dürfte die Inflation zumindest vorübergehend senken.³

Zum anderen spricht einiges dafür, dass die Digitalisierung im Detailhandel dazu führt, dass die Preise schneller auf wirtschaftliche Schocks, zum Beispiel eine starke Wechselkursauf-

¹ Für eine Diskussion über die Gründe und Auswirkungen der niedrigen Inflation siehe z.B. um Beispiel Constâncio, Vítor (2017), *Understanding and overcoming low inflation*, Referat an Rede anlässlich der Konferenz «Understanding inflation: lessons from the past, lessons for the future?», Frankfurt am Main, 21./22. September.

² BAK Basel und Verband der Schweizer Online-Händler.

³ Unter dem «Amazon-Effekt» versteht man den Einfluss des wachsenden Online-Handels auf den traditionellen Detailhandel sowie auf das Wirtschaftswachstum und die Inflation insgesamt.

wertung, reagieren. So hat sich die Geschwindigkeit, mit der sich die Preise im US-Detailhandel anpassen, nahezu verdoppelt. Studien zeigen, dass die Verbreitung des Online-Handels zu dieser Entwicklung beigetragen haben könnte.⁴ Auch in der Schweiz wurde in den letzten Jahren ein Trend zu schnelleren Preisanpassungen beobachtet.⁵ Somit könnten sich Schocks, wie eine starke Auf- oder Abwertung des Frankens, künftig schneller in der Inflation niederschlagen, als dies früher der Fall war. Die SNB analysiert daher die Auswirkungen der Digitalisierung genau, um deren Einfluss auf die Inflation besser zu ergründen und in der Lage zu sein, angemessen zu reagieren.

Wie wir während und nach der Krise gesehen haben, kann sich die SNB auf ihre geldpolitische Strategie, die sich unter sehr unterschiedlichen Bedingungen bewährt hat, verlassen. Dieser solide und angemessene Rahmen gibt der SNB den notwendigen Handlungsspielraum, um vorübergehend eine Inflation zu tolerieren, die über oder unter dem Bereich liegt, den sie mit Preisstabilität gleichsetzt; dies unter der Voraussetzung, dass die Inflationserwartungen gut verankert bleiben.

Innovationen am Devisenmarkt

Ich habe soeben betont, wie wichtig es für die SNB ist, ihre Analysen kontinuierlich anzupassen, um die Entwicklungen am Gütermarkt zu verstehen und zu antizipieren. Dieser ist jedoch nicht der einzige, der tiefgreifende Veränderungen erfahren hat. Der Devisenmarkt hat sich seit der Krise ebenfalls deutlich verändert. Für die SNB ist er von grosser Bedeutung: Hier führen wir bei Bedarf unsere Interventionen durch und sind bei der Verwaltung unserer Devisenreserven aktiv. Auch an diesem Markt musste sich die Nationalbank an die kontinuierlich stattfindenden Veränderungen anpassen, damit sie ihre Geldpolitik jederzeit wirksam umsetzen kann.

In den letzten zehn Jahren haben am Devisenmarkt in drei unterschiedlichen, aber miteinander verknüpften Bereichen grundlegende Veränderungen stattgefunden: in den eingesetzten Technologien, der Fragmentierung der Handelsaktivität und dem Auftreten neuer Akteure.

Was die Technologie betrifft, so war der Übergang zum rein elektronischen Handel die bedeutendste Entwicklung. Algorithmischer Handel, Hochfrequenzhandel, künstliche Intelligenz und maschinelles Lernen sind nur einige der Begriffe, die im Bereich des elektronischen Handels häufig zu hören sind. Mehr als 70% des gesamten Kassageschäfts am Devisenmarkt werden mittlerweile elektronisch abgewickelt. Mit dem Wechsel zum elektronischen Handel hat sich auch die Frequenz der Handelsaktivität erhöht. Der Informationsfluss ist dadurch deutlich angestiegen. Um den Märkten genau folgen zu können, ist es daher notwendig, über Kapazitäten für eine umfangreiche Datenverarbeitung zu verfügen.

⁴ Die Kosten der Preisanpassung (sog. Menükosten) sind für Online-Händler, die lediglich elektronische Preise ändern müssen, in der Regel tiefer als für traditionelle Detailhändler, die neue Preisschilder, Prospekte usw. erstellen müssen. Vgl. Cavallo, Alberto (2018), *More Amazon Effects: Online Competition and Pricing Behaviors*, Harvard Business School & NBER, 7. September.

⁵ So zeigen beispielsweise Daten des Bundesamts für Statistik, dass der Anteil der Güter, deren Preise monatlich angepasst werden, von rund 20% im Jahr 2011 auf über 25% im Jahr 2017 angestiegen ist.

Der Übergang zum elektronischen Handel hat auch zu einer Fragmentierung der Handelsaktivitäten geführt. Der Umsatzanteil des primären Interbankenmarkts ist zugunsten neuer Handelsplattformen des Sekundärmarkts zurückgegangen. Bei der Verteilung der Liquidität an die Endnutzer stehen somit neue organisierte Märkte im Wettbewerb. Dazu gehören insbesondere sekundäre elektronische Kommunikationsnetzwerke, Einzelbank- oder Multibanken-Handelsplattformen. Aufgrund der Vielzahl von Plattformen ist es noch komplexer geworden, die Marktaktivitäten zu überwachen.

Schliesslich hat sich auch der Kreis der Marktteilnehmer verändert. Einerseits ist der Anteil der traditionellen Händlerbanken an den gesamten Devisenmarkttransaktionen fortlaufend zurückgegangen, und diese Geschäfte werden vermehrt von den grösseren Banken ausgeführt. Andererseits sind neue Teilnehmer in den Markt eingetreten. Insbesondere haben sich einige auf den Hochfrequenzhandel spezialisierte Unternehmen zu «Nicht-Banken-Market-Maker» entwickelt und damit begonnen, den Endnutzern Liquidität auf direkter und offener Basis bereitzustellen. Die Überwachung dieser Trends ist notwendig, um mögliche Auswirkungen auf das Funktionieren des Markts zu verstehen.

Was bedeuten diese Veränderungen konkret für die SNB? Seit der Finanzkrise und angesichts des sehr niedrigen Zinsniveaus spielen die Devisenmarktinterventionen bei der Umsetzung der Geldpolitik der SNB eine wichtige Rolle. Daher ist es unerlässlich, die strukturellen und technologischen Entwicklungen an diesem sich rasant entwickelnden Markt sorgfältig zu verfolgen und sicherzustellen, dass unsere technologischen Ressourcen sowie unsere Kompetenzen dem neuesten Stand der Technik entsprechen. Dadurch bleiben wir mit den Marktteilnehmern auf Augenhöhe und optimieren die angestrebte Wirkung unserer Aktivitäten an diesem Markt. Eine genaue Marktanalyse erlaubt es uns auch, die bestmöglichen Handelsbedingungen zu erzielen.

An dieser Stelle möchte ich das Wort an meinen Kollegen Thomas Moser übergeben; er wird uns genauer zeigen, wie die SNB diesen schnellen Markt in Echtzeit beobachtet.

Ich werde Ihnen jetzt konkret zeigen, wie die SNB den Devisenmarkt auf Grundlage hochfrequenter Daten in Echtzeit beobachtet.

Zuallererst mussten wir unsere Instrumente und Kompetenzen weiterentwickeln, um mit den Hochfrequenz-Märkten Schritt zu halten. Die Fragmentierung der Handelsaktivitäten hat in der Tat zu einem starken Anstieg der Menge der zu sammelnden, zu speichernden und zu verarbeitenden Daten geführt. Um diese Aufgabe erfüllen zu können, haben wir intern unsere Fähigkeiten der Datenanalyse weiterentwickelt, insbesondere im Bereich der hochfrequenten Daten. Dies ermöglicht es uns, die Mikrostruktur der Märkte, an denen wir unsere Geldpolitik umsetzen, besser zu erfassen.⁶

⁶ Es sollte auch hinzugefügt werden, dass der Wissensaustausch zwischen den Zentralbanken auf internationaler Ebene intensiviert worden ist. Siehe beispielsweise Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2018), *Monitoring of fast-paced electronic markets*, 17. September.

Hier ist ein konkretes Beispiel für eine solche Analyse: Am 8. Februar 2018 wertete der Schweizer Franken innerhalb weniger Minuten gegenüber dem Euro deutlich auf. **Abbildung 2** zeigt das Limit-Orderbuch für das Euro-Franken-Paar am Interbankenmarkt von 17.00 bis 17.45 Uhr. Die roten Balken veranschaulichen das Volumen der Kaufangebote und die blauen Balken das Volumen der Verkaufsangebote. Die Dreiecke entsprechen Transaktionen zum Geldkurs (rot) und zum Briefkurs (blau). Für jeden Tick erfasst das System das Volumen auf der Kauf- und Verkaufsseite. Dunklere Farben zeigen an, dass für einen bestimmten Kurs grössere Volumen angeboten werden.

Wir stellen fest, dass vor 17.15 Uhr das Auftragsbuch auf beiden Seiten liquid ist. Danach wird eine beträchtliche Anzahl von Verkaufsaufträgen von Euros gegen Franken ausgeführt. Diese Aufträge gehen mit einem geringeren Volumen auf der Nachfrageseite und einer Abwärtsrevision der Geld- und Briefkurse einher. Kurse mit relativ hohen gestellten Volumen – gekennzeichnet durch die dunkelroten Balken auf der Nachfrageseite – haben sukzessive bis auf 1,1448 Franken für einen Euro nachgegeben. Nach dieser Episode hat sich der Euro in den folgenden Minuten allmählich wieder erholt.

Betrachten wir nun die Handelsaktivität und die Marktliquidität an diesem Tag. In den beiden Grafiken der **Abbildung 3** zeigt die grüne Linie den Wechselkurs Euro-Franken für das Kassageschäft am 8. Februar 2018. Die rote Linie stellt zwei verschiedene Variablen dar: in der linken Grafik das tägliche Transaktionsvolumen im Handel Euro-Franken und in der rechten Grafik die Geld-Brief-Spanne als Indikator für die Transaktionskosten. Die lachs-farbene Fläche entspricht der historischen Verteilung. Wir sehen also, dass die Handelsaktivität zwischen 17.00 und 17.30 Uhr über dem historischen Durchschnitt liegt. Die Geld-Brief-Spanne hingegen hat sich kaum ausgeweitet und ist schnell wieder auf ein normales Niveau zurückgekehrt. Trotz der starken Aufwertung des Frankens sind die Liquiditätsbedingungen somit robust geblieben.

Wenn wir die Informationen aus diesen drei Grafiken zusammenfassen, stellen wir fest, dass die Aufwertung des Frankens am 8. Februar mit einem hohen Transaktionsvolumen einhergegangen ist, das aber vom Markt ziemlich gut absorbiert wurde. Dies ist ein Beispiel dafür, wie wir die Marktmikrostruktur in Echtzeit analysieren.

Um die zugrundeliegende Marktdynamik des Frankens zu verstehen, reicht es nicht aus, die Mikroveränderungen in Echtzeit nachzuvollziehen. Auch hier ist es notwendig, sie mit einer Beobachtung der längerfristigen Trends, d.h. über einen Zeitraum von mehreren Wochen bis hin zu mehreren Monaten, zu verbinden. So haben wir seit Jahresbeginn drei Phasen abnehmender Risikobereitschaft beobachtet, die zu einem Aufwärtsdruck auf den Franken geführt haben (rote Linie). Sie sind in **Abbildung 4** dargestellt.

Zuerst führte im Februar die Sorge darum, dass die geldpolitische Straffung durch die US-amerikanische Notenbank schneller als erwartet erfolgen würde, zu einer Verkaufswelle an den globalen Aktienmärkten und zu einem entsprechend sprunghaften Anstieg der Aktienmarktvolatilität (grüne Linie). Anschliessend haben im Mai die politischen Unsicherheiten

in Italien zu einer erheblichen Ausweitung der Renditedifferenz von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit zwischen Italien und Deutschland geführt (blaue Linie). Die Nachfrage nach Anlageklassen, die als sichere Häfen gelten, wie beispielsweise der Franken, hat zugenommen. Im August schliesslich erlebten wir einen massiven Verkauf und einen Volatilitätsanstieg in einigen Schwellenländerwährungen (gelbe Linie). Die Furcht vor einer globalen Ansteckung hat zu einer spürbaren Aufwertung des Frankens geführt. In Zeiten grosser Unsicherheit ist der Franken somit nach wie vor ein sicherer Hafen.

Zudem bestätigt der Optionsmarkt, dass der Franken in den drei zuvor genannten Zeiträumen als sicherer Hafen gesucht war. Die Risk Reversal zeigen, dass Marktteilnehmer in diesen Perioden bereit waren, eine höhere Prämie für eine Absicherung gegen eine Aufwertung des Frankens zum Euro zu zahlen als für eine Absicherung gegen eine Abwertung. Wie aus **Abbildung 5** hervorgeht, sind die dreimonatigen Risk Reversal für das Euro-Franken-Wechselkurspaar deutlich negativ geworden. Derzeit liegen die Risk Reversal immer noch klar unter null, was zeigt, dass die Lage am Devisenmarkt insgesamt fragil bleibt.

Ich gebe nun das Wort an Andréa Maechler zurück.

Wie wir gerade gesehen haben, können wir ohne solche vertiefte Analysen, welche die traditionellen makroökonomischen Studien vervollständigen, die Komplexität dieser Märkte nicht einfach und verständlich abbilden. Heute stützt sich unsere Kommunikation zum Franken auf zwei Feststellungen: Der Franken bleibt hoch bewertet, und die Lage am Devisenmarkt ist weiterhin fragil. Indem wir unser Wissen über die Finanzmärkte auf einfache und klare Weise teilen, stärken wir das Vertrauen der Marktteilnehmer und erhöhen die Glaubwürdigkeit in der Umsetzung unserer Geldpolitik.

Entwicklungen am Geldmarkt

Abschliessend möchte ich mich einem Markt zuwenden, der seit der Krise ebenfalls tiefgreifende Veränderungen erfahren hat: dem Geldmarkt. Er nimmt für die SNB, insbesondere bei der Umsetzung und Übertragung der Geldpolitik, eine besonders wichtige Rolle ein.

Der Geldmarkt hat zwei grundlegende Entwicklungen durchlaufen, die weitgehend von externen Faktoren bestimmt wurden. Erstens hat sich die Marktstruktur mit dem unaufhaltsamen Rückgang des unbesicherten Segments zugunsten des besicherten Segments verändert. Diese strukturelle Verschiebung hat dazu geführt, dass der Repomarkt in den Mittelpunkt des Geldmarkts gerückt ist. Zweitens haben sich auch die Rahmenbedingungen des Geldmarkts stark gewandelt, was mit dem erwähnten Rückgang des unbesicherten Segments zusammenhängt. Ich denke hier an die Ablösung des Libors als Referenzzinssatz, auf dem viele Finanzprodukte basieren, in der Schweiz und weltweit.

Ich komme nun auf den ersten Punkt zurück. Der starke Volumenrückgang von unbesicherten Transaktionen, insbesondere bei langen Laufzeiten (über einen Monat), ist ein globales Phänomen. Es widerspiegelt den Vertrauensverlust der Banken seit dem Beginn der Finanzkrise.

Wie **Abbildung 6** zeigt, hat sich dieser Trend seitdem nicht mehr gewendet. Die Aktivität am Geldmarkt hat sich auf das besicherte Segment, also in der Schweiz auf den Repomarkt (blau dargestellt), verlagert. Mit der deutlichen Liquiditätsausweitung infolge der Interventionen der SNB ist die Aktivität auch in diesem Segment zurückgegangen. Die hohe Überschussliquidität hat das Handelsvolumen jedoch nicht auf null reduziert. Die Einführung des Negativzinses auf den Sichtguthaben bei der SNB hat die Banken dazu veranlasst, die Freibeträge aufzufüllen. Zudem schliessen Banken weiterhin Repogeschäfte ab, mit dem Ziel, Sicherheiten (Collateral) auszutauschen. Das Collateral-Management hat im Zug der immer anspruchsvolleren regulatorischen Anforderungen nämlich tendenziell an Bedeutung gewonnen. So sind auch Versicherungsunternehmen an diesem Markt tätig, um ihre Liquidität zu verwalten.

In diesem veränderten Umfeld hat der Geldmarkt seine Funktion als Transmissionskanal für geldpolitische Impulse vollumfänglich erfüllt. Nachdem die SNB Anfang 2015 eine Verzinsung von $-0,75\%$ auf den Sichtguthaben eingeführt hatte, sanken die verschiedenen Geldmarktzinsen rasch in den negativen Bereich, was in **Abbildung 7** dargestellt ist. Der Rückgang übertrug sich ebenfalls auf die Renditen an den Anleihen- und Kreditmärkten.

Die Qualität der Geldmarkt-Infrastruktur spielt eine Schlüsselrolle, um ein reibungsloses Funktionieren der Finanzmärkte und eine wirksame Übertragung der Geldpolitik unter allen Umständen zu gewährleisten. Der Geldmarkt verfügt bereits heute über eine (von der SIX verwaltete) Infrastruktur, die eine Reihe von Vorteilen bietet: Insbesondere umfasst sie einen breiten Teilnehmerkreis, darunter die SNB, bildet einen homogenen Markt und interagiert über eine gemeinsame Plattform direkt mit der SNB. Darüber hinaus weist die Infrastruktur einen hohen Automatisierungs- und Standardisierungsgrad auf. Eine Modernisierung ist im Gang, um noch besser auf die Marktbedürfnisse reagieren zu können. 2016 wurde die neue CO:RE Repo-Handelsplattform eingeführt. Zudem wird derzeit ein neuer Triparty Agent (TPA) entwickelt. Indem er stärker in den Handel selbst integriert ist, wird der TPA den Marktteilnehmern ein breites Dienstleistungsspektrum bieten und ein effizienteres Collateral-Management ermöglichen.

Schliesslich ist eine widerstandsfähige und moderne Repomarkt-Infrastruktur zentral, damit die SNB alle ihre geldpolitischen Instrumente jederzeit effektiv einsetzen kann. Die SNB nutzt nämlich die gleiche SIX-Plattform, auf der auch private Marktteilnehmer aktiv sind, zur Umsetzung ihrer Geldpolitik, sei es für die Auktion oder den Handel von Repos und Reverse Repos oder die Emission von SNB Bills. Ich möchte Sie daran erinnern, dass diese zum ersten Mal während der Krise emittiert wurden. Dabei haben sie sich als effizientes und flexibles Instrument zur Liquiditätsabschöpfung erwiesen.

Ich komme nun zum zweiten Punkt, der Ablösung des Libors als Referenzzinssatz des Geldmarkts. Dabei möchte ich nochmals unterstreichen, dass der Rückgang des Transaktionsvolumens im unbesicherten Segment nicht nur den Frankengeldmarkt, sondern alle Währungen betrifft. Dies hat dazu geführt, dass der Libor, der die unbesicherten Finanzierungskosten der wichtigsten Bankinstitute widerspiegeln soll, kaum mehr auf dem Preis der tatsächlichen Transaktionen basiert, sondern fast ausschliesslich auf Schätzungen. Deshalb hat die britische

Finanzaufsichtsbehörde angekündigt, dass sie die Aufrechterhaltung des Libors ab Ende 2021 nicht mehr sicherstellen wird. Alle Marktteilnehmer müssen sich gut auf diesen Wegfall vorbereiten.

In der Schweiz sind die Arbeiten zur Ablösung des Libors bereits weit fortgeschritten. Allerdings erweist sich dieser Prozess aufgrund der breiten Verwendung des Libors als komplex. Die Nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG), die das massgebliche Gremium ist, um eine erfolgreiche Umstellung voranzutreiben, hat den SARON als bevorzugte Alternative zum Libor bestimmt.

Der SARON hat in seiner Funktion als Referenzzinssatz bereits an Bedeutung gewonnen. So existiert mittlerweile eine Zinskurve, die auf dem SARON basiert. Es ist wichtig, dass es eine SARON-basierte Zinskurve gibt, die künftig anstelle der Libor-basierten Zinskurve als Anker für die Preisfindung am gesamten Frankenkaptalmarkt dienen kann. Das ausstehende Volumen von Overnight Index Swaps (OIS), die auf den SARON referenzieren, ist zwar noch gering, sollte aber künftig deutlich zunehmen. In diesem Zusammenhang möchte ich darauf hinweisen, dass der erste auf dem SARON basierende Terminkontrakt vor rund zehn Tagen auf der Eurex-Handelsplattform gehandelt worden ist. Sobald SARON-basierte Produkte (Darlehen, Hypothekarkredite usw.) vom Markt angeboten werden, wird künftig auch der Handel mit den Absicherungsinstrumenten zunehmen. Diese Instrumente können dann wiederum für die Preisfestsetzung bei Krediten verwendet werden.

Eine der Herausforderungen bei der Ablösung des Libors durch einen Tagesgeldzinssatz wie den SARON besteht darin, einen Terminzinssatz festzulegen, mit dem beispielsweise Zinszahlungen quartalsweise berechnet werden können. Der Derivatmarkt bietet derzeit nicht genügend Liquidität, um einen vorausschauenden, das heisst einen im Voraus bekannten Terminzinssatz, abzuleiten. Deshalb hat die NAG an ihrer Sitzung in der vergangenen Woche empfohlen, eine rückwärtsgerichtete Berechnungsmethode anzuwenden, die auf dem Durchschnitt der täglichen SARON-Kurse für den entsprechenden Zeitraum basiert.

Als Co-Vorsitzende der NAG unterstützt die SNB den Prozess auf nationaler Ebene durch Koordinationsarbeit und fördert den Dialog auf internationaler Ebene. Aber letztlich können nur die Marktteilnehmer einen erfolgreichen Übergang gewährleisten. Es ist daher unerlässlich, dass sie sich am Prozess beteiligen, sich über die Empfehlungen der Arbeitsgruppe informieren und diese auch umsetzen. Die Teilnahme an der Arbeitsgruppe steht allen Marktakteuren offen. Abschliessend möchte ich darauf hinweisen, dass morgen in Genf eine Informationsveranstaltung über die von der Arbeit der NAG erzielten Fortschritte und die anstehenden Herausforderungen stattfinden wird.⁷

Bevor ich zum Schluss komme, möchte ich betonen, dass die SNB auch ohne den Libor weiterhin in der Lage sein wird, das Zinsniveau zu beeinflussen. Sie macht dies beispielsweise derzeit mit dem Negativzins auf den Sichtguthaben, die Banken bei ihr halten. Der Wegfall

⁷ Informationen über die NAG, einschliesslich des Fortschritts der Arbeiten zu den noch offenen Fragen, sind verfügbar unter [www.snb/Finanzmärkte/NAG für Referenzzinssätze in Franken](http://www.snb/Finanzmärkte/NAG_für_referenzzinssätze_in_franken).

des Libors oder ein Übergang zu einem anderen Zinssatz würde daran nichts ändern. Bisher legt die Nationalbank zur Umsetzung ihrer Geldpolitik ein Zielband für den Dreimonats-Libor in Franken fest. Natürlich muss dieses Element der Strategie geändert werden. Die Nationalbank wird zu gegebener Zeit über die notwendigen Anpassungen informieren.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, damit komme ich zum Ende meiner Ausführungen.

Wir haben es gesehen: Zehn Jahre nach der Krise haben sich die Kernaufgaben der Zentralbanken nicht grundlegend geändert. Jedoch hat sich das Umfeld, in dem sie tätig sind, gewandelt, und es entwickelt sich ständig weiter. Deshalb ist es für die SNB unerlässlich, die Veränderungen, mit denen sie konfrontiert ist, genau zu verstehen und sich diesen anzupassen. Nur so kann sie ihr geldpolitisches Mandat weiterhin optimal erfüllen.

Bis heute konnte die SNB stets auf eine solide Strategie sowie auf ihre Kompetenzen und die neuesten Technologien bauen. Das hat ihr erlaubt, in einer sich ständig verändernden Welt handlungsfähig zu bleiben. Ich bin überzeugt, dass ihr dies auch in Zukunft gelingen wird.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit.

Zehn Jahre nach der Krise: Entwicklungen an den Märkten und Herausforderungen für die SNB

Andréa M. Maechler und Thomas Moser
Mitglied des Direktoriums / Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Genf, 8. November 2018

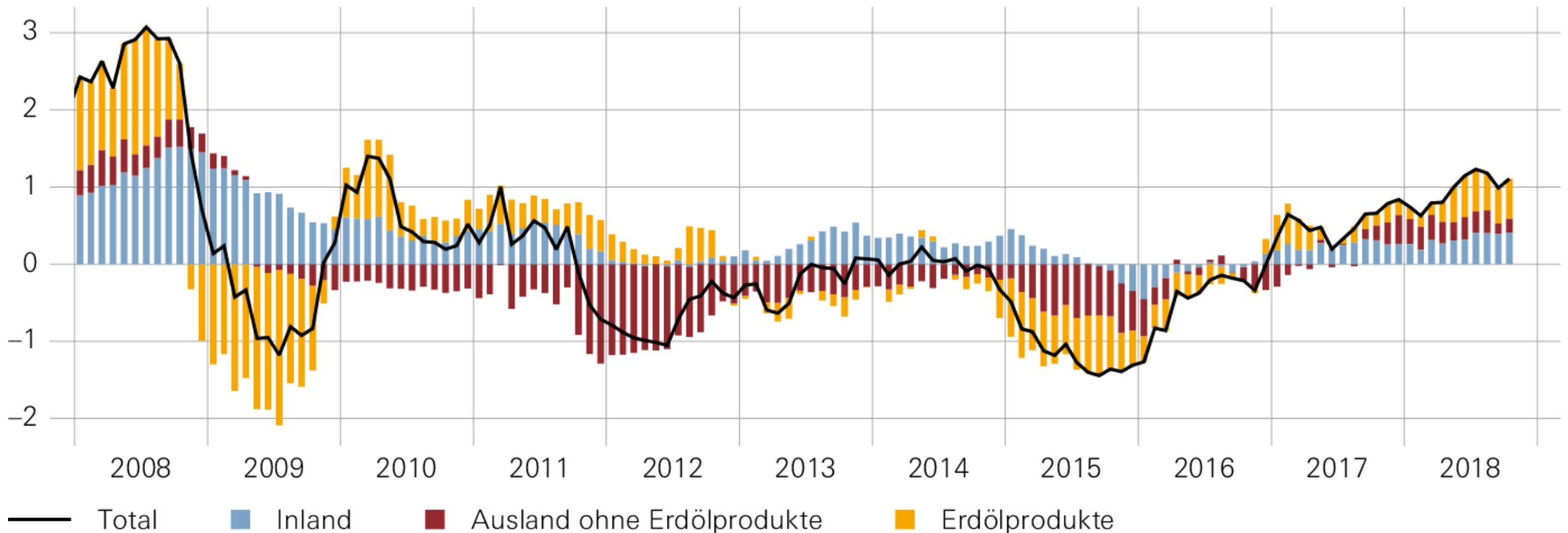
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Nach der Krise blieb die Inflation aufgrund des Rückgangs der Energiepreise und der starken Aufwertung des Frankens moderat

LIK: IN- UND AUSLÄNDISCHE GÜTER

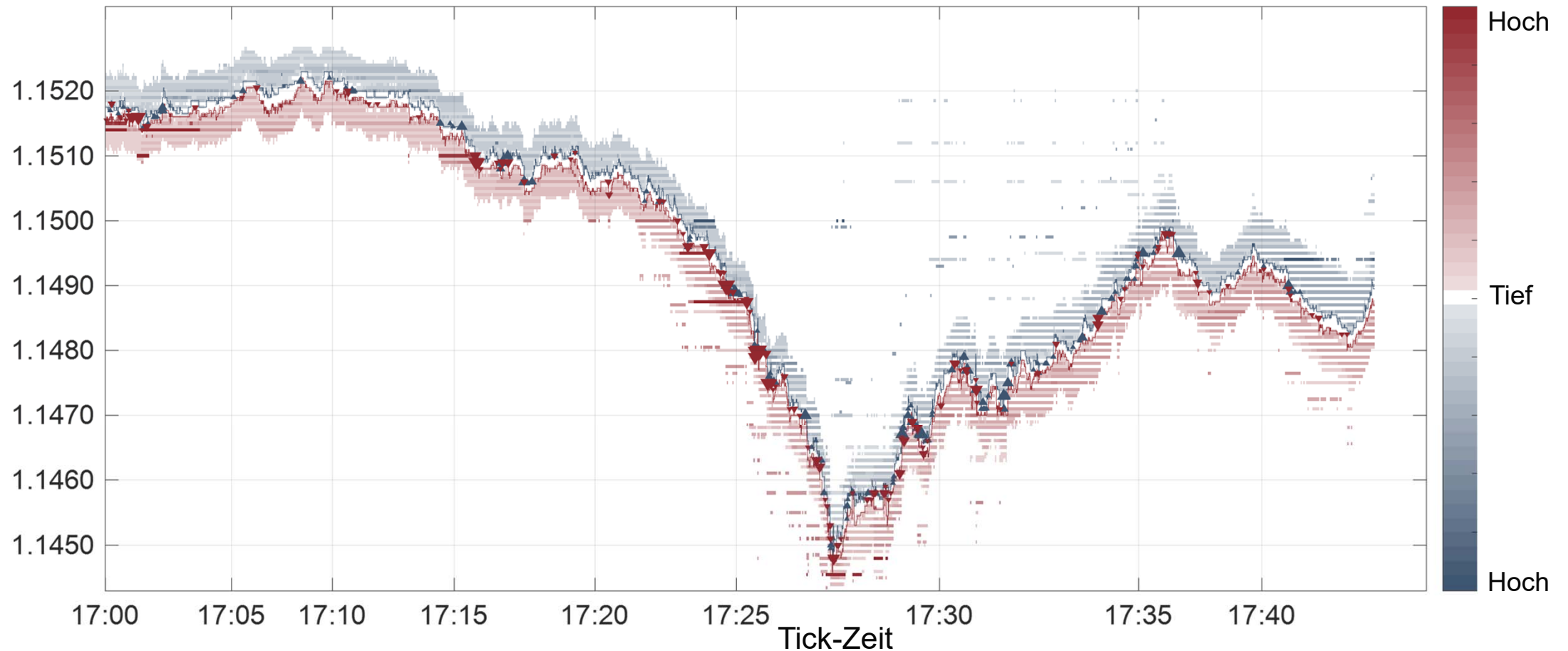
Veränderung des LIK gegenüber Vorjahr in Prozent. Beiträge der Komponenten in Prozentpunkte



Quellen: BFS, SNB.

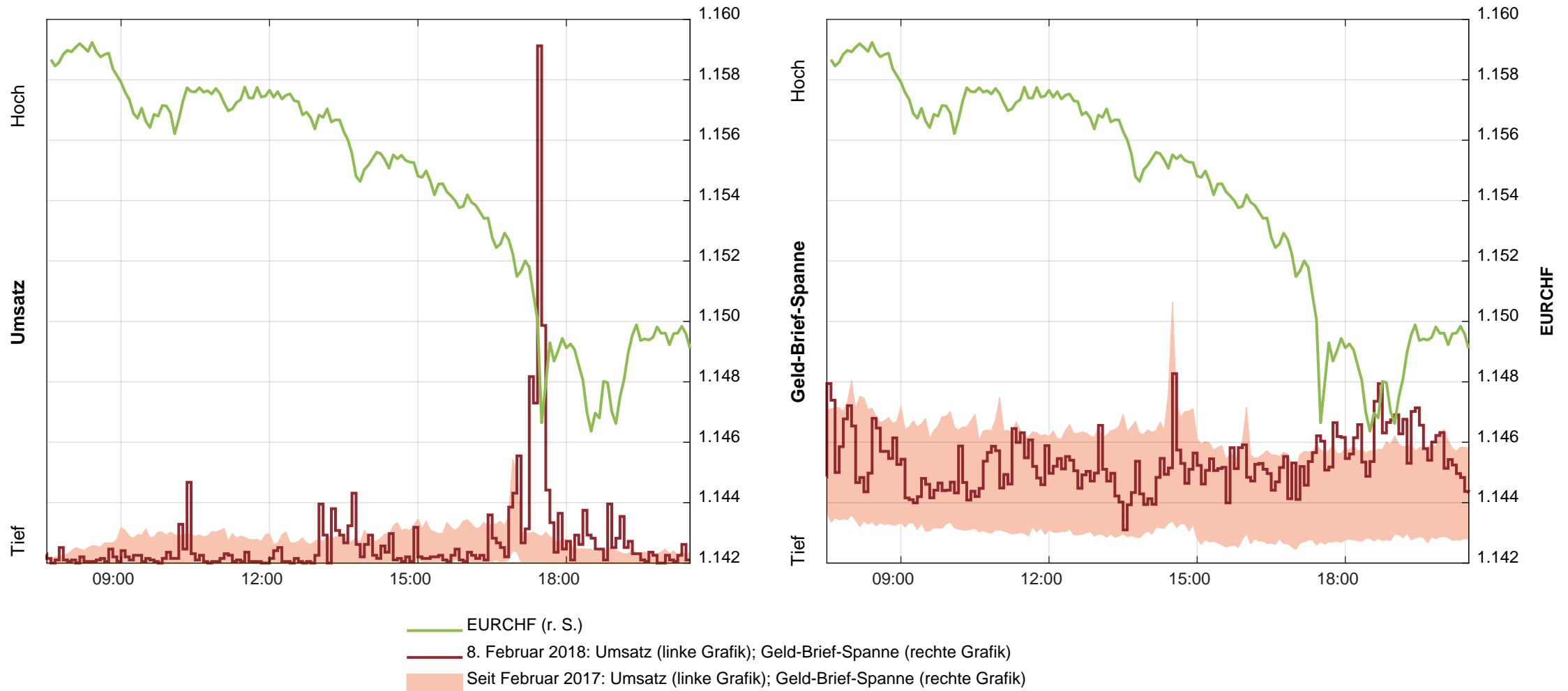
Die SNB überwacht die Mikrostruktur des Devisenmarktes in Echtzeit auf Basis von hochfrequenten Daten

EURCHF und Orderbuch am 8. Februar 2018



Quelle: SNB.

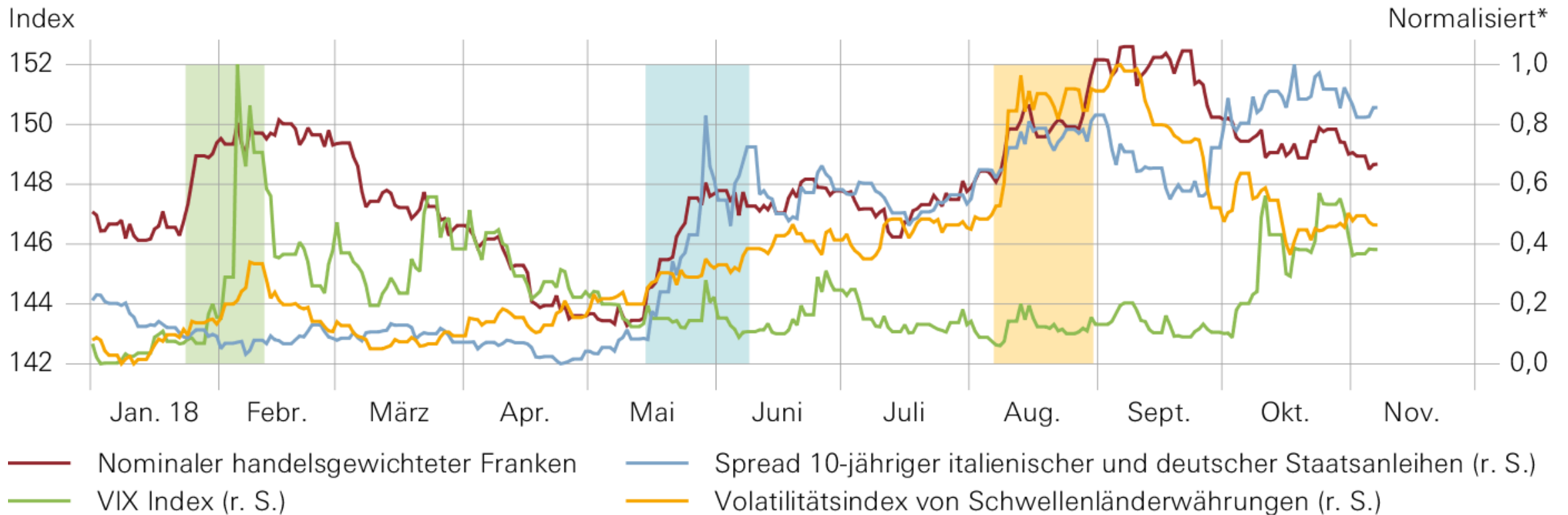
Ungewöhnlich hohe Handelsaktivität des Euro-Franken-Paares zwischen 17.00 und 17.30 Uhr, aber robuste Liquiditätsbedingungen



Quelle: SNB.

Seit Jahresbeginn haben verschiedene Risk-Off-Phasen zu einer Aufwertung des Frankens geführt

FRAGILITÄT DES FRANKENKURSES UND RISK-OFF-PHASEN

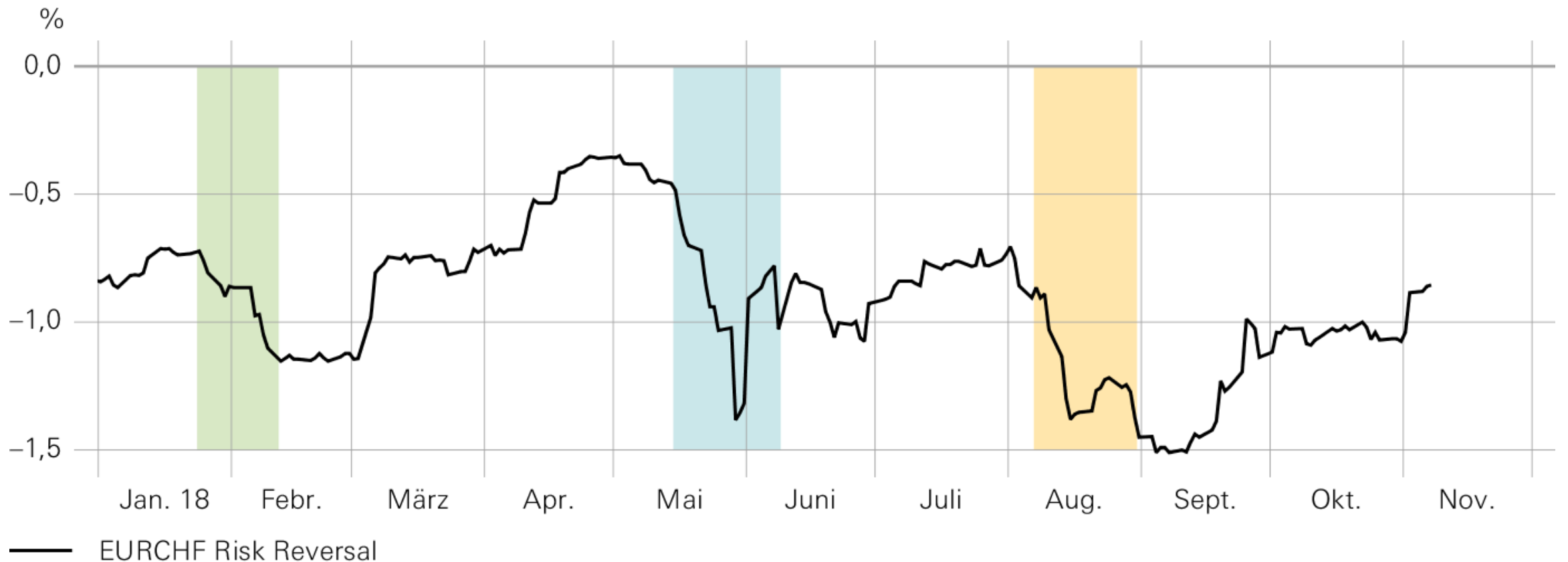


* 0 entspricht dem niedrigsten beobachteten Wert seit Beginn des Jahres und 1 dem höchsten beobachteten Wert.

Quellen: Bloomberg, JP Morgan, SNB.

Der Optionsmarkt spiegelt die Fragilität am Devisenmarkt wider

3-MONATS-RISK-REVERSAL



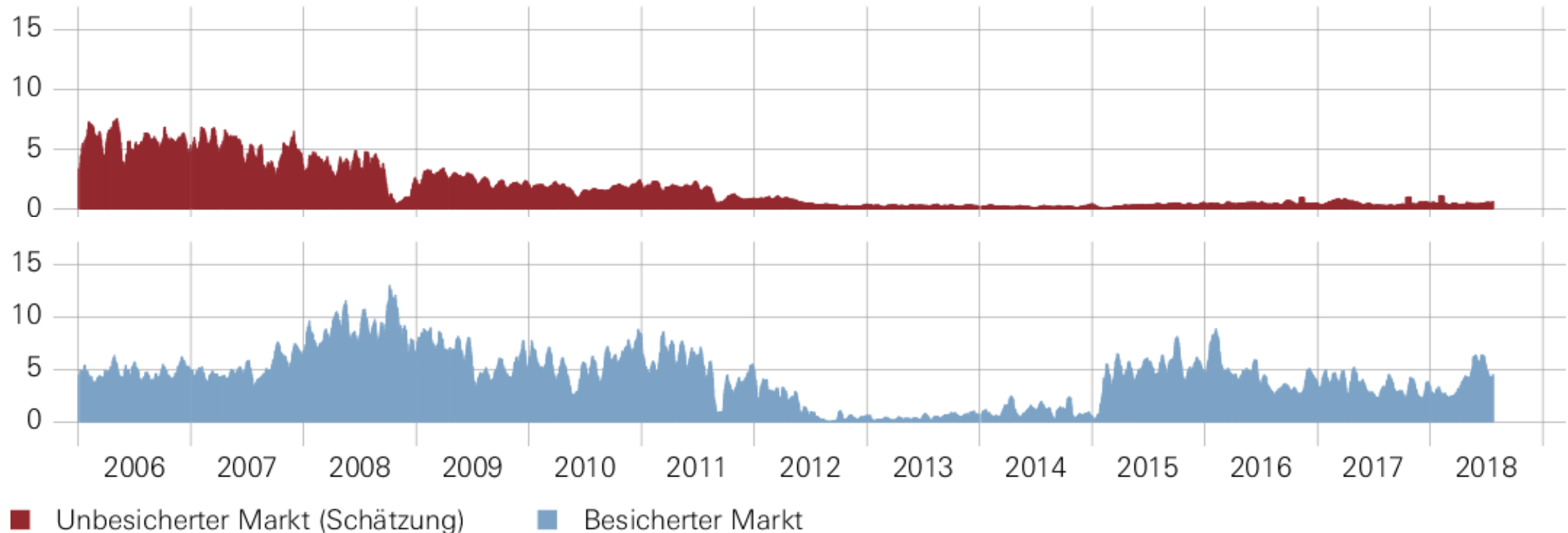
Quellen: Bloomberg, SNB.

Rückgang der unbesicherten Geschäfte zugunsten von besicherten Geschäften

VERLAGERUNG VOM UNBESICHERTEN ZUM BESICHERTEN GELDMARKT

14-Tages gleitender Durchschnitt; täglicher Umsatz von Tagesgeld

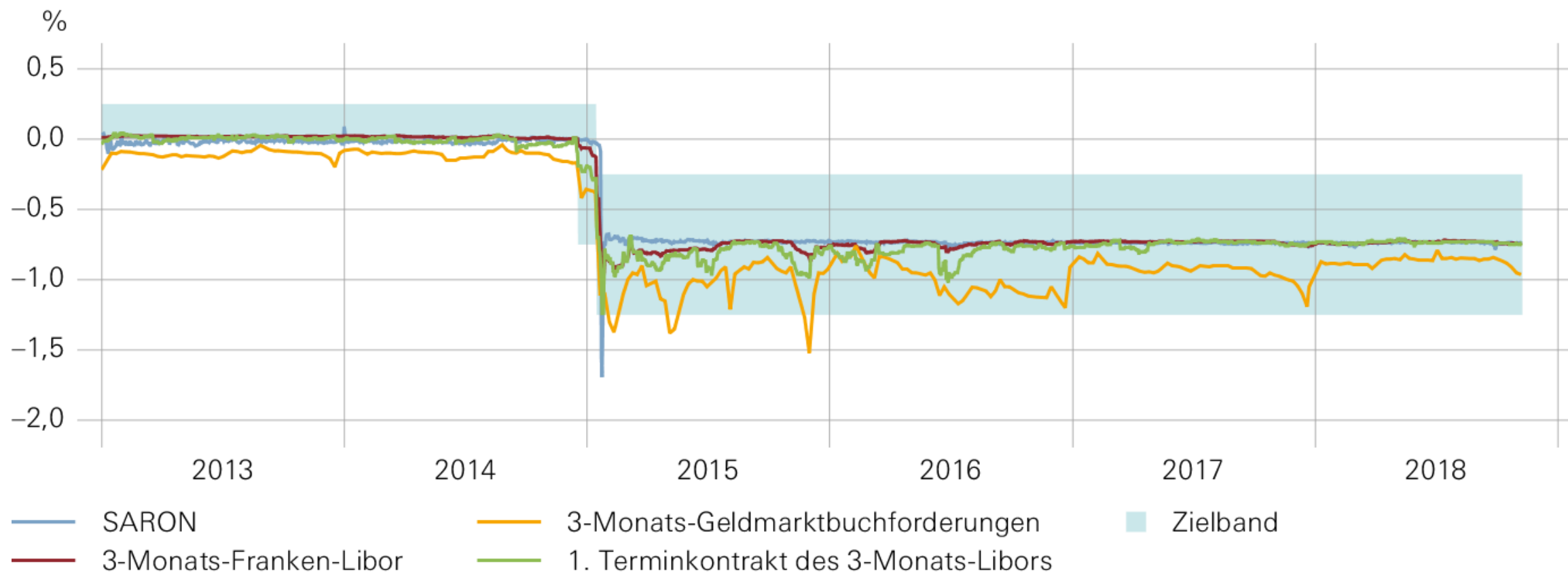
Mrd. CHF



Quellen: SIC, SSX, SNB.

Effiziente Übertragung der Geldpolitik trotz geringem Transaktionsvolumen

FRANKEN-GELDMARKTZINSEN



Quellen: Bloomberg, SNB.