



Sperrfrist

5. November 2020,
16.00 Uhr

**Umsetzung der Geldpolitik: Wie die Zinsen im negativen
Bereich gesteuert werden**

Virtueller Geldmarkt-Apéro

Andréa M. Maechler und Thomas Moser*

Mitglied des Direktoriums / Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Webcast, 5. November 2020

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2020 (Referat auf Englisch)

* Die Referenten danken Peter Kuster und Tanja Zehnder für die wertvolle Unterstützung und die Einsichten bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Ihr Dank geht zudem an Roman Baumann und Mico Loretan für ihre Kommentare sowie an die Sprachendienste der SNB.



Meine Damen und Herren

Auch im Namen meines Kollegen Thomas Moser heisse ich Sie alle herzlich willkommen zum ersten virtuellen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) überhaupt. Ich freue mich, dass wir die Möglichkeit haben, uns auf diesem Weg auszutauschen, auch wenn die Umstände, die dazu geführt haben, natürlich alles andere als erfreulich sind. Die Coronakrise hat das Leben von Milliarden von Menschen auf den Kopf gestellt. Viele sind am Virus erkrankt oder sogar daran gestorben, und viele andere haben ihren Arbeitsplatz verloren. So betrachtet ist die Tatsache, dass die SNB gezwungen ist, mit einer fast zwanzigjährigen Tradition zu brechen und auf die Durchführung eines physischen Geldmarkt-Apéros zu verzichten, eine kleine, wenn auch bedauerliche Fussnote.

Als die Coronakrise im Februar und März ausbrach, verursachte dies an den Finanzmärkten erhebliche Turbulenzen. Die führenden Zentralbanken lockerten ihre Geldpolitik, und viele benutzten das bestehende US-Dollar-Swapabkommen, um die globale Versorgung mit US-Dollar-Liquidität zu stärken. Die Stimmung an den Finanzmärkten verbesserte sich ab Ende März im Zuge der umfangreichen fiskal- und geldpolitischen Massnahmenpakete im In- und Ausland deutlich. Gestützt durch diese Pakete und mit den allmählichen Lockerungen der gesundheitspolitischen Einschränkungen erholten sich die Finanzmärkte bis im Spätsommer weiter, und das Wirtschaftsgeschehen belebte sich ebenfalls deutlich. Allerdings haben die Entwicklungen in den letzten Tagen und Wochen klar gemacht, dass die Coronakrise nicht vorbei ist und die Unsicherheit nach wie vor hoch ist.

In der Schweiz hat die SNB wiederholt die Fortführung ihrer expansiven Geldpolitik bekräftigt und damit einen wichtigen Beitrag zur unmittelbaren Krisenbewältigung geleistet.

Einige der von der SNB zur Bewältigung der Coronakrise eingesetzten Instrumente sind gut bekannt. Der Negativzins auf den Sichtguthaben der Banken bei der SNB und unsere Bereitschaft, verstärkt am Devisenmarkt zu intervenieren, wirken einer Aufwertung des Frankens entgegen. Zusammen haben diese Massnahmen dazu beigetragen, dass die Schweizer Wirtschaft nicht noch zusätzlich von der Währungsseite und einem weiteren Abwärtsdruck auf die Inflation belastet wurde.

Andere Instrumente sind neu oder mussten reaktiviert werden. Neu ist die SNB-COVID-19-Refinanzierungsfazilität (CRF). Die Ende März 2020 geschaffene CRF hat zusammen mit den Kreditbürgschaften des Bundes wesentlich zur kontinuierlichen Kredit- und Liquiditätsversorgung kleiner und mittlerer Unternehmen beigetragen. Eines der Instrumente, das reaktiviert wurde, sind die US-Dollar-Swaplinien zwischen den Zentralbanken. Diese Swaplinien, die Ende 2007 während der globalen Finanzkrise eingerichtet wurden, dienten dazu, dem starken Anstieg der Finanzierungskosten in US-Dollar entgegenzuwirken.¹ Schliesslich griff die SNB wieder auf das geldpolitische Repogeschäft am Schweizer-Franken-Geldmarkt zurück. Damit waren wir zum ersten Mal seit acht Jahren wieder am besicherten Frankengeldmarkt aktiv –

¹ Die US-Dollar-Swap-Linien sind seit 2007 in Betrieb. Von Frühling 2012 bis im März 2020 gab es jedoch bei den US-Dollar-Auktionen, welche die SNB durchführte, keine Nachfrage.

und zwar mit dem Ziel, die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinssätze in Franken nahe beim SNB-Leitzins zu halten.

Der letzte Punkt – die Rolle des Geldmarktes in der Umsetzung unserer Geldpolitik – steht im Mittelpunkt dieser Rede. Warum richten wir heute den Scheinwerfer auf den Geldmarkt?

Die Rolle des Geldmarktes

Zum einen entspricht die Auseinandersetzung mit der Funktionsweise des Geldmarktes ja ganz der ursprünglichen Intention unserer Veranstaltung. Noch wichtiger ist allerdings, dass der Geldmarkt weiterhin eine zentrale Rolle in der Umsetzung der Geldpolitik der SNB spielt, auch wenn sich in den letzten Jahren am Frankengeldmarkt und bei der Umsetzung der Geldpolitik der SNB vieles verändert hat. Zum Beispiel benutzen wir heute den SNB-Leitzins statt des Libor-Zielbands, um zu kommunizieren, auf welchem Niveau die Geldmarktzinssätze liegen sollten. Und der aussagekräftigste Geldmarktzinssatz in Franken ist heute der besicherte SARON (Swiss Average Rate Overnight), und nicht mehr der unbesicherte Dreimonats-Libor. Zudem ist seit 2015 die negative Verzinsung der Sichtguthaben, die Banken und andere Finanzmarktteilnehmer bei der SNB halten, das Hauptinstrument, mit dem wir die kurzfristigen Zinsen steuern. Dies sind einige der Gründe, warum wir heute unseren Fokus auf den Geldmarkt legen.

In einem ersten Schritt wenden wir uns der Bedeutung des Geldmarktes für die Volkswirtschaft und die SNB zu. Wir werden uns fragen, weshalb der Geldmarkt so wichtig ist, und wir werden darlegen, welche Rollen drei spezielle Zinssätze spielen. Es handelt sich um den *SNB-Leitzins*, der als Kommunikationsinstrument dient, die *negative Verzinsung* der Sichtguthaben der Banken bei der SNB, die ein geldpolitisches Instrument ist, und den *SARON*, der Satz für Tagesgeld am besicherten Interbankengeldmarkt. Danach gehen wir auf das aktuelle Umfeld ein. Wie funktioniert der Geldmarkt in einem Negativzinsumfeld? Wie steuert die SNB die Geldmarktzinsen im negativen Bereich? Und welches sind die grössten Herausforderungen, die sich für die SNB bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik stellen?

Gehen wir zunächst auf die Frage ein, weshalb ein funktionierender Geldmarkt zentral ist. Ein gut funktionierender Geldmarkt bildet eine wesentliche Grundlage für die Transmission der Geldpolitik. Wie die meisten Zentralbanken steuert auch die SNB die Zinsen am Geldmarkt. Dazu legt sie den *SNB-Leitzins* fest und setzt ihre geldpolitischen Instrumente ein, um die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinsen in Franken nahe beim Leitzins zu halten. Ohne einen gut funktionierenden Geldmarkt wäre die Steuerung der Geldmarktzinssätze auf diese Weise nicht möglich.

Seit Juni 2019 kommuniziert die SNB ihren Zinsentscheid mit dem SNB-Leitzins. Der SNB-Leitzins signalisiert das angestrebte Zinsniveau am besicherten Geldmarkt. Für die Beurteilung der tatsächlich vorherrschenden Bedingungen am Geldmarkt steht heute der SARON im Vordergrund. In der Vergangenheit legte die SNB bei ihren geldpolitischen Lagebeurteilungen das Zielband für den Dreimonats-Libor fest und war bestrebt, diesen Zinssatz mittels

Geldmarktoperationen wie Repogeschäften grundsätzlich in der Mitte des Zielbands zu halten. In der Abbildung 1 ist die alte Welt mit dem Zielband für den Dreimonats-Libor links und die neue Welt mit dem SNB-Leitzins rechts abgebildet.

Mit der Einführung des SNB-Leitzinses im Juni 2019 haben wir uns in unserem geldpolitischen Konzept vom Libor abgenabelt. Damit hat die SNB den Libor auch als Kommunikationsinstrument verabschiedet. Gleichzeitig schickten wir den Finanzmärkten ein klares Signal, dass das Ende des Libor-Zeitalters unabwendbar ist. Mit dem Wechsel stellten wir zudem sicher, dass unsere bedingte Inflationsprognose für die nächsten drei Jahre, ein zentrales Element unseres geldpolitischen Konzepts, über ihren ganzen Horizont weiterhin auf einem existierenden und ökonomisch bedeutsamen Zins beruhen wird.

Die Bedeutung des Geldmarkts geht aber weit über die Transmission der Geldpolitik hinaus. Der Geldmarkt spielt auch eine volkswirtschaftlich wichtige Rolle in der Kreditvergabe. Funktioniert der Geldmarkt nicht, kann der ganze Kreditvergabeprozess des Finanzsystems beeinträchtigt werden, mit gravierenden Folgen für die Realwirtschaft.

In Krisenzeiten ist es noch entscheidender, das Funktionieren der Geldmärkte sicherzustellen, weil dann ein effizienter Liquiditätsausgleich unter den Banken und eine ungestörte Kreditvergabe für eine Volkswirtschaft besonders wichtig sind. In der globalen Finanzkrise von 2007 bis 2009 wurde der Geldmarkt mehrfach mit dem Blutkreislauf verglichen, der die lebenswichtigen Organe eines Menschen mit Sauerstoff versorgt. Die Coronakrise hat durchaus bestätigt, wie elementar gut funktionierende Geldmärkte sind.

Schliesslich dienen Geldmarktzinssätze als Referenzzinssätze für die gesamte Volkswirtschaft. Funktionstüchtige Geldmärkte bilden die Grundlage für die Ermittlung von Referenzzinssätzen, die eine zentrale Informationsfunktion für die gesamte Volkswirtschaft erfüllen. So basiert die Bepreisung einer Vielzahl von Finanzprodukten auf Referenzzinssätzen, insbesondere am Kapital- und Derivatmarkt. Sie finden auch im Kredit- und Hypothekengeschäft und bei vielen weiteren Verträgen Anwendung. Referenzzinssätze können auf Dauer nur dann glaubwürdig und robust sein, wenn der zugrundeliegende Markt gut funktioniert.

Die überragende Bedeutung solider Referenzzinssätze für gut funktionierende Finanzmärkte kann nicht genug betont werden. Wir wenden nun unsere Aufmerksamkeit einigen Änderungen in der Landschaft der Schweizer Referenzzinssätze zu.

Die Rolle des SARON – Referenzzinssatz für den Schweizer Finanzmarkt

Die globale Finanzkrise hat die Verschiebung am Interbankengeldmarkt vom unbesicherten Segment hin zum Repomarkt stark beschleunigt. Mit der schwindenden Aktivität im unbesicherten Bereich verliert der Franken-Libor, während Jahrzehnten *der* Referenzpunkt schlechthin für den Schweizer Finanzmarkt, an Zuverlässigkeit und Robustheit. Als Ersatz für den Libor dient der SARON. Am Frankengeldmarkt ist heute der SARON der aussagekräftigste Zinssatz. Der SARON ist ein besicherter Tagesgeldsatz und bezieht sich auf das liquideste Laufzeitsegment am Frankengeldmarkt. Anders als das Libor-Fixing berechnet er sich anhand

von effektiven Transaktionen und verbindlichen Preisstellungen. Zu diesem Markt haben rund 150 Finanzmarktteilnehmer Zugang. Der SARON existiert bereits seit 2009, und seine ökonomische Bedeutung hat in den letzten Jahren stark zugenommen.

Seit 2017 existiert auch eine SARON-Swapkurve, und der SARON etabliert sich als Referenzzinssatz für Kreditprodukte. Im Verlaufe dieses Jahres haben mehrere Banken damit begonnen, Hypotheken und Unternehmenskredite anzubieten, die auf dem SARON statt auf dem Libor basieren. Je häufiger solche Produkte am Markt sind, desto liquider sollte auch der SARON-Swapmarkt werden. Wir erwarten, dass die SARON-Swapkurve nach und nach an die Stelle der Libor-Swapkurve treten wird. Derzeit sind wir indes davon ein gutes Stück entfernt, da die Liquidität des SARON-Swapmarktes noch dünn ist und die Banken immer noch die Libor-Swapkurve für die Preisstellung der meisten Kredite verwenden.

Die Nationale Arbeitsgruppe für Referenzzinssätze in Franken (NAG) ist damit beauftragt, den Übergang vom Libor zum SARON zu fördern. Die SNB unterstützt die Tätigkeiten der NAG seit mehreren Jahren, indem sie eine Koordinationsfunktion wahrnimmt. Im Urteil der NAG ist der Übergang vom Libor zum SARON bisher gut vorangekommen. Ende September hat die NAG festgehalten, dass sie eine Einstellung des Fixing des Franken-Libors per Ende 2021 erwartet – also in nur 14 Monaten. Es bleibt noch viel zu tun, bis die Anstrengungen zu tiefen und liquiden SARON-basierten Märkten führen werden. Die bis dahin zusätzlich erforderlichen Umstellungsarbeiten müssen zügig in Angriff genommen werden, da nicht mehr viel Zeit zur Verfügung steht.

Kommen wir nun zum Herzstück des Referats – der Frage, wie wir die Geldmarktzinsen im negativen Bereich steuern. Bevor wir aber in diese Materie eintauchen, lassen Sie mich zunächst darauf eingehen, warum die Frankengeldmarktzinsen im negativen Bereich liegen.

Die Rolle des weltweiten Tiefzinsumfelds

Seit bald sechs Jahren sind die Geldmarktzinsen in der Schweiz negativ, was massgeblich mit dem internationalen Wirtschaftsumfeld zu tun hat. Die Zinsen auf Anlagen in Franken sind normalerweise niedriger als auf Anlagen in anderen Währungen. Dadurch weist die Schweiz traditionell eine negative Zinsdifferenz zu anderen Währungen auf. Der Grund für diese Zinsdifferenz liegt zum einen darin, dass die Inflation in der Schweiz meist tiefer ist als im Ausland. Zum anderen schätzen sowohl schweizerische als auch ausländische Investoren Anlagen in Franken als besonders sicher ein, was dem Franken seine traditionelle Rolle als «sicherer Hafen» in Zeiten verstärkter internationaler Unwägbarkeiten verleiht. Investoren sind deshalb bereit, auf Frankenanlagen längerfristig eine geringere Rendite zu akzeptieren.

In den letzten drei Jahrzehnten ist das Zinsniveau global markant gesunken. Abbildung 2 zeigt, dass die Renditen auf 10-jährigen Staatsanleihen der Industrieländer – hier dargestellt der Schweiz (rot), Deutschlands (blau), Grossbritanniens (orange) und der USA (grün) – seit den frühen 1990er-Jahren nur einen Trend kennen – nach unten. Die nominalen Zinsen sind zum Teil deshalb gesunken, weil viele Zentralbanken die hohen Inflationsraten, die in den 1970er- und 1980er-Jahre auftraten, mit Erfolg bekämpften.

Aber nicht nur die nominalen Zinsen sind gesunken, auch die Realzinsen haben sich aufgrund starker struktureller Faktoren weltweit nach unten bewegt. Für den nachhaltigen Rückgang der Realzinsen sind im Wesentlichen vier Faktoren verantwortlich: Veränderungen in der Demografie, vor allem wegen der steigenden Lebenserwartung; ein langfristiger Trend beim Rückgang des Produktivitätswachstums; die Integration von Schwellenländern mit hohem Sparüberschuss in die globalen Finanzmärkte und eine insgesamt stärker ausgeprägte Präferenz der Anleger für sichere und liquide Anlagen. Diese strukturellen Faktoren werden nicht durch die Zentralbanken bestimmt.

Das aktuelle Tiefzinsumfeld erschwert es den Zentralbanken, die Geldpolitik in Krisenzeiten genügend expansiv zu gestalten. Um expansiv zu sein, muss der Leitzins so festgelegt werden, dass die kurzfristigen Realzinsen unter dem Zins zu liegen kommen, der Ersparnisse und Investitionen in ein Gleichgewicht bringt und der auch als *realer Gleichgewichtszins* bezeichnet wird. Die obenerwähnten strukturellen Faktoren dürften auch den realen Gleichgewichtszins gesenkt haben. Viele Zentralbanken mussten ihre Leitzinsen in den vergangenen Jahren daher auf null oder sogar in den negativen Bereich senken, um auf Wirtschaftskrisen zu reagieren.

Was geschieht, wenn sich die Zinsdifferenz des Frankens gegenüber anderen Währungen verringert, der Franken aber unverändert als sicherer Hafen gilt? Eine solche Entwicklung führt zu einer gesteigerten Nachfrage nach Frankenanlagen und damit zu einem wachsenden Aufwertungsdruck. Genau dieser Herausforderung müssen wir uns seit Ausbruch der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 stellen. Um die Attraktivität des Frankens gegenüber anderen Währungen zu vermindern, senkte die SNB im Januar 2015 ihr Zielband für den Dreimonats-Libor in den negativen Bereich ($-0,25\%$ bis $-1,25\%$), ein bis dahin beispielloser Schritt. Gleichzeitig führte sie einen Negativzins von $-0,75\%$ auf den Sichtguthaben ein, die Banken bei ihr halten.² Der Negativzins hilft, die Zinsdifferenz zwischen dem Franken und anderen Währungen zumindest teilweise aufrechtzuerhalten, was seine Attraktivität und den Aufwertungsdruck reduziert.

Im ersten Quartal dieses Jahres sanken im Zuge der Coronakrise die Zinsen auf langfristigen Anleihen weltweit, und die Zinsdifferenz des Frankens gegenüber anderen Währungen verengte sich erneut stark. Zugleich behielt der Franken allerdings seine traditionelle Rolle einer Zufluchtwährung in unsicheren Zeiten. So wertete er sich nach dem Ausbruch der Krise auf. Zeitweise mussten wir unsere Devisenkäufe erhöhen, um den Aufwertungsdruck zu reduzieren. Die Kombination unserer geldpolitischen Instrumente – Negativzins und Devisenmarktinterventionen – bleibt daher in dieser Phase verstärkter Unsicherheit notwendiger denn je.

Wir möchten Ihnen nun etwas detaillierter darlegen, wie die SNB die Zinsen am Geldmarkt im negativen Bereich steuert.

² Die SNB kündigte am 18. Dezember 2014 zur Unterstützung des dannzumal noch geltenden Mindestkurses des Frankens zum Euro an, ab dem 22. Januar 2015 einen Negativzins von $-0,25\%$ auf den Sichtguthaben der Banken zu erheben, die einen bestimmten Freibetrag überschreiten. Am 15. Januar 2015 hob die SNB den Mindestkurs auf und senkte gleichzeitig den ab dem 22. Januar fälligen Negativzins auf $-0,75\%$.

Die Rolle der Verzinsung der Sichtguthaben der Banken bei der SNB

In den Jahren vor der globalen Finanzkrise herrschte in den Bankensystemen vieler Länder, die Schweiz eingeschlossen, ein sogenanntes strukturelles Liquiditätsdefizit. Die SNB verzinst die Sichtguthaben der Banken damals nicht, und Banken hielten in einem Umfeld mit positiven Zinsen daher möglichst wenig Überschussliquidität in Form von Sichtguthaben. Die SNB steuerte die Geldmarktzinsen über die Konditionen und den Umfang ihrer täglichen Geldmarktoperationen. Diese Operationen erfolgten im besicherten Geldmarkt, also mittels Repogeschäften. Wollte die SNB beispielsweise tiefere Geldmarktzinsen herbeiführen, bot sie mehr Liquidität zu einem niedrigeren Reposatz an.

Diese Situation änderte sich mit der globalen Finanzkrise. Die Zentralbanken vieler Länder reagierten auf die Krise zuerst mit einem Absenken der Leitzinsen und später mit Wertpapierkaufprogrammen («Quantitative Easing») oder – wie die SNB – mit Devisenmarktinterventionen. Angesichts der Bedeutung des Aussenwerts des Frankens für die schweizerische Volkswirtschaft und Inflation intervenierte die SNB am Devisenmarkt, insbesondere in Phasen verstärkter Unsicherheiten. In den Bankensystemen vieler Länder entstand ein struktureller Liquiditätsüberschuss, die Schweiz eingeschlossen. Die Nachfrage praktisch aller Banken in der Schweiz nach Liquidität war mehr als genügend gedeckt, und es gab daher kaum mehr einen Grund, Liquidität am Interbankengeldmarkt auszutauschen.

Herrscht in einem Bankensystem ein struktureller Liquiditätsüberschuss, spielt die Verzinsung der Sichtguthaben, die Geschäftsbanken bei der Zentralbank halten, eine Schlüsselrolle. Die Notenbankgeldmenge *selber* ist für das Finden des Gleichgewichts am Geldmarkt nicht mehr die entscheidende Grösse. Stattdessen bildet die Verzinsung der Sichtguthaben eine Untergrenze für den Zinssatz von Interbankengeschäften. Banken haben in einem solchen Umfeld in der Regel keinen Anreiz, Liquidität zu einem Zinssatz abzugeben, der *unter* dem Zinssatz auf Sichtguthaben liegt. Und weil reichlich Liquidität im System vorhanden ist, haben Banken kaum Grund, zusätzliche Liquidität entgegenzunehmen, falls der Marktzinssatz *über* dem Zinssatz auf Sichtguthaben liegt.

Deshalb liegt in einer Situation mit reichlicher Liquidität der Marktzins generell nahe an der Verzinsung der Sichtguthaben, die Banken bei der Zentralbank halten. Dies zeigt Abbildung 3. Die wichtigsten Zinssätze sowohl im besicherten als auch im unbesicherten Interbankengeldmarkt – wir zeigen den SARON in blau und den Dreimonats-Libor in rot – schwankten zwischen 2011 bis 2014 um 0%. Als die SNB im Januar 2015 die Verzinsung der Sichtguthaben auf $-0,75\%$ senkte, pendelten sich die Geldmarktsätze umgehend um diesen Wert ein.

Mit dem Negativzins führte die SNB gleichzeitig auch relativ grosszügige Freibeträge ein. Lassen Sie uns nun den Zweck dieser Freibeträge und deren Funktionsweise in Verbindung mit der negativen Verzinsung der Sichtguthaben näher betrachten.

Die Rolle der Freibeträge

Eine Schlüsselfrage lautet: Müssen *sämtliche* Sichtguthaben dem Negativzins unterstellt sein, um sicherzustellen, dass die Geldmarktzinsen nahe bei der negativen Verzinsung der Sichtguthaben bei der SNB zu liegen kommen? Die kurze Antwort ist: «Nein». Die etwas längere Antwort lautet: Es genügt, nur diejenigen Sichtguthaben, die einen gewissen Betrag übersteigen, negativ zu verzinsen. Der andere Teil, der Freibetrag, wird nicht oder, anders ausgedrückt, zu 0% verzinst. Aus einer Gesamtperspektive waren die den Banken gewährten Freibeträge von Beginn weg mit Bedacht relativ grosszügig bemessen, um so die Belastung des gesamten Bankensektors auf das für die Umsetzung der Geldpolitik notwendig erachtete Minimum zu begrenzen.

Die individuellen Freibeträge der Banken sind seit 2015 als ein Vielfaches ihrer gesetzlichen Mindestreserven festgelegt. In einem solchen System gibt es Banken, deren Sichtguthaben grösser sind als die Freibeträge. Diese Banken haben einen Anreiz, Liquidität an andere Banken abzugeben. Sie werden z.B. am Repomarkt aktiv, solange eine Repotransaktion weniger kostet als der Negativzins auf Sichteinlagen bei der SNB. Handkehrum gibt es Banken, deren Freibeträge die Sichtguthaben übersteigen. Solche Banken haben einen Anreiz, am Repomarkt als Geldnehmer aufzutreten und dafür den Repozins zu verdienen, solange dieser Zins unter null liegt. Das System mit negativer Verzinsung der Sichtguthaben und Freibeträgen führte dazu, dass der Liquiditätsaustausch am Interbankenmarkt seit Anfang 2015 merklich zugenommen hat.

Damit dieses System funktioniert, muss eine genügend grosse Menge an Sichtguthaben dem Negativzins unterliegen. Es liegt auf der Hand, dass die Summe aller Freibeträge geringer sein muss als die Summe aller Sichtguthaben. Anderenfalls wären – nach den entsprechenden Geldmarkttransaktionen unter den Banken – gar keine Sichtguthaben mehr dem Negativzins unterstellt, und der Geldmarktzins käme somit nahe bei null zu liegen.

Mit anderen Worten: Damit sich die Geldmarktzinsen nahe beim Negativzins der SNB bewegen, muss das Angebot an Liquidität die Nachfrage nach Liquidität genügend übersteigen. Das bedeutet, dass in einem System mit bankspezifischen Freibeträgen das Angebot an Liquidität von *geldgebenden Banken* – Banken, deren Sichtguthaben die Freibeträge übersteigen und die deshalb bereit sind, Liquidität abzugeben – die Nachfrage nach Liquidität von *geldnehmenden Banken* – Banken, die über nicht ausgeschöpfte Freibeträge verfügen und die deshalb willens sind, Liquidität zu übernehmen – übersteigen muss.

Falls diese Bedingung erfüllt ist, ist es möglich, das Bankensystem durch Freibeträge zu entlasten und gleichwohl die Erreichung des mit dem Negativzins verfolgten geldpolitischen Ziels sicherzustellen. Mit einem erneuten Blick auf den Verlauf der Geldmarktzinsen in Abbildung 3 stellen wir fest, dass diese Bedingung in der Praxis erfüllt gewesen sein muss. Denn die Marktzinsen lagen in der Tat stets nahe bei der negativen Verzinsung der Sichtguthaben seit diese im Januar 2015 eingeführt worden war.

Die Freibeträge haben die Belastung des Bankensystems als Ganzes wesentlich verringert. Anfang 2015 beliefen sich die gesamten Freibeträge auf rund zwei Dritteln der gesamten Sichtguthaben. Die *durchschnittliche* Belastung aller Sichtguthaben des Bankensystems erreichte Anfang 2015 somit $-0,25\%$ – und nicht $-0,75\%$, wie es in einem System ohne Freibeträge der Fall gewesen wäre. Wir sind uns indes bewusst, dass die Freibeträge die Banken unterschiedlich tangieren, abhängig von der entsprechenden Bilanzstruktur.³

Die Freibeträge müssen nicht statisch sein und sollten den geldpolitischen Anforderungen Rechnung tragen. Seit der Einführung des Negativzinses wurden die Freibeträge zweimal angepasst. Die erste Änderung trat am 1. November 2019 in Kraft. Zwei Ziele standen dabei für uns im Vordergrund. Um die Entwicklungen in den Bankbilanzen über die Zeit zu berücksichtigen, mussten wir das Freibetragsregime erstens von einer statischen auf eine dynamische Berechnungsgrundlage umstellen.⁴ Zweitens wollten wir die Zinsbelastung des Bankensystems wieder auf das für die Umsetzung der Geldpolitik notwendig erachtete Minimum beschränken.⁵ Diese Anpassung führte zu einer Erhöhung der aggregierten Freibeträge von rund 40%. Diese Erhöhung war angezeigt, weil das Total der Sichtguthaben in den knapp fünf Jahren seit der Einführung des Negativzinses im Zuge unserer Devisenmarktinterventionen deutlich gestiegen war. Im November 2019, also nach der ersten Anpassung, betrug der Anteil der Freibeträge an allen Sichtguthaben wieder rund zwei Drittel und lag damit auf ähnlichem Niveau wie zu Beginn 2015.

Die zweite Änderung erfolgte per 1. April des laufenden Jahres. Sie war Teil der Antwort der SNB auf die Coronakrise. Wir erhöhten die aggregierten Freibeträge um weitere 20%, damit die Banken in dieser für die Volkswirtschaft kritischen Phase über einen grösseren Spielraum für zusätzliche Kreditvergabe verfügten.

Diese Anpassungen haben die Zinsbelastung des Bankensystems als Ganzes deutlich reduziert. Wie bereits erwähnt, war die durchschnittliche Zinsbelastung des Bankensystems seit 2015 v.a. wegen der geldpolitisch nötigen Devisenmarktinterventionen allmählich gestiegen, sank aber im Zug der Revision des Freibetragsregimes und der Erhöhungen der Freibeträge. Der *durchschnittliche* Zinssatz auf allen Sichtguthaben beträgt aktuell rund $-0,2\%$ und ist somit weniger als ein Drittel der Summe, die fällig wäre, wenn es keine Freibeträge gäbe.

Die Freibetragserhöhungen vergrösserten den Spielraum für zusätzlichen Liquiditätsaustausch, was zu einem Anstieg des Handelsvolumens am Repomarkt führte. In der Tat sind die

³ Der Freibetrag einer Bank wird als ein fixes Vielfaches ihres Mindestreserveverfordernisses berechnet. Für das Mindestreserveverfordernis einer Bank sind ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten relevant. Deshalb erhält eine Bank, die einen hohen Bestand an kurzfristigen, sicheren Anlagen (Repogeschäfte eingeschlossen) im Verhältnis zu ihren kurzfristigen Verbindlichkeiten aufweist, einen relativ geringeren Freibetrag im Verhältnis zu ihren kurzfristigen, sicheren Anlagen.

⁴ Die Freibeträge der Banken waren, als sie eingeführt wurden, statisch, d.h., für die Berechnung des Freibetrags war die Mindestreserveverfordernis einer Bank in der Unterlegungsperiode Oktober 2014 massgebend. Seit der Anpassung im November 2019 werden die Freibeträge dynamisch berechnet, d.h., sie werden monatlich aktualisiert, wobei der gleitende Durchschnitt der Mindestreserveverfordernisse der vorangegangenen 36 Monate als Berechnungsgrundlage dient.

⁵ Ab Januar 2015 wurden die Freibeträge der Banken als Zwanzigfaches ihres Mindestreserveverfordernisses der Unterlegungsperiode Oktober 2014 berechnet. Seit der Anpassung per November 2019 dient der gleitende Durchschnitt der Mindestreserveverfordernisse der vorangegangenen 36 Monate als Berechnungsgrundlage. Dieser Wert wird nach wie vor mit einem Faktor multipliziert (25 ab November 2019; 30 ab April 2020), um so die Freibeträge jeder Bank zu ermitteln.

Handelsvolumen am Repomarkt, als senkrechte blaue Balken in der Abbildung 4 dargestellt, seit November 2019 kräftig gestiegen. Auch die Zahl der am Repomarkt aktiven Banken hat sich erhöht.

Lassen Sie uns nun die Auswirkungen der Freibetragsanpassungen auf den Repomarkt näher betrachten. Dabei gehen wir insbesondere auch auf die Instrumente ein, welche die SNB eingesetzt hat, um sicherzustellen, dass die besicherten Geldmarktzinsen nahe beim SNB-Leitzins bleiben.

Die Rolle der geldpolitischen Operationen der SNB am Geldmarkt

Die Erhöhungen der aggregierten Freibeträge haben die Dynamik des Repomarkts verändert. Sie führten zu einem Anstieg der Nachfrage nach Liquidität und gleichzeitig zu einer Verminderung des Angebots an Liquidität am Repomarkt. Angesichts der grösseren Liquiditätsnachfrage bzw. des geringeren Liquiditätsangebots war es den geldgebenden Banken möglich, höhere und damit weniger negative Zinssätze zu erzielen, was zu einer Aufwärtsbewegung des SARON führte, wie aus der schwarzen Linie in Abbildung 4 ersichtlich ist. Dieser Aufwärtsdruck auf den SARON und auf andere kurzfristige Geldmarktsätze war zu erwarten, aber aus geldpolitischer Warte nicht erwünscht.

Die SNB hat seit dem letzten November eine Reihe von Operationen durchgeführt, um die kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze in der Nähe des SNB-Leitzinses zu halten. Von November 2019 bis Juli 2020, und insbesondere seit Ende März, nahmen wir einige Feinsteuerungsoperationen im Tagesgeldsegment des Repomarktes vor. Diese Operationen sind im oberen Bereich der Abbildung 4 als rote Rhomben eingetragen. In einer solchen Feinsteuerungsoperation stellt die SNB «Cash Provider Quotes» direkt auf die Repoplattform, die von allen Marktteilnehmern bei Bedarf «gehittet» werden können. Wenn nun die SNB Liquidität zu einem bestimmten Quote anbietet, haben Geldnehmer keinen Grund, Liquidität zu einem höheren (d.h. für sie weniger attraktiven) Zins entgegenzunehmen. Damit kann die SNB die Reposätze deckeln und Ausschläge nach oben begrenzen.

Seit Juli unterstützen wir die allmähliche Annäherung des SARON an den SNB-Leitzins zusätzlich mit Auktionen von Monatsgeld am Repomarkt. Diese Auktionen sind in der Abbildung 4 als blaue Dreiecke eingetragen. Im Gegensatz zu den Feinsteuerungsoperationen, mit denen die SNB die Zinssätze am Interbankenmarkt deckelt, stellt die SNB mit Monatsauktionen Liquidität auf einer mittelfristigen Basis zur Verfügung. Die Banken können durch die Teilnahme an diesen Auktionen einen Teil ihrer Nachfrage nach Liquidität befriedigen. Weil diese Banken in der Folge nicht mehr im gleichen Ausmass vom besicherten Interbankenmarkt abhängig sind, um sich mit der gewünschten Liquidität einzudecken, sinkt am Repomarkt die Gesamtnachfrage nach Liquidität im Tagesgeldbereich. Damit verringert sich auch der Aufwärtsdruck auf den SARON.

An dieser Stelle ist anzumerken, dass der Liquiditätsaustausch unter den Banken über die Zeit auch über andere Kanäle als über den Repomarkt stattfinden kann. Der Liquiditätsaustausch

kann z.B. über den Transfer von Kundeneinlagen und längerfristigen Einlagen zwischen Banken erfolgen. Solche Anpassungsprozesse benötigen naturgemäss etwas Zeit.

Lassen Sie mich hier das folgende Zwischenfazit ziehen: Die Steuerung der kurzfristigen Geldmarktsätze funktioniert nach wie vor – auch im negativen Bereich. Dabei spielen drei Zinssätze eine Schlüsselrolle: Der *SNB-Leitzins* dient der *Kommunikation* des geldpolitischen Entscheids und insbesondere der gewünschten Ausrichtung der Geldpolitik. Die *negative Verzinsung* der Sichtguthaben der Banken bei der SNB bildet das Hauptinstrument, mit dem die SNB die Geldpolitik am Geldmarkt umsetzt. Die Freibeträge erlauben der SNB, das Bankensystem zu entlasten, ohne dass ihr Vermögen, die kurzfristigen besicherten Geldmarktsätze und speziell den *SARON* nahe beim SNB-Leitzins zu halten, beeinträchtigt wird.

Wie Sie sehen, verfügt die SNB über die notwendigen Instrumente, um die Geldmarktzinsen zu steuern – auch im negativen Bereich. Allerdings genügt es für einen gut funktionierenden Geldmarkt nicht, dass die Zentralbank über eine Reihe von wirksamen Instrumente verfügt. Es ist auch eine solide Infrastruktur erforderlich, die es den Finanzmarktteilnehmern – die SNB eingeschlossen – erlaubt, ihre Transaktionen auf eine verlässliche, effiziente und transparente Art und Weise abzuschliessen. Lassen Sie mich deshalb, und damit kommen wir gegen das Ende dieser Rede, ein paar Worte zur Geldmarktinфраstruktur in der Schweiz sagen.

Die Rolle einer soliden Geldmarktinфраstruktur

Ein gut funktionierender Geldmarkt braucht eine solide und leistungsfähige Infrastruktur. Wie wir zuvor gesehen haben, ist der Geldmarkt wichtig für die Umsetzung der Geldpolitik, für den Liquiditätsausgleich unter den Banken und für die Ermittlung von Referenzzinssätzen; er gehört deshalb zu den Grundpfeilern des schweizerischen Finanzsystems. Somit ist es von zentraler Bedeutung, dass auch die entsprechende Marktinfrastruktur sicher und robust ist. Dies ist seit über 20 Jahren mit der leistungsstarken Swiss Money Market Value Chain der Fall. Sie deckt den ganzen Lebenszyklus einer besicherten Transaktion nahtlos ab, also die gesamte Wertschöpfungskette vom Handel bis zur Abwicklung, und dies sowohl auf der Geldseite als auch auf der Collateral-Seite. Die Swiss Money Market Value Chain ist ein Gemeinschaftswerk der Schweizer Finanzinstitute. Es wird von der SIX Group betrieben und seit seinen Anfängen von der SNB mitgestaltet.

Die Ausgestaltung der Swiss Money Market Value Chain ist international einzigartig und hat sich bewährt. Ein wesentliches Merkmal der Swiss Money Market Value Chain ist, dass sie über eine einzige Plattform und nach einem gemeinsamen Regelwerk Zugang zu rund 150 Banken und anderen Finanzmarktteilnehmern verschafft. Ein weiteres Merkmal ist, dass die SNB direkten Zugang zu dieser Plattform hat und darüber ihre geldpolitischen Geschäfte durchführt. Der breite Teilnehmerkreis, die hohe Standardisierung und der Umstand, dass Interbankengeschäfte und geldpolitische Geschäfte auf einer gemeinsamen Plattform abgeschlossen werden, trägt zur Liquidität des Marktes bei, schafft Transparenz und fördert das Vertrauen unter den Marktteilnehmern. Diese Vorteile einer gemeinsamen Plattform werden

besonders in Zeiten von Finanzkrisen sichtbar, also dann, wenn es zentral ist, dass der Liquiditätsausgleich und die Umsetzung der geldpolitischen Operationen weiterhin reibungslos funktionieren.

Die Swiss Money Market Value Chain ist so ausgestaltet, dass sie rasch auf technologische Innovationen und auf die Bedürfnisse der Marktteilnehmer reagieren kann. Ihre zugrundeliegende Technologie ist in den beiden letzten Jahrzehnten laufend angepasst und erneuert worden, meistens in kleinen Schritten, von Zeit zu Zeit aber auch über eine Generalüberholung grösserer Komponenten. So wurde vor vier Jahren die Handelsplattform selber ausgewechselt; seither ist die CO:RE-Plattform im Einsatz. Auf dieser Plattform können Teilnehmer sowohl bilateral Transaktionen abschliessen als auch für alle einsehbare Quotes stellen respektive «hitten». Der Handel auf einer einheitlichen Plattform und die Verwendung standardisierter Kontrakte erhöhen die Liquidität des Marktes. Die Preise der abgeschlossenen Transaktionen sind für alle Teilnehmer ersichtlich. Dies schafft ein hohes Mass an Markttransparenz. Repotransaktionen auf CO:RE können sowohl in Franken als auch in anderen Währungen vorgenommen werden. Ausser für ihre geldpolitischen Geschäfte verwendet die SNB die Plattform auch für die Auktionen der «Eidgenossen» und der Geldmarktbuchforderungen, d.h. die kurzfristigen Schuldverschreibungen des Bundes.

Neue Funktionen in der Bewirtschaftung der Sicherheiten (Collateral Management) eröffnen den Marktteilnehmern vielversprechende Möglichkeiten. Mit dem Triparty Agent (TPA) ist im Juni 2020 ein wichtiges Glied der Swiss Money Market Value Chain erneuert worden. Die noch laufende Weiterentwicklung des neuen TPA wird den Teilnehmern das Collateral Management erheblich vereinfachen und die Palette der angebotenen Dienstleistungen erweitern. Collateral Management ist eine immer wichtigere Disziplin, um Wertschriften effizient zu bewirtschaften und gleichzeitig zu gewährleisten, dass die zugrundeliegenden Geschäfte zu jedem Zeitpunkt vertragskonform besichert sind.

Obwohl diese integrierte Infrastruktur unbestritten viele Stärken besitzt und Vorteile bietet, so tragen wir keine Scheuklappen. Insbesondere ziehen wir derzeit in Betracht, wie wir gegebenenfalls völlig neue Technologien integrieren können. Ein prominentes Beispiel dafür ist der Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie (DLT) für den Handel und die Abwicklung von «tokenisierten» Vermögenswerten. Zusammen mit dem Schweizer Zentrum des BIZ-Innovation-Hub evaluiert die SNB zurzeit, wie verschiedene neue digitale Technologien in die existierende Infrastruktur integriert werden können und ob es für die sichere und leistungsfähige Abwicklung unter den Banken ein digitales Zentralbankgeld braucht.

Aufgrund des technologischen Wandels und der veränderten Bedürfnisse werden auch künftig kleinere und grössere Anpassungen nötig sein. Wir werden beim Vornehmen allfälliger Anpassungen die Grundsteine, auf der die Swiss Money Market Value Chain fusst, selbstredend weiterhin sichern. Die wichtigsten Elemente sind dabei der Gedanke des Gemeinschaftswerks, das enge Miteinander der SIX, der Banken und der SNB sowie der Umstand, dass geldpolitische Geschäfte und Interbankengeschäfte nach denselben Regeln auf einer gemeinsamen Plattform abgeschlossen werden. Wir freuen uns, als SNB auch künftig unseren Teil

dazu beizutragen und engagiert an der Weiterentwicklung der Schweizer Geldmarktinfrastuktur mitzuwirken.

Schlussbemerkungen

Meine Damen und Herren, wir hoffen, es ist uns gelungen, Ihnen aufzuzeigen, wie spannend und vielfältig die Steuerung der Zinsen am Geldmarkt sein kann. Der Hauptauftrag der SNB besteht darin, die Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Die Hauptinstrumente unserer Geldpolitik sind seit Anfang 2015 der Negativzins auf Sichtguthaben, die Banken bei der SNB halten, und unsere Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Beide Instrumente sind im gegenwärtigen Umfeld weiterhin notwendig, um angemessene monetäre Bedingungen zu gewährleisten.

Es war uns heute Nachmittag ein Anliegen, auf einige Entwicklungen am Frankengeldmarkt einzugehen, die sich als Folge verschiedener Anpassungen ergeben haben, die wir in den vergangenen 17 Monaten vornahmen. Insbesondere wechselten wir in unserem geldpolitischen Konzept zum SNB-Leitzins, und bei der Berechnung der Negativzinsen haben wir zweimal die aggregierten Freibeträge erhöht, was die Zinsbelastung des gesamten Bankensektors wesentlich reduzierte. Wie wir gezeigt haben, funktioniert die Steuerung der besicherten Geldmarktzinsen auch im negativen Bereich problemlos. Das verdanken wir nicht zuletzt der Tatsache, dass der besicherte Frankengeldmarkt effizient ist, auf einer zeitgemässen Infrastruktur beruht und auf engagierte Marktteilnehmer zählen kann. Die SNB wird sich auch in der Zukunft an der Gestaltung der Geldmarktinfrastuktur beteiligen.

Meine Damen und Herren, mit Ihrer Teilnahme am heutigen Anlass haben Sie Ihr Interesse am Schweizer Geldmarkt bekundet, auch wenn das Format situationsbedingt unüblich war. Wir danken Ihnen herzlich für dieses Interesse.

Monetary policy implementation: How to steer interest rates in negative territory

Andréa M. Maechler, Member of the Governing Board
Thomas Moser, Alternate Member of the Governing Board
Swiss National Bank

Virtual Money Market Event, 5 November 2020

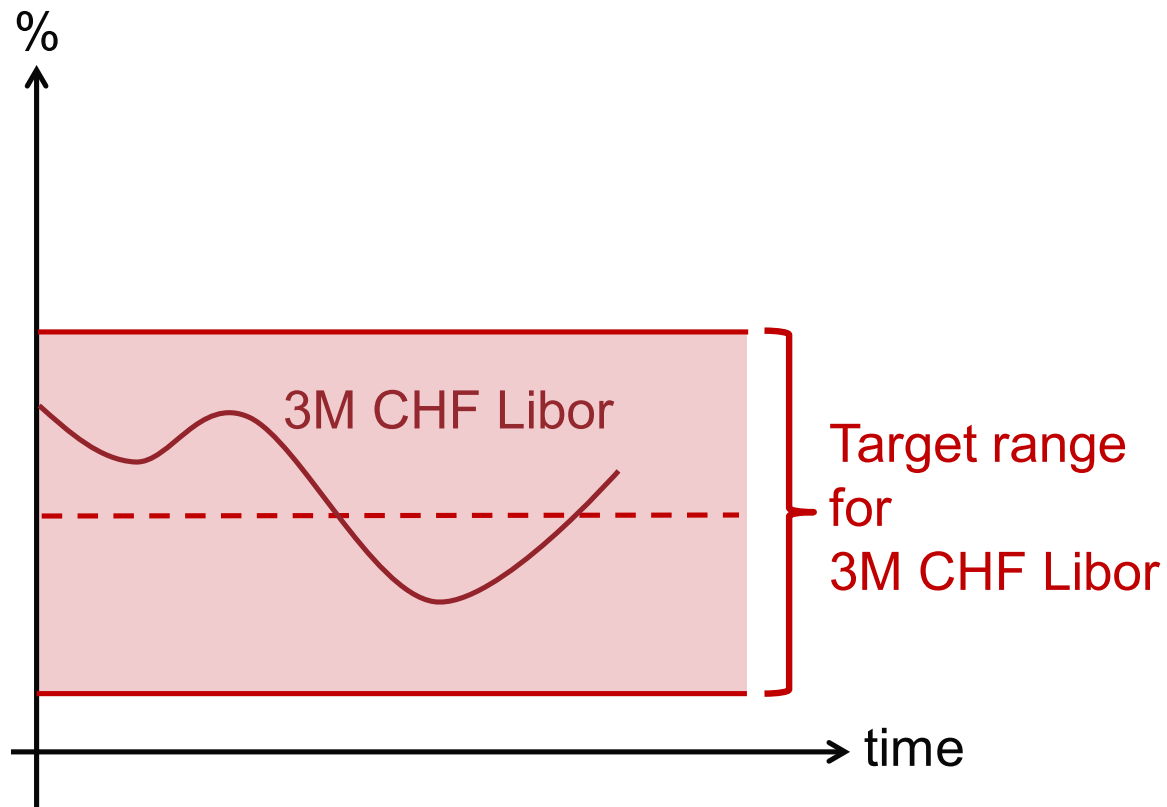
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Chart 1 SNB policy rate and target range for three-month Swiss franc Libor

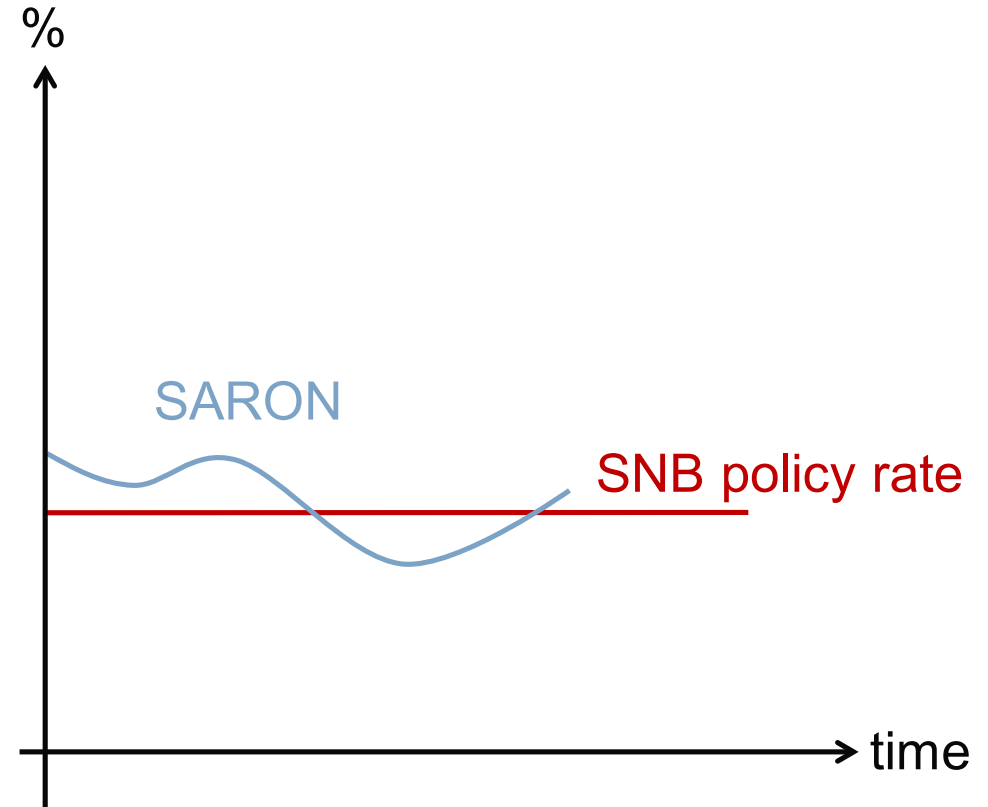
Old system:

Target range for 3M CHF Libor



New system:

SNB policy rate



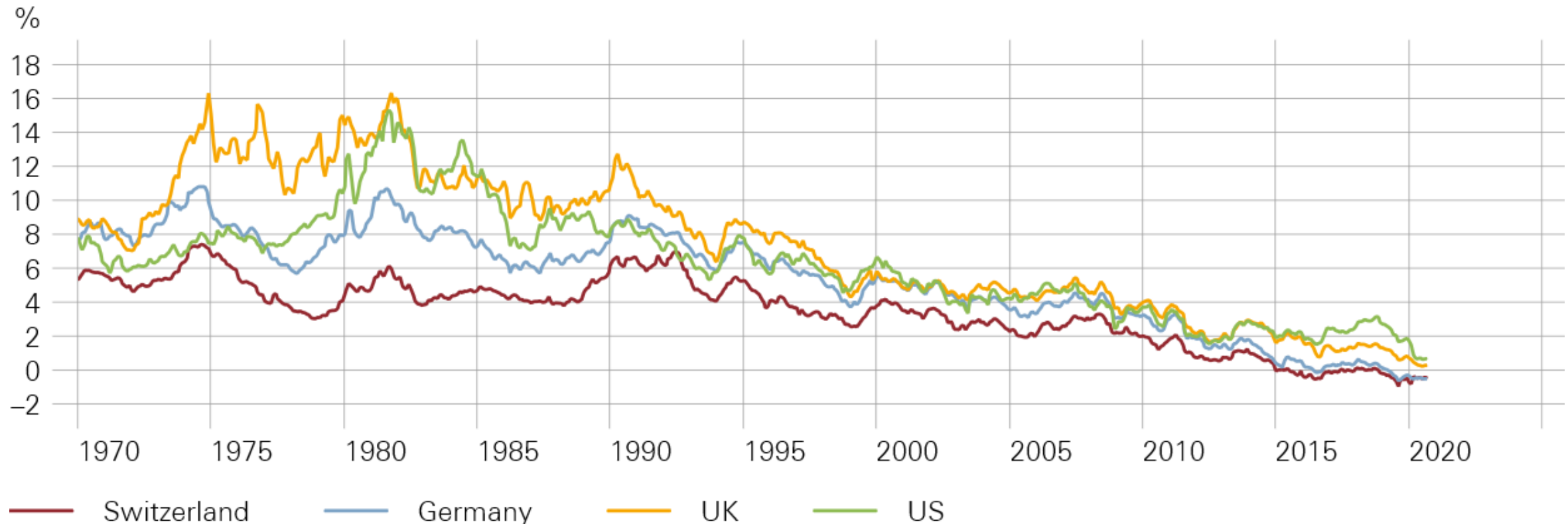
Source: SNB

Chart 2

Long-term yields have fallen globally over the past three decades

NOMINAL INTEREST RATES

10-year government bond yields

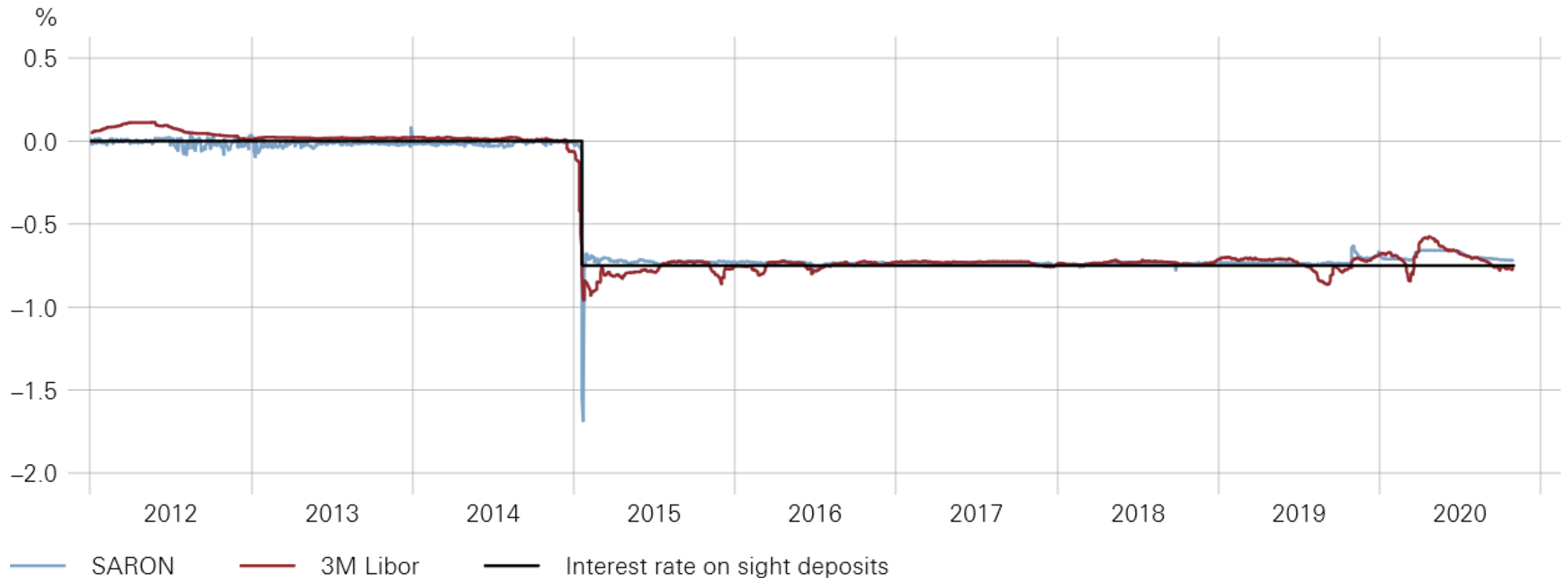


Sources: SNB, IMF, OECD

Chart 3

Interest rate on banks' sight deposits held at SNB is a key instrument

SWISS FRANC MONEY MARKET RATES

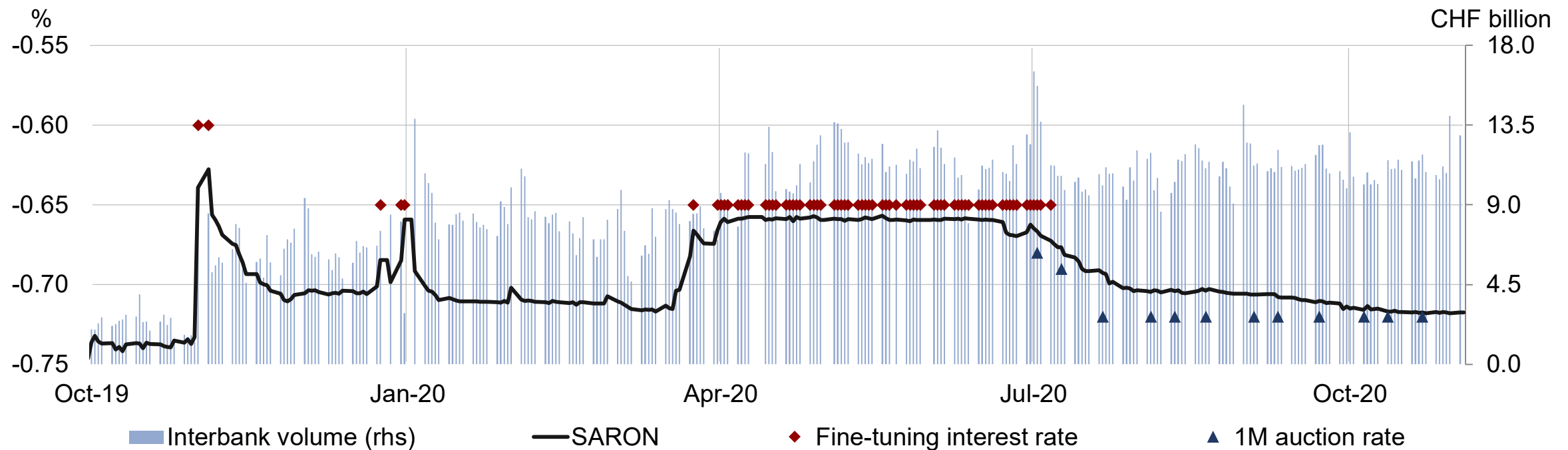


Sources: SNB, Bloomberg

Chart 4

SNB's fine-tuning operations and one-month auctions guide SARON

OVERNIGHT REPO VOLUME, SARON AND SNB'S FINE-TUNING AND AUCTION RATES



Sources: SNB, Bloomberg