



Referat

Sperrfrist

9. November 2023,
18.30 Uhr

Die Umsetzung der Geldpolitik mit positiven Zinsen und einer grossen Bilanz: Erste Erfahrungen

Geldmarkt-Apéro

Thomas Moser*

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Genf, 9. November 2023

© Schweizerische Nationalbank (Referat auf Englisch)

* Der Referent dankt Florian Böser und Dirk Faltin für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Sein Dank gilt zudem Toni Beutler, Lucas Fuhrer, Kerstin Kehrlé, Mico Loretan, Alexander Perruchoud, Raphael Reinke und Michael Schäfer für ihre wertvollen Kommentare sowie den Sprachdiensten der SNB für ihre Übersetzungen dieses Referats.

Sehr geehrte Damen und Herren

Guten Abend. Ich begrüsse Sie herzlich zum diesjährigen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank in Genf. Es freut mich sehr, dass Sie so zahlreich hier sind.

Nach einem Jahrzehnt fast ohne Inflation und beinahe acht Jahren mit Negativzinsen hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) im September 2022 ihren Leitzins wieder in den positiven Bereich angehoben. Gleichzeitig haben wir einen neuen Ansatz zur Umsetzung der Geldpolitik am Geldmarkt gewählt. Am letztjährigen Geldmarkt-Apéro haben Andréa Maechler und ich den Übergang der SNB zu einem positiven Leitzins und unseren neuen Umsetzungsansatz erörtert.¹ Heute möchte ich Ihnen von unseren ersten Erfahrungen mit diesem neuen Ansatz berichten. Dabei komme ich auch auf die Frage zu sprechen, ob der neue Ansatz nach ausreichender Bilanzreduktion längerfristig angewendet werden soll. Diese Frage beschäftigt auch andere Zentralbanken und sie wird aktuell auf internationaler Ebene in Lehre und Praxis diskutiert.

Doch bevor ich mich diesen Themen zuwende, möchte ich kurz über das aktuelle wirtschaftliche Umfeld und die Geldpolitik der SNB sprechen.

Das aktuelle wirtschaftliche Umfeld und die Geldpolitik der SNB

Die Inflation sinkt in der Schweiz und im Ausland. Die Abnahme der Konsumentenpreisinflation im Verlauf des letzten Jahres folgte auf eine rund 18-monatige Phase mit deutlich ansteigender Inflation. Dabei erreichte sie in der zweiten Hälfte des Jahres 2022 Höchstwerte, wie wir sie seit Jahrzehnten nicht mehr gesehen hatten. Folie 3 zeigt die Inflationsraten der USA (blaue Linie) und der Eurozone (orange Linie) im Jahresvergleich. Wie Sie sehen, stieg die Inflation im dritten Quartal 2022 in diesen beiden Wirtschaftsräumen bis auf rund 10%. In der Schweiz (rote Linie) erreichte die Inflation im August 2022 einen Höchststand von 3,5% im Vergleich zum Vorjahr. Seither hat die Inflation in der Schweiz abgenommen und liegt seit Juni dieses Jahres wieder im von der SNB definierten Bereich der Preisstabilität zwischen 0% und 2% pro Jahr.

Dieser Rückgang ist auf die Abschwächung mehrerer Inflationstreiber und die starke Straffung der Geldpolitik zurückzuführen. Globale Lieferengpässe, die im Zuge der Corona-Pandemie entstanden waren, haben sich in letzter Zeit deutlich entschärft. Ausserdem sind die Energie- und Nahrungsmittelpreise, nachdem sie 2022 auf den höchsten Stand seit vielen Jahren gestiegen waren, auf niedrigere Niveaus zurückgekehrt. Dabei muss betont werden: Nicht nur die Abschwächung dieser Inflationstreiber, sondern auch die geldpolitische Straffung der Zentralbanken hat massgeblich zur Senkung der Inflation beigetragen. In der Schweiz wurde diese Straffung über die Anhebung des SNB-Leitzinses und die Aufwertung des Frankens erreicht.

¹ Siehe Maechler und Moser (2022b).

Die Zentralbanken haben nicht nur ihre Leitzinsen angehoben, sondern auch ihre Bilanzen reduziert. Die linke Grafik auf Folie 4 zeigt, dass die US-Zentralbank Federal Reserve und die Europäische Zentralbank ihre Leitzinsen während der letzten zwei Jahre rasch und substantiell erhöht haben. Auch die SNB hat ihren Leitzins seit Juni 2022 um insgesamt 2,5 Prozentpunkte auf derzeit 1,75% angehoben. An unserer jüngsten geldpolitischen Lagebeurteilung im September 2023 haben wir entschieden, den SNB-Leitzins unverändert zu belassen.² Wir haben jedoch auch signalisiert, dass eine weitere Straffung der Geldpolitik nicht auszuschliessen ist, um die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten. Zusätzlich hat die SNB – wie andere Zentralbanken auch – begonnen, ihre Bilanz zu reduzieren.³ Zum Zeitpunkt der maximalen Ausdehnung der SNB-Bilanz im Jahr 2022 war diese siebenmal grösser als vor der globalen Finanzkrise von 2008 und betrug annähernd 150% des Schweizer Bruttoinlandsprodukts. Seither wurde die Bilanz um rund 23% verkürzt.

Die SNB hat die Bilanzreduktion durch Devisenverkäufe realisiert.⁴ In den vergangenen Jahren haben wir wiederholt kommuniziert, dass wir bereit sind, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, um angemessene monetäre Bedingungen in der Schweiz zu gewährleisten. Deshalb ist den Marktteilnehmern bewusst, dass Devisenmarktinterventionen zum geldpolitischen Instrumentarium der SNB gehören. Folie 5 zeigt die Devisenmarktinterventionen der SNB seit 2020. Vom zweiten Quartal 2022 bis einschliesslich des zweiten Quartals 2023 haben wir Devisen im Gegenwert von rund 101 Mrd. Franken verkauft. Diese Verkäufe haben die Aufwertung des Frankens unterstützt und somit zur Entschärfung des Inflationsdrucks aus dem Ausland beigetragen.

Der Grund für die Verzinsung von Sichtguthaben

Ich werde nun den Umsetzungsansatz der SNB darlegen und insbesondere erläutern, warum wir die Sichtguthaben der Geschäftsbanken verzinsen.

Die SNB setzt ihre Geldpolitik um, indem sie den SNB-Leitzins festlegt und die kurzfristigen besicherten Zinssätze in Franken nahe am SNB-Leitzins hält. Der wichtigste kurzfristige besicherte Frankenzinssatz ist der Tagesgeldsatz SARON (Swiss Average Rate Overnight) – siehe Folie 7. Mit der Einstellung des Libors wurde der SARON *der* Referenzzinssatz für den Schweizer Franken und auf ihn legt die SNB den Fokus bei der Umsetzung ihrer Zinspolitik am Geldmarkt. Da der SARON im Wesentlichen auf effektiven Transaktionen zwischen Banken basiert, ist eine ausreichende Interbankenaktivität am Geldmarkt nötig, um eine robuste Berechnungsgrundlage sicherzustellen.⁵ Vor diesem Hintergrund nutzen wir für die Umsetzung unserer Geldpolitik zwei Hebel. Der erste ist die abgestufte Verzinsung von

² Siehe [Einleitende Bemerkungen des Direktoriums](#) an der geldpolitischen Lagebeurteilung im September 2023.

³ Neben ihrer restriktiven Zinspolitik haben die Federal Reserve und die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik gestrafft, indem sie die Bilanz reduziert haben.

⁴ Siehe [Geschäftsbericht der SNB 2022](#) für Details zur Bilanzreduktion der SNB. Die Reduktion ist zum Teil auch auf Bewertungsverluste zurückzuführen.

⁵ Siehe Maechler und Moser (2022a).

Sichtguthaben – auch Reserve Tiering genannt – und der zweite ist die Abschöpfung von Sichtguthaben über temporäre Offenmarktoperationen (OMO). Die abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben schafft Anreize für alle Banken, miteinander zu handeln, woraus die Interbankenaktivität am Geldmarkt entsteht. Doch warum ist die Verzinsung der Sichtguthaben, welche Geschäftsbanken bei der SNB halten, notwendig?

Seit der globalen Finanzkrise hat sich die Liquiditätssituation der Geschäftsbanken grundlegend verändert. Nachdem viele Zentralbanken ihre Leitzinsen auf null oder sogar in den negativen Bereich gesenkt hatten, lockerten sie ihre Geldpolitik noch weiter, hauptsächlich durch den Ankauf von Vermögenswerten. Damals sah sich die SNB wiederholt mit einem starken Aufwertungsdruck auf den Franken konfrontiert. Um diesen Druck abzuschwächen und um angemessene monetäre Bedingungen zu gewährleisten, kaufte die SNB Devisen gegen Franken. Diese Käufe erhöhten unweigerlich das Angebot an Sichtguthaben. Da dieses Angebot den strukturellen Bedarf der Geschäftsbanken deutlich übertrifft, besteht seit geraumer Zeit ein struktureller Liquiditätsüberschuss.⁶

Bei einem strukturellen Liquiditätsüberschuss ist die Verzinsung von Sichtguthaben das einzige praktikable Instrument zur Erreichung von positiven Geldmarktzinssätzen. Banken können Sichtguthaben entweder am Geldmarkt an andere Banken verleihen oder sie – als wichtigste Alternative – bei der Zentralbank halten. Somit werden die Zinsen, welche die Banken auf ihren Sichtguthaben bei der Zentralbank erhalten, zum Referenzwert für die Geldmarktzinssätze und die Zentralbanken können diese durch die Verzinsung der Sichtguthaben in Richtung des Leitzinses steuern. Gemäss dem von der SNB gewählten Ansatz des Reserve Tierings werden nicht alle Sichtguthaben der Geschäftsbanken zum SNB-Leitzins verzinst; dieser Zinssatz gilt nur bis zu einer bankspezifischen Limite. Sichtguthaben, die diese Limite übersteigen, werden zu einem tieferen Zinssatz verzinst.

Die Steuerung der Geldmarktzinsen ohne die Verzinsung von Sichtguthaben wäre nur durch die Wiederherstellung eines strukturellen Liquiditätsdefizits möglich gewesen, was eine sehr grosse Reduzierung der Sichtguthaben vorausgesetzt hätte. Die SNB hätte dafür in sehr grossem Umfang Devisenreserven verkaufen oder in ähnlicher Grössenordnung liquiditätsabschöpfende OMO durchführen müssen. Dies wäre nicht innerhalb kurzer Frist machbar gewesen und wir hätten die Geldmarktzinssätze für eine gewisse Zeit nicht effektiv steuern können. Deshalb entschieden wir uns für einen Ansatz, der das Reserve Tiering mit der Abschöpfung von Sichtguthaben kombiniert. So können wir die kurzfristigen Zinssätze kontrollieren und ein adäquates Handelsvolumen am Interbankengeldmarkt unterstützen. Zur Abschöpfung von Sichtguthaben schliessen wir liquiditätsabschöpfende Repogeschäfte ab und emittieren SNB Bills.

⁶ Der strukturelle Bedarf ergibt sich aus regulatorischen Anforderungen, Zahlungsverpflichtungen und vorsorglichen Liquiditätspuffern. Neben dem Mindestreserveerfordernis gehören die Liquiditätsquote (Liquidity Coverage Ratio) und die Finanzierungsquote (Net Stable Funding Ratio) zu den Liquiditätsvorschriften, die den strukturellen Bedarf der Banken an Sichtguthaben beeinflussen können.

Erste Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Umsetzungsansatz

Wie hat sich unser neuer Ansatz bisher bewährt? Die kurze Antwort lautet «sehr gut». Der Ansatz hat es uns erlaubt, die Geldpolitik effektiv umzusetzen, sowohl in normalen Zeiten als auch in Zeiten von Stress an den Finanzmärkten. Lassen Sie mich das näher ausführen.

Seit der Rückkehr zum Positivzinsumfeld bewegte sich der SARON nahe am SNB-Leitzins und der Interbankenhandel lag auf einem robusten Niveau. Folie 9 zeigt, dass der SARON (rote Linie) seit September 2022 nur wenige Basispunkte vom SNB-Leitzins (blaue Linie) abgewichen ist. Die Abweichungen des SARON vom SNB-Leitzins sind ähnlich gross wie in den letzten Monaten des Negativzinsregimes.⁷ Der SNB-Leitzins wurde auch gut auf andere Segmente des Geldmarkts und auf die längerfristigen Zinssätze übertragen. Zur Interbankenaktivität ist zu sagen, dass der Handel im Overnight-Segment des Repomarkts (graue Fläche) seit dem Wechsel zu einem positiven Leitzins jederzeit robust war. Das tägliche Handelsvolumen im Overnight-Segment belief sich auf durchschnittlich 14 Mrd. Franken. Sowohl die abgestufte Verzinsung als auch die Abschöpfung von Sichtguthaben über OMO waren entscheidend, um dieses Resultat zu erreichen.

Die Reverse-Repos der Nationalbank und die SNB Bills haben sich als wirksame Instrumente für die Abschöpfung von Sichtguthaben erwiesen und sind mittlerweile gut in das Universum der Geldmarktinstrumente integriert. Die SNB emittiert Finanzinstrumente, die es erlauben, genügend Liquidität von Geschäftsbanken abzuschöpfen, um den SARON nahe am Leitzins zu halten, ohne jedoch das robuste Handelsvolumen am Interbankenmarkt zu gefährden. Sie zahlt Marktzinsen auf diesen Instrumenten, um genügend Nachfrage zu erzeugen. Mit dem Übergang zu einem positiven Leitzins im September 2022 wurde die Abschöpfung von umfangreichen Sichtguthaben in relativ kurzer Zeit nötig. Dies ist in der Grafik links auf Folie 10 dargestellt. Ein Jahr später, Ende September 2023, beliefen sich die ausstehenden OMO der SNB auf 155 Mrd. Franken. Davon machten die einwöchigen Reverse-Repos der Nationalbank 41% und die SNB Bills 59% aus.

SNB Bills haben erfolgreich eine breite Investorenbasis angezogen. SNB Bills sind handelbare Geldmarktbuchforderungen, die von Banken und Nichtbanken gehalten werden können. Wie die Grafik rechts auf der Folie zeigt, wurden SNB Bills anfänglich vor allem von inländischen Banken erworben. Als andere Marktteilnehmer jedoch mit diesem Finanzinstrument vertrauter wurden, stieg auch ihre Nachfrage danach. Ausländische Banken und Nichtbanken begannen, immer stärker in SNB Bills zu investieren, was eine breite Transmission der SNB-Geldpolitik unterstützt. Im August 2023 hielten inländische Banken 28% aller ausstehenden SNB Bills (dunkelrot), während andere Investoren 72% (hellrot) hielten.

⁷ Siehe Maechler und Moser (2020) für eine Diskussion der geldpolitischen Umsetzung der SNB im Negativzinsumfeld.

Unser Umsetzungsansatz hat nicht nur in normalen Zeiten gut funktioniert, sondern hat sich auch in Zeiten von Stress an den Finanzmärkten bewährt. Im März dieses Jahres musste die SNB der Credit Suisse umfangreiche Liquiditätshilfe zur Verfügung stellen. Das führte zu einer entsprechenden Erhöhung der gesamten Sichtguthaben, wie die blaue Linie auf Folie 11 zeigt. Während die Credit Suisse hohe Abflüsse von Kundengeldern verzeichnete, kam es bei anderen Banken zu grossen Liquiditätszuflüssen. Daraus resultierten am Geldmarkt ein höheres Liquiditätsangebot und eine tiefere Liquiditätsnachfrage. Der SARON (rote Linie) wie auch andere Geldmarktzinsen in Franken gerieten unter einen gewissen Abwärtsdruck und begannen, stärker vom SNB-Leitzins abzuweichen.

Anfänglich schöpfte die SNB die zusätzliche Liquidität über Overnight-Reverse-Repogeschäfte ab, um den Abwärtsdruck auf die Geldmarktzinsen abzuschwächen. Konkret führten wir die «regulären» Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben (einwöchige Reverse-Repos und SNB Bills mit Laufzeiten von 28 bis 336 Tagen) fort und schufen zusätzlich durch den Einsatz von Overnight-Reverse-Repos eine harte Untergrenze («hard floor») im Overnight-Segment des Repomarkts – in der Grafik als blaue Diamanten dargestellt. So wirkten wir dem Abwärtsdruck auf die Geldmarktzinssätze, inklusive SARON, entgegen und tatsächlich wich der SARON in dieser Zeitspanne nie mehr als 10 Basispunkte vom SNB-Leitzins ab.

Nach dieser ersten Phase stabilisierte die SNB die Geldmarktbedingungen weiter, indem sie das ausstehende Volumen und das Spektrum ihrer Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben ausweitete. Zwischen März und Juni emittierten wir SNB Bills mit siebentägiger Laufzeit, zusätzlich zu denjenigen mit längeren Laufzeiten. Für die Investoren war eine solche kurze Laufzeit während dieser Stressphase an den Finanzmärkten attraktiv. Das breite Spektrum an liquiditätsabschöpfenden Instrumenten erlaubte es der SNB, das abgeschöpfte Volumen sehr schnell zu steigern. Dadurch normalisierten sich die Bedingungen am Geldmarkt und folglich näherte sich der SARON wieder dem SNB-Leitzins an. Bis im Juni hatten sich die Verzerrungen der Bedingungen am Frankengeldmarkt, die aufgrund der Krise bei der Credit Suisse entstanden waren, aufgelöst.

Die Rolle des Faktors für die Limite im Umsetzungsansatz der SNB

Warum also haben wir angesichts dieser positiven Einschätzung unseres Umsetzungsansatzes kürzlich eine Anpassung des Faktors für die Limite angekündigt? Oder allgemeiner gefragt: Welche Rolle spielt dieser Faktor in unserem geldpolitischen Umsetzungsansatz?

Der Faktor für die Limite ist entscheidend für das Volumen der Sichtguthaben, das zum SNB-Leitzins verzinst wird. Wie bereits erwähnt, verzinst die Nationalbank Sichtguthaben bis zu einer bankspezifischen Limite zum SNB-Leitzins. Die Sichtguthaben, die diese Limite jedoch übersteigen, werden zum SNB-Leitzins abzüglich eines Zinsabschlags von derzeit 50 Basispunkten verzinst. Für jede Bank, die der Mindestreservepflicht unterliegt, entspricht

die individuelle Limite dem Produkt aus dem laufenden Durchschnitt der Mindestreserveerfordernisse der letzten 36 Unterlegungsperioden und dem aktuell geltenden Faktor für die Limite. Deswegen ist der Faktor für die Limite das Hauptinstrument zur Bestimmung der Höhe der Sichtguthaben, die zum SNB-Leitzins verzinst werden. Momentan beträgt dieser Faktor 28; wie letzte Woche angekündigt, wird er jedoch ab dem 1. Dezember 2023 bei 25 liegen.⁸ Wie wird sich diese Änderung auf die Banken auswirken?

Die abgestufte Verzinsung der Sichtguthaben stützt den Interbankenhandel. Eine Bank gehört einer von zwei Kategorien an: Entweder sie hat Sichtguthaben über ihrer Limite (abgebildet oben auf Folie 13) oder sie hat Sichtguthaben unter ihrer Limite (abgebildet unten auf der Folie). Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite können diese in den Operationen der SNB zur Abschöpfung von Sichtguthaben platzieren oder sie an Banken verleihen, deren Sichtguthaben unter ihrer Limite liegen (dargestellt auf Folie 14). So wird ein ausreichendes Niveau an Interbankenaktivität am Geldmarkt gesichert.

Verkauft die SNB Devisen, sinken die Sichtguthaben, was den Interbankenhandel reduzieren kann. Warum dies so ist, ist auf Folie 15 ersichtlich. Einige Banken – diejenigen im oberen Teil der Folie – haben dann weniger Sichtguthaben über ihrer Limite. Die anderen Banken – diejenigen im unteren Teil der Folie – haben weniger Sichtguthaben unter ihrer Limite. Wenn die Sichtguthaben über der Limite abnehmen, verringert sich das Bedürfnis der betroffenen Banken, Sichtguthaben in den Operationen der SNB zur Abschöpfung von Sichtguthaben zu platzieren oder sie an andere Banken zu verleihen. Unter sonst gleichen Umständen folgt daraus: Je mehr Devisen die SNB verkauft, desto wahrscheinlicher wird eine Reduktion des Interbankenhandels. Eine übermässige Abnahme des Interbankenhandels würde jedoch schliesslich die robuste Berechnungsgrundlage für den SARON gefährden. Was kann die SNB also tun, um diese Situation zu verhindern?

Die SNB kann dem Effekt von abnehmenden Sichtguthaben auf den Interbankenhandel entgegenwirken, indem sie die Abschöpfung von Sichtguthaben über temporäre OMO reduziert und den Faktor für die Limite senkt. Durch die Senkung des systemweiten Faktors für die Limite verringert die SNB die Limite jeder einzelnen Bank, wie auf Folie 16 dargestellt ist. In der Folge werden einige Banken mehr Sichtguthaben über ihrer Limite halten, die sie dann am Interbankenmarkt handeln oder in den SNB-Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben platzieren können. Wichtig dabei ist, dass diese Anpassungen rein technischer Natur sind und den geldpolitischen Kurs der SNB nicht beeinflussen.

⁸ Siehe [Medienmitteilung «SNB nimmt Anpassungen bei der Verzinsung von Sichtguthaben vor»](#) vom 30. Oktober 2023. Wir haben ausserdem angekündigt, dass die Sichtguthaben, welche die Banken zur Erfüllung der Mindestreserveerfordernisse verwenden, nicht mehr verzinst werden. Diese Anpassung verringert die Zinskosten der SNB.

Ein längerfristiger Ausblick für die Umsetzung der Geldpolitik

Nun möchte ich eine längerfristige Perspektive einnehmen und auf die laufende internationale Diskussion über verschiedene Ansätze zu dieser Thematik zu sprechen kommen.

Zurzeit werden zwei Ansätze für die geldpolitische Umsetzung am Geldmarkt diskutiert. Die Verkürzung der Bilanzen von Zentralbanken – und die daraus folgende Verringerung des Liquiditätsangebots für den Bankensektor – wirft zwei wichtige Fragen auf: Was ist eine angemessene Höhe an Sichtguthaben? Und wie soll die Geldpolitik längerfristig umgesetzt werden? Das rege Interesse an diesen geldpolitischen Fragestellungen zeigt sich in den zahlreichen Artikeln, die von Zentralbanken und internationalen Organisationen dazu publiziert werden.⁹ Im Kern dreht sich die Debatte um die Frage, ob Zentralbanken zu dem vor der globalen Finanzkrise vorherrschenden System mit einem strukturellen Defizit an Sichtguthaben zurückkehren oder besser am heutigen System mit einem strukturellen Überschuss an Sichtguthaben festhalten sollen. Ich fasse die wichtigsten Eigenschaften der beiden Systeme kurz zusammen.

Der Unterschied liegt hauptsächlich in der Gesamthöhe der Sichtguthaben, die dem Bankensektor zur Verfügung stehen. Wie links auf Folie 18 dargestellt, bietet die Zentralbank in einem sogenannten Floor-System Sichtguthaben deutlich über dem strukturellen Bedarf der Banken an. Daraus ergibt sich, dass die Geldmarktzinssätze nicht auf Veränderungen im Angebot an Sichtguthaben reagieren und die Höhe der Zinssätze am Geldmarkt durch die von der Zentralbank auf Sichtguthaben bezahlten Zinsen bestimmt wird. Folglich befindet sich der Interbankenzinssatz am unteren Ende («floor») der von der Zentralbank festgelegten Zinssätze, woraus das Floor-System seinen Namen ableitet. In einem Korridor-System hingegen bietet die Zentralbank Sichtguthaben nahe am strukturellen Bedarf der Banken an, dargestellt auf der rechten Seite der Folie. In einem solchen System reagieren die Geldmarktzinssätze typischerweise auf kleine Veränderungen im Angebot an Sichtguthaben. Somit kann die Zentralbank die Zinssätze über das aktive Steuern des Sichtguthabenangebots beeinflussen, ohne die Sichtguthaben zu verzinsen.

Welches der beiden Systeme ist also vorzuziehen? Die internationale Diskussion über die Vor- und Nachteile der beiden Systeme befasst sich mit einer Reihe von Fragen (siehe Folie 19), wovon zwei besonders wichtig sind. Erstens: Wie genau können

⁹ Für eine Diskussion über die Rückkehr zum Korridor-System siehe Borio (2023) und Schnabel (2023). Im Zusammenhang mit ihren Anleihenverkäufen diskutiert die Bank of England (2022) die Implikationen verschiedener Umsetzungsansätze für ihre Bilanz und für die Kontrolle über die kurzfristigen Zinssätze. Hauser (2023) liefert Argumente, weshalb zur Erhaltung der Finanzstabilität generell ein wesentlich höherer Bestand an Sichtguthaben nötig sein dürfte als vor 2008, und erörtert Wege zur Senkung der damit verbundenen Kosten und Risiken. Das Federal Reserve Board (2019) legt für seinen Teil dar, wie die US-Zentralbank Federal Reserve ihre Geldpolitik in einem Regime umsetzt, in dem das Angebot an Sichtguthaben umfangreich ist und so die «Federal Funds Rate» und andere kurzfristige Zinssätze primär durch die Festlegung der von der Federal Reserve festgelegten Zinssätze kontrolliert werden. In diesem Regime ist kein aktives Management des Angebots an Sichtguthaben nötig. Perli (2023) zieht aus den jüngsten Erfahrungen Lehren für die geldpolitische Umsetzung der Federal Reserve, während Afonso et al. (2022) die Entwicklung ihres Ansatzes zur Umsetzung der Geldpolitik seit der Zeit vor der globalen Finanzkrise erörtern.

Geldmarktzinssätze kontrolliert werden? Und zweitens: Welche Auswirkungen haben die jeweiligen Systeme auf die Handelsaktivität am Interbankengeldmarkt?

Ein Floor-System gewährt mehr Kontrolle über die Geldmarktzinsen. Der Zinssatz, zu dem Sichtguthaben in einem Floor-System verzinst werden, bestimmt den Tageszinssatz am Geldmarkt unabhängig vom Gesamtangebot an Sichtguthaben. Durch die Anpassung der auf Sichtguthaben bezahlten Zinsen kann die Zentralbank die Zinshöhe am Geldmarkt steuern. In einem Korridor-System hingegen können kleine Veränderungen des Angebots an Sichtguthaben oder der Nachfrage nach Sichtguthaben grosse Schwankungen der Zinssätze zur Folge haben. Deswegen ist die Wahrscheinlichkeit für volatilere Zinssätze in einem Korridor-System grösser als in einem Floor-System.

Geldmarktzinsen zuverlässig kontrollieren zu können ist wichtig, denn es gibt Gründe zur Annahme, dass der strukturelle Bedarf der Banken nach Sichtguthaben unvorhersehbarer geworden ist. Die höhere Volatilität hat ihren Ursprung hauptsächlich in Liquiditätsvorschriften, die nach der globalen Finanzkrise eingeführt wurden. Es wäre deshalb wahrscheinlich schwieriger, die Geldmarktzinsen in einem Korridor-System präzise zu kontrollieren. Fortlaufende Innovationen in den Bereichen digitale Zahlungssysteme und Geldformen, insbesondere Fintech und die Distributed-Ledger-Technologie, weisen in die gleiche Richtung, da sie ebenfalls den strukturellen Bedarf an Sichtguthaben beeinflussen. Im unwahrscheinlichen Fall, dass solche Innovationen – z.B. die weitverbreitete Verwendung von Stablecoins – die Abwicklung von Zahlungen ohne Zentralbankgeld ermöglichen, dürfte in einem Floor-System die Nachfrage nach Zentralbankgeld dennoch genügend gross sein, sodass die Zentralbanken die Geldmarktzinssätze steuern können.¹⁰

Ein Korridor-System bietet stärkere Anreize für Interbankenaktivität am Geldmarkt. Wie zuvor erläutert, wird das Angebot an Sichtguthaben in einem Korridor-System so festgelegt, dass es nahe am aggregierten strukturellen Bedarf der Banken an Sichtguthaben liegt. Banken, deren Sichtguthaben unter ihrem strukturellen Bedarf sind, haben folglich einen starken Anreiz, am Geldmarkt Mittel aufzunehmen. Banken, deren Sichtguthaben ihren strukturellen Bedarf übersteigen, könnten umgekehrt daran interessiert sein, diese überschüssigen Sichtguthaben zu einem positiven Zinssatz am Geldmarkt zu verleihen, anstatt sie ohne Verzinsung bei der Zentralbank zu halten. Ein Floor-System hingegen gibt den Banken weniger Anreize für den Handel am Geldmarkt, da die Sichtguthaben aller Banken deutlich über ihrem strukturellen Bedarf liegen und ihre Sichtguthaben bei der Zentralbank Zinsen einbringen. Dies könnte zu einer deutlichen Reduktion der Interbankenaktivität oder schlimmstenfalls sogar zum vollständigen Verschwinden des Interbankenmarkts führen. Wie bereits erwähnt, wollten wir genau ein solches Szenario vermeiden und haben deswegen das Reserve Tiering eingeführt.

¹⁰ Siehe Woodford (2000) für eine ähnliche Diskussion, die zur Jahrtausendwende in Verbindung mit der Internetrevolution und «elektronischem Geld» entstand.

Weitere wichtige Fragen in der Diskussion betreffen die Rolle von Sichtguthaben für die Finanzstabilität: Wie wichtig sind beispielsweise die Sichtguthaben als qualitativ hochwertige liquide Aktiven für Geschäftsbanken? Und wie könnte die Fähigkeit der Banken, Zahlungen zu tätigen, beeinflusst werden? Diese Fragen werden zurzeit diskutiert, aber eines ist schon jetzt klar: Die Vor- und Nachteile des Floor-Systems und des Korridor-Systems müssen sorgfältig gegeneinander abgewogen werden, bevor eine endgültige Entscheidung zur längerfristigen Umsetzung der Geldpolitik getroffen werden kann.

Abschliessende Bemerkungen

Damit bin ich am Ende meines Referats angelangt. Lassen Sie mich die wichtigsten Punkte kurz zusammenfassen. Unsere ersten Erfahrungen weisen darauf hin, dass unser neuer geldpolitischer Umsetzungsansatz den SARON erfolgreich gesteuert und die Übertragung des SNB-Leitzinses auf andere Geldmarktsegmente wie auch auf die längerfristigen Zinssätze gesichert hat. Gleichzeitig ist der Handel am Interbankenmarkt robust geblieben. Die Reverse-Repos der Nationalbank und die SNB Bills haben sich für die Abschöpfung von Sichtguthaben bewährt und sind gut in das Universum der Geldmarktinstrumente integriert. Mit dem aktuellen Ansatz konnten wir auch bei sich rasch verändernden Marktbedingungen, wie während der Krise bei der Credit Suisse, unsere Geldpolitik effektiv umsetzen.

Abschliessend möchte ich nochmals betonen, dass für die meisten Zentralbanken noch nicht feststeht, welchen geldpolitischen Umsetzungsansatz – ein Floor-System oder ein Korridor-System – sie längerfristig anwenden werden. Die Entscheidung wird von vielzähligen Faktoren abhängig sein, insbesondere von den Antworten auf die Fragen, die ich heute in diesem Referat aufgeworfen habe. In jedem Fall wird die SNB-Bilanz weiterhin primär die geldpolitisch relevanten Aktivitäten der SNB reflektieren. Sie ergibt sich aus der Erfüllung des SNB-Mandats, Preisstabilität zu gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen.

Referenzen

- Afonso, G., Logan, L., Martin, A., Riordan, W. und Zobel, P. (2022), How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved, *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 10. Januar.
- Bank of England (2022), Managing the operational implications of APF unwind for asset sales, control of short-term market interest rates and the Bank of England's balance sheet, *Bank of England Explanatory Note*, 4. August.
- Borio, C. (2023), Getting up from the floor, *BIS Working Papers*, Nr. 1100, Mai.
- Federal Reserve Board (2019), Statement Regarding Monetary Policy Implementation, *Press Release*, 11. Oktober.
- Hauser, A. (2023), 'Less is more' or 'Less is a bore'? Re-calibrating the role of central bank reserves, *Kings College London's Bank of England Watchers' Conference*, 3. November.
- Maechler, A. und Moser, T. (2020), Umsetzung der Geldpolitik: Wie die Zinsen im negativen Bereich gesteuert werden, *Geldmarkt-Apéro der SNB*, 5. November.
- Maechler, A. und Moser, T. (2022a), Nach dem Libor: Eine neue Ära der Referenzzinssätze, *Geldmarkt-Apéro der SNB*, 31. März.
- Maechler, A. und Moser, T. (2022b), Rückkehr zu positiven Zinsen: Warum «Reserve Tiering»? , *Geldmarkt-Apéro der SNB*, 17. November.
- Perli, R. (2023), Implementing Monetary Policy: What's Working and Where We're Headed, *Remarks at the National Association for Business Economics (NABE) Annual Meeting*, 10. Oktober.
- Schnabel, I. (2023), Back to normal? Balance sheet size and interest rate control, *Speech at an event organised by Columbia University and SGH Macro Advisors*, 27. März.
- Woodford, M. (2000), Monetary Policy in a World Without Money, *International Finance*, S. 229–260.

Die Umsetzung der Geldpolitik mit positiven Zinsen und einer grossen Bilanz: Erste Erfahrungen

Thomas Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Genf, 9. November 2023

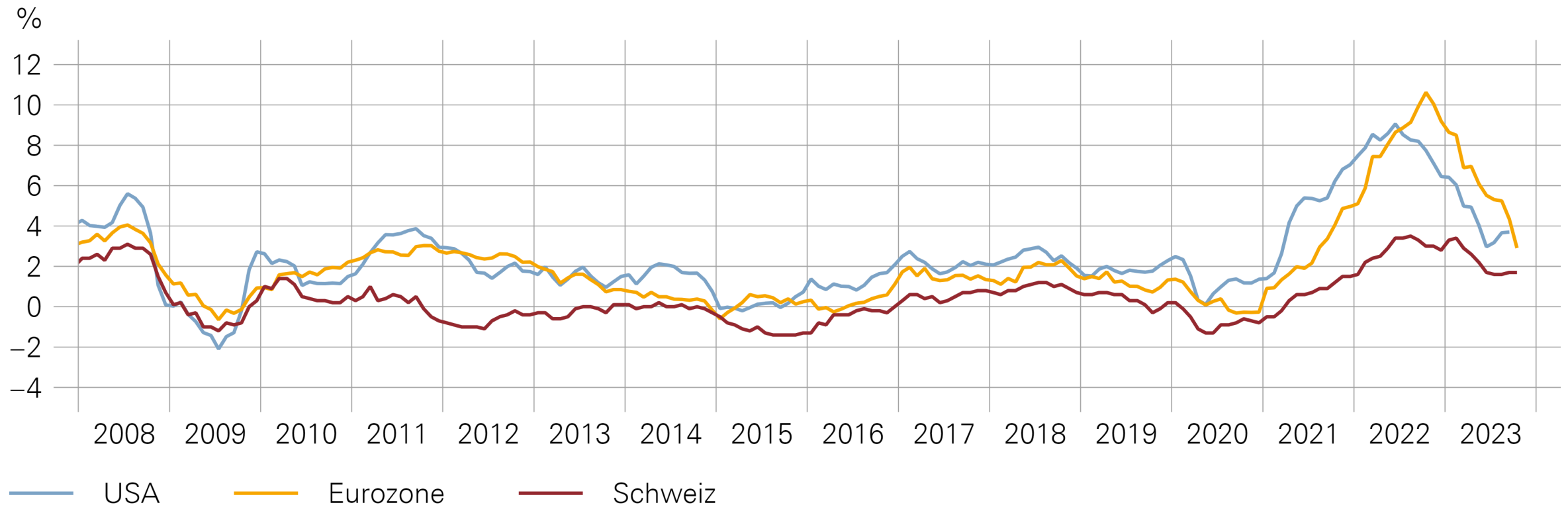
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Das aktuelle wirtschaftliche Umfeld und die Geldpolitik der SNB

Die Inflation sinkt in der Schweiz und im Ausland

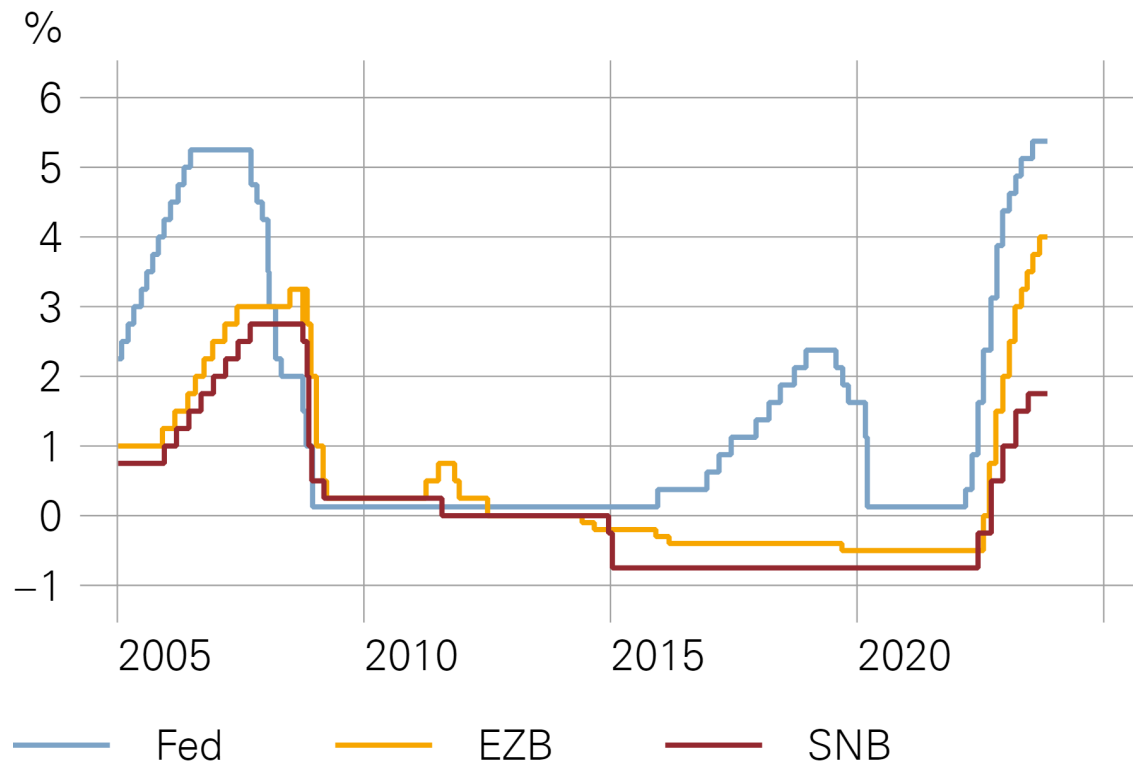
KONSUMENTENPREISINFLATION: VERÄNDERUNG GEGENÜBER VORJAHR



Quelle: Refinitiv Datastream

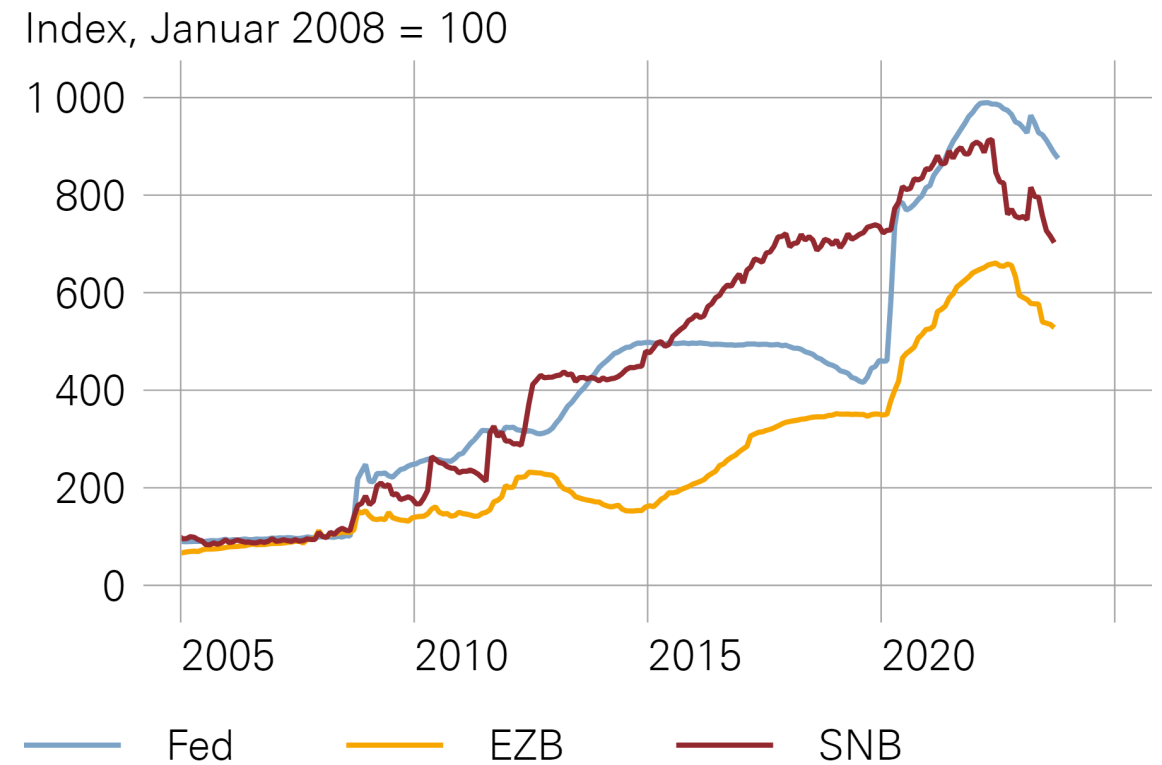
Die Zentralbanken strafften die monetären Bedingungen nicht nur durch Leitzinsanhebungen, sondern auch durch die Verkürzung ihrer Bilanzen

LEITZINSEN DER ZENTRALBANKEN



Quellen: Bloomberg, SNB

ZENTRALBANKBILANZEN

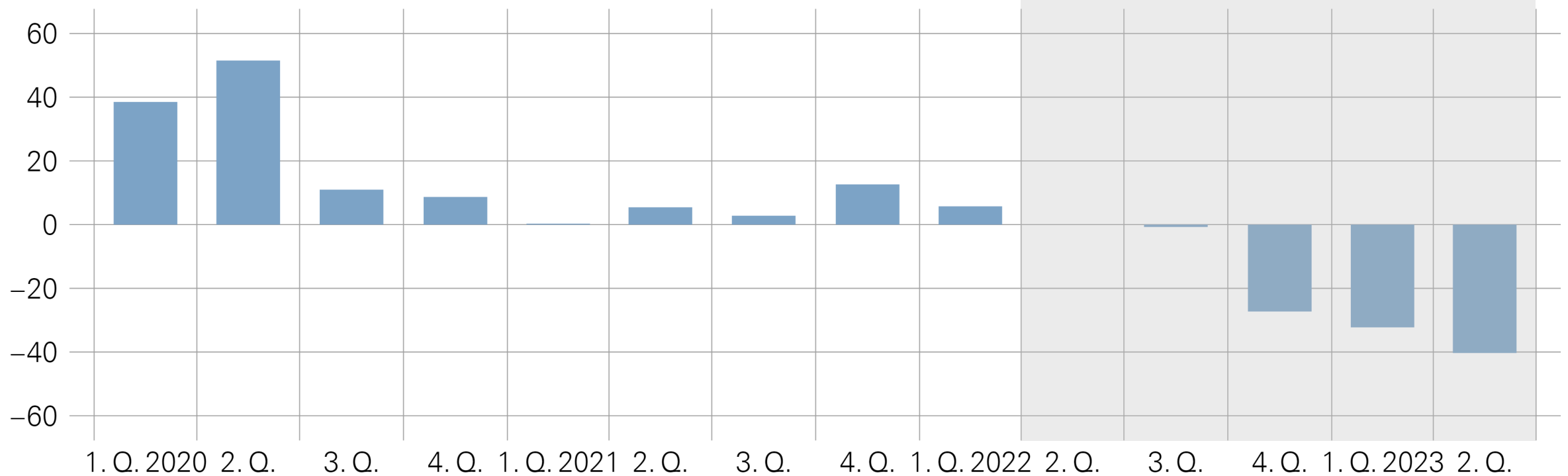


Quellen: Bloomberg, SNB

Die Bilanzreduktion der SNB resultiert primär aus Devisenverkäufen

DEISENMARKTINTERVENTIONEN DER SNB

Mrd. CHF



Quelle: SNB

Der Grund für die Verzinsung der Sichtguthaben

Bei einem strukturellen Liquiditätsüberschuss ist die Verzinsung von Sichtguthaben das einzige praktikable Instrument zur Zinssteuerung

Rahmenbedingungen

Struktureller
Liquiditätsüberschuss

SARON als neuer
Referenzzinssatz

Ziele

Effektive Steuerung von kurz-
fristigen besicherten Zinssätzen

Unterstützung der Interbanken-
aktivität am Geldmarkt

Ansatz

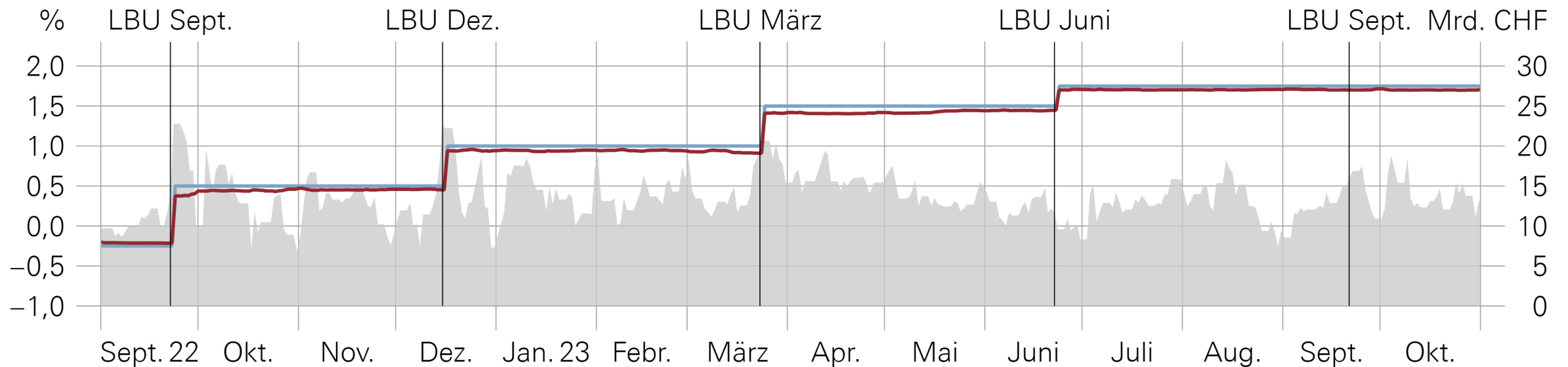
Abgestufte Verzinsung von
Sichtguthaben

Abschöpfung von Sichtguthaben
über temporäre OMO

Erste Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Umsetzungsansatz

Der SARON bewegte sich bei robuster Interbankenaktivität nahe am Leitzins

FRANKENREPOMARKT



— SNB-Leitzins (linke Skala)

— SARON (linke Skala)

■ Volumen des Interbankenhandels im Overnight-Segment (rechte Skala)

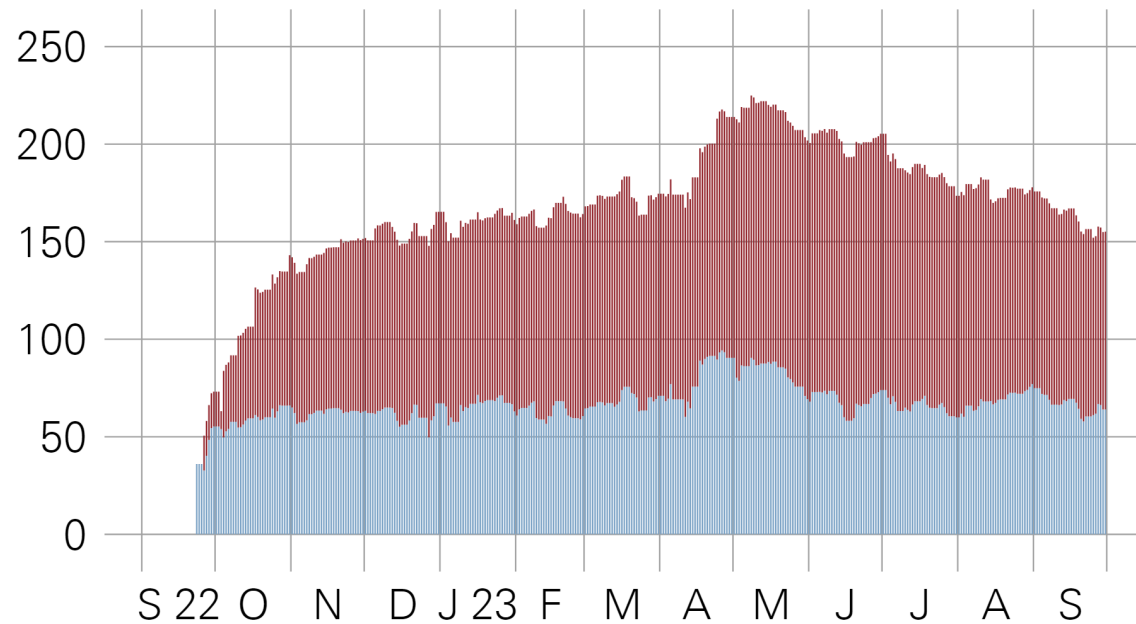
LBU: Geldpolitische Lagebeurteilung der SNB

Quellen: SIX Repo AG, SNB

Reverse-Repos und SNB Bills wirksam für Abschöpfung von Sichtguthaben und gut in Universum der Geldmarktinstrumente integriert

AUSSSTEHENDE TEMPORÄRE OMO

Mrd. CHF

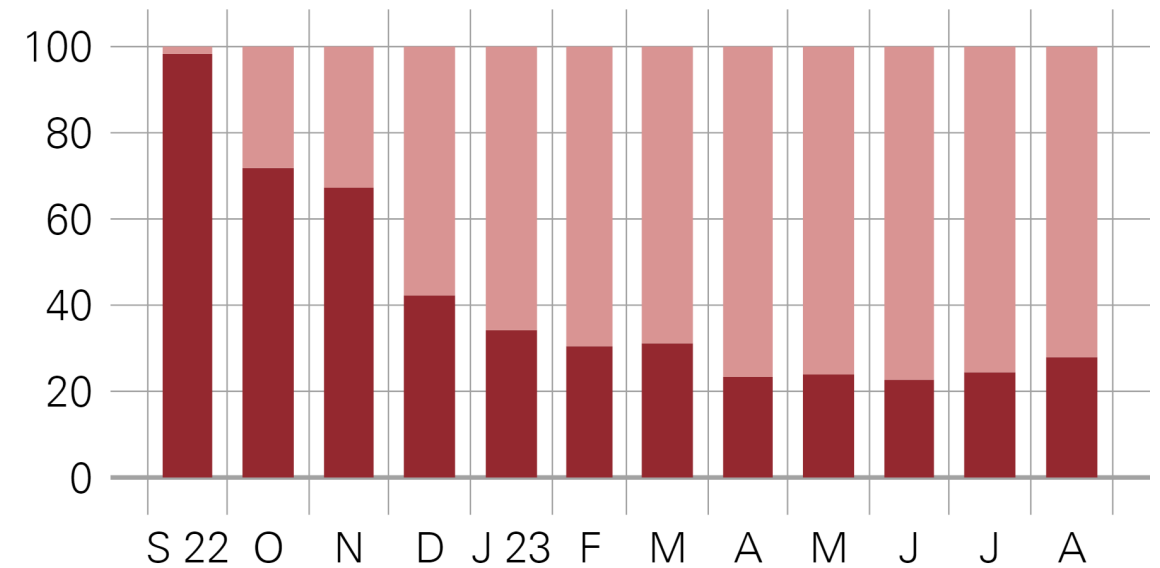


■ SNB-Reverse-Repos ■ SNB Bills

Quelle: SNB

INVESTORENBASIS DER SNB BILLS

Anteil in %



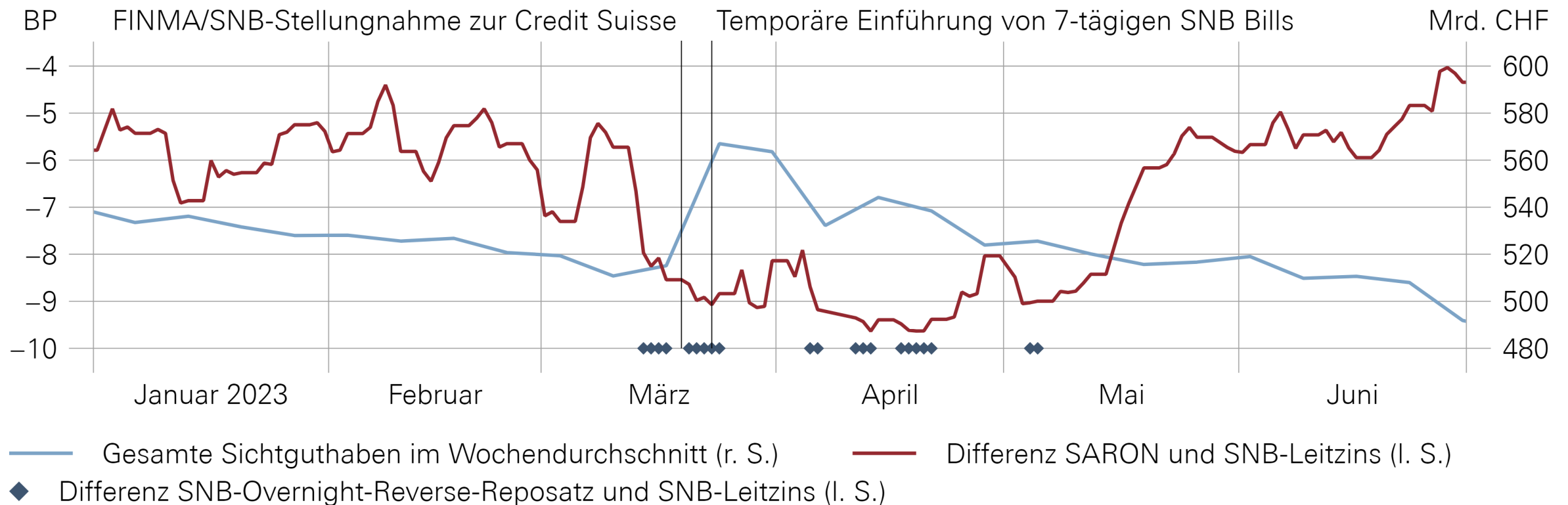
■ Inländische Banken ■ Andere Investoren¹

¹ «Andere Investoren» beinhaltet private und institutionelle Investoren im In- und Ausland.

Quelle: SNB

Die Umsetzung der Geldpolitik war auch bei sich rasch verändernden Marktbedingungen während der Krise bei der Credit Suisse effektiv

BEDINGUNGEN AM FRANKENGELDMARKT WÄHREND DER KRISE BEI DER CREDIT SUISSE

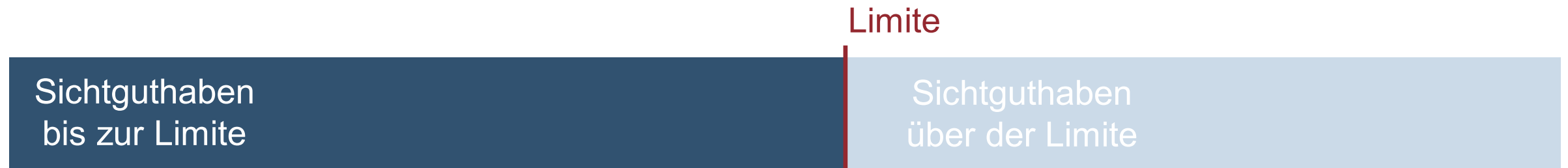


Quelle: SNB

Die Rolle des Faktors für die Limite im Umsetzungsansatz der SNB

Banken mit Sichtguthaben über der Limite können diese in den SNB-Abschöpfungsoperationen platzieren oder sie anderen Banken leihen

Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite

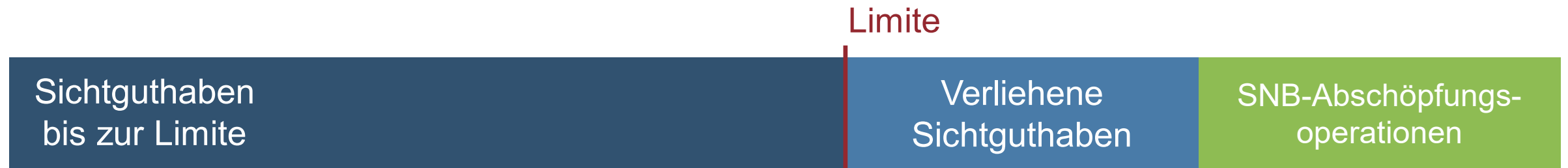


Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite

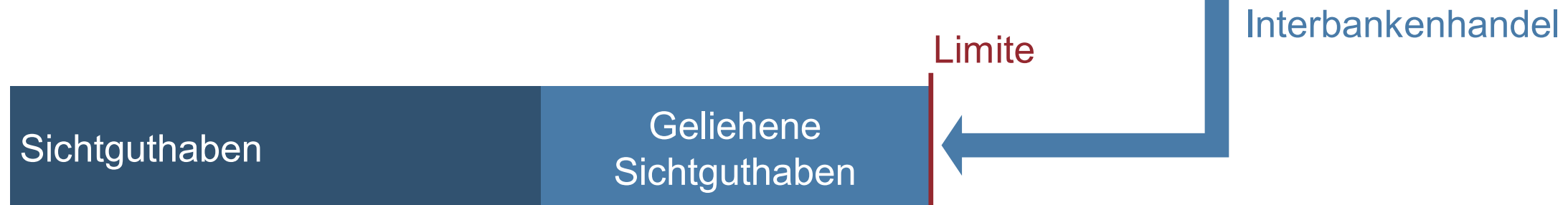


Banken mit Sichtguthaben über der Limite können diese in den SNB-Abschöpfungsoperationen platzieren oder sie anderen Banken leihen

Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite

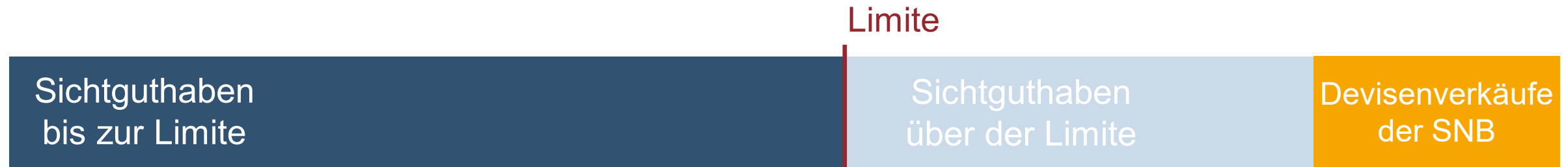


Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite



Die Devisenverkäufe der SNB senken die Sichtguthaben der Banken, was den Interbankenhandel reduzieren kann

Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite

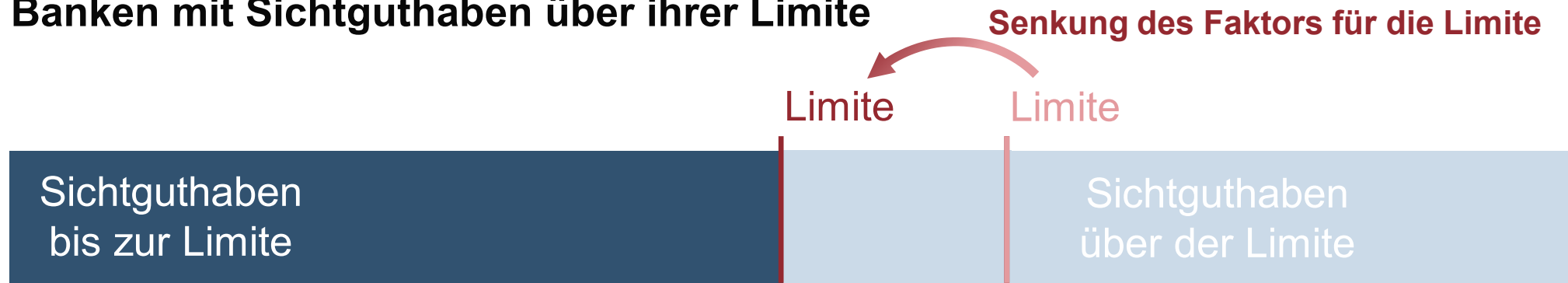


Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite

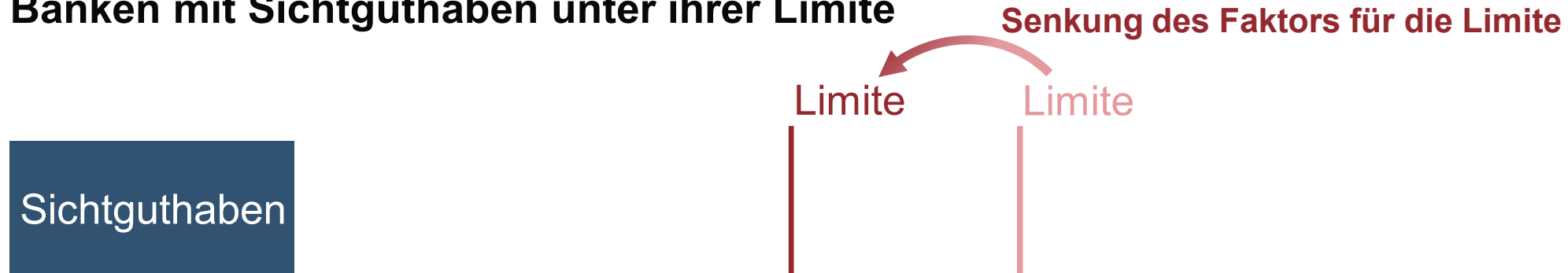


Durch die Senkung der bankspezifischen Limiten kann die SNB genügend Spielraum für den Interbankenhandel schaffen

Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite



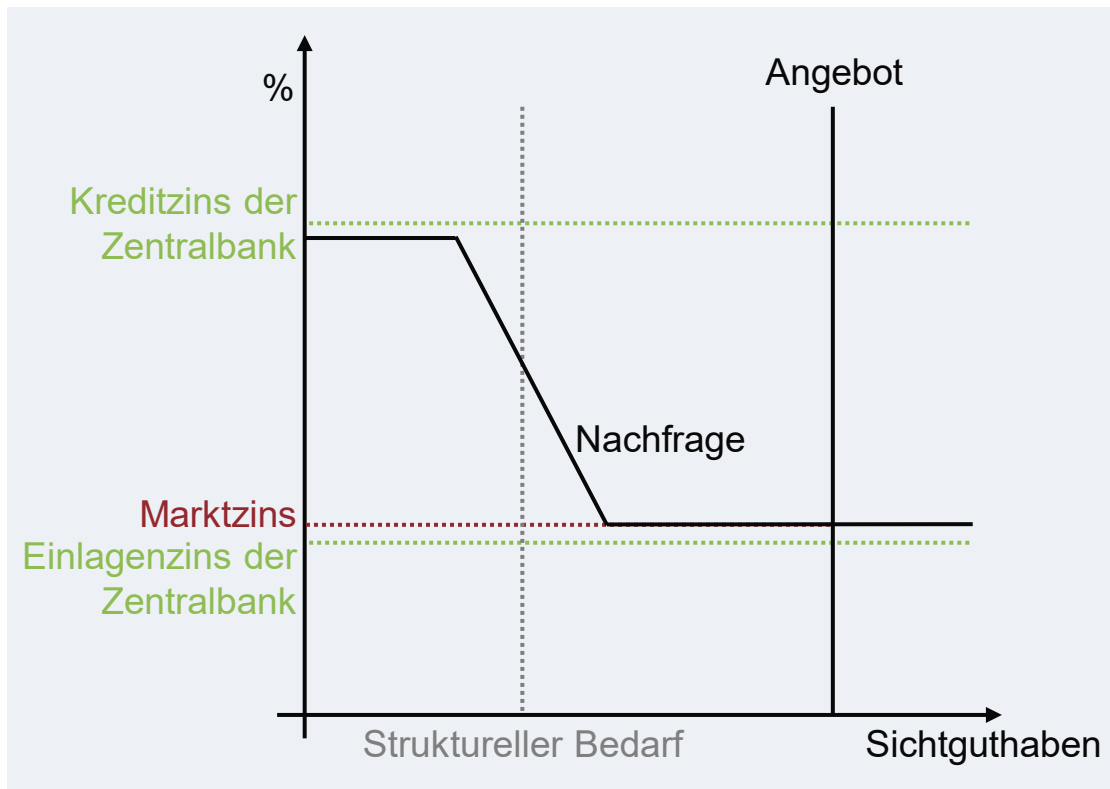
Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite



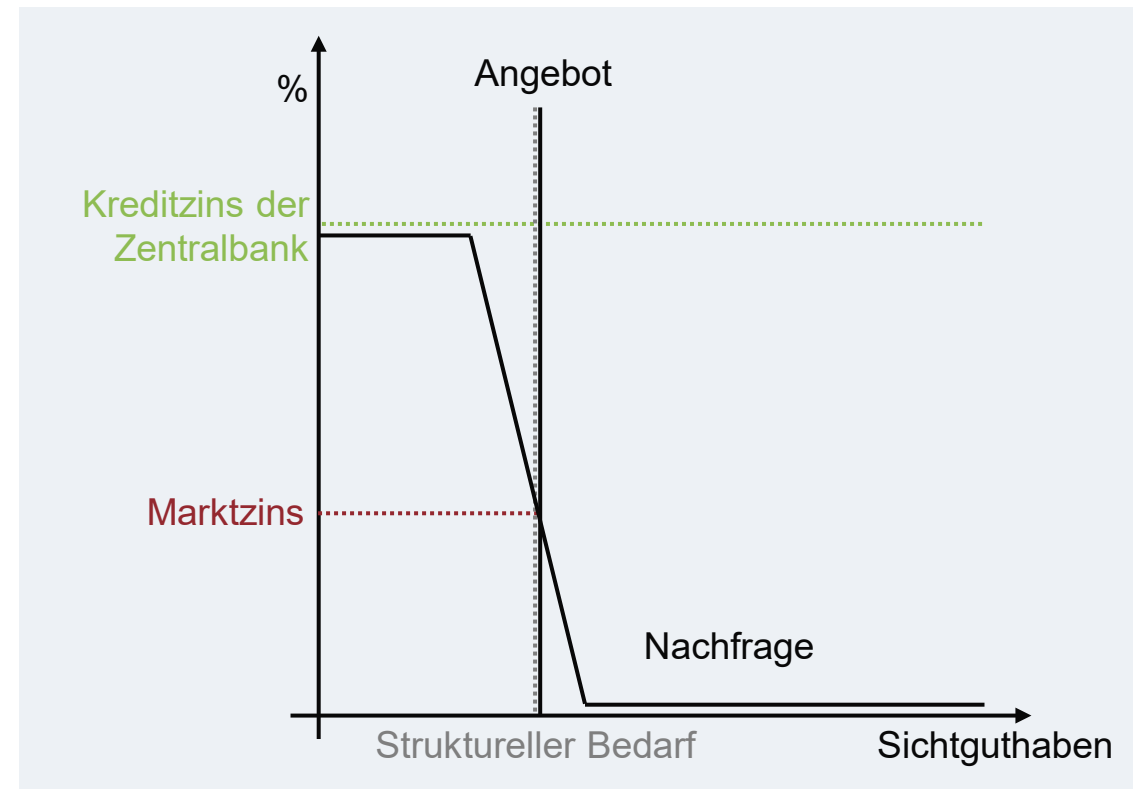
Ein längerfristiger Ausblick für die Umsetzung der Geldpolitik

International werden derzeit zwei Ansätze zur längerfristigen Umsetzung der Geldpolitik diskutiert

Floor-System



Korridor-System



Vor einer möglichen Rückkehr zur Umsetzung der Geldpolitik in einem Korridor-System müssen einige wichtige Fragen beantwortet werden

- ▶ Wie genau können die Geldmarktzinssätze kontrolliert werden?
- ▶ Wie wird der Handel am Interbankengeldmarkt beeinflusst?
- ▶ Wie wichtig sind die Sichtguthaben als qualitativ hochwertige liquide Aktiven für die Banken?
- ▶ Wie wird die Fähigkeit der Banken, Zahlungen zu tätigen, beeinflusst?

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

