

**Referat**

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

**Sperrfrist**  
31. März 2016 18:00

---

## **Umsetzung der Geldpolitik in bewegten Zeiten**

### Geldmarkt-Apéro

**Dewet Moser**

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums\*  
Schweizerische Nationalbank  
Zürich, 31. März 2016  
© Schweizerische Nationalbank, Zürich

---

\* Der Referent dankt Severin Bernhard, Lucas Fuhrer, Basil Guggenheim, Carolin Hecht, Peter Kuster und Barbara Stahel für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags.

Geschätzte Damen, wertere Herren

Es ist mir eine grosse Freude, dass ich Sie auch von meiner Seite zum traditionellen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Zürich willkommen heissen darf. Meinem heutigen Vortrag habe ich den Titel «Umsetzung der Geldpolitik in bewegten Zeiten» gegeben. Vielleicht erinnern Sie sich noch an unseren Anlass vor einem Jahr. Damals trug mein Referat den Titel «Szenenwechsel bei der Umsetzung der Geldpolitik», in Anspielung auf die Aufhebung des Mindestkurses gegenüber dem Euro am 15. Januar 2015. Dieser Entscheid bewegt die Wirtschaft, die Öffentlichkeit und die Finanzmärkte bis heute. Auch für die SNB waren die Zeiten bewegt: Um ihren Auftrag in einem veränderten Umfeld erfüllen zu können, richtete sie die Umsetzung der Geldpolitik neu aus. Vor wenigen Wochen haben wir an der geldpolitischen Lagebeurteilung den seither eingeschlagenen Kurs bekräftigt: Wir erheben weiterhin einen Negativzins auf den Sichtguthaben und bleiben am Devisenmarkt aktiv, um bei Bedarf Einfluss auf die Wechselkursentwicklung zu nehmen. Der Franken ist nach wie vor deutlich überbewertet.

Wir wissen, dass die aktuelle Währungsrelation zum Euro für die Schweizer Wirtschaft trotz der in den vergangenen Monaten erfolgten Abwertung des Frankens eine Herausforderung darstellt. Hätte die SNB daher aus heutiger Sicht am Mindestkurs festhalten müssen? Meine kurze und klare Antwort heisst nein, und ich möchte dies anhand von **Abbildung 1** illustrieren. Die SNB hatte ja seinerzeit bei der Aufhebung des Mindestkurses darauf hingewiesen, dass sich «die Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung der bedeutenden Währungsräume» – im Klartext in der Eurozone und auf der anderen Seite des Atlantiks in den USA – markant verstärkt hätten und sich noch weiter akzentuieren würden. Die Abbildung zeigt deshalb die Entwicklung des handelsgewichteten Euros in rot und des US-Dollars in blau, wobei der Franken und somit auch der Effekt der Aufhebung des Mindestkurses ausgeklammert wurde. Mitte 2014 trennen sich die Wege der beiden wichtigsten internationalen Währungen, und die Kluft zwischen dem weicheren Euro und dem härteren US-Dollar hat sich bis heute nicht verkleinert und schon gar nicht geschlossen.

### **Festhalten am Mindestkurs – auch ex post keine valable Option**

Was lässt sich daraus für die Interventionsbeträge ablesen, die nötig gewesen wären, um den Mindestkurs komme was wolle weiterhin durchzusetzen? Wir mussten Anfang 2015 in grossem Stil Devisen kaufen, damit der Mindestkurs hielt. So entfiel im vergangenen Jahr der Löwenanteil unserer Devisenkäufe von insgesamt 86 Mrd. Franken auf den Monat Januar. Nach der Aufhebung des Mindestkurses sind die beiden Währungen Euro und US-Dollar weiter auseinandergelaufen. Es wäre natürlich vermessen, wenn jemand behaupten würde, er könne den Betrag genau beziffern, den die SNB zur weiteren Verteidigung des Mindestkurses hätte aufwenden müssen. Doch deuten die rötlich eingefärbte Fläche zwischen den beiden Kurven und die roten Pfeile, die jeweils eine weitere Verschärfung der Euroschwäche markieren, stark darauf hin, dass wir gezwungen gewesen wären, den Mindestkurs von 1.20 Franken pro

Euro mit immer grösseren Beträgen zu verteidigen. Der US-Dollar hätte ohne unseren Entscheid zeitweise fast 1.15 Franken kosten müssen und im Durchschnitt etwa 10 Rappen mehr als der tatsächliche Kurs. Erschwerend dazugekommen wäre eine rein technische Frankennachfrage: Als der Euro-Franken-Kurs ganz nahe beim Mindestkurs handelte, wurde für den Verkauf von Euro gegen Dollar der Umweg über den Franken attraktiv, weil sich der Euro-Franken-Kurs nicht mehr bewegen konnte. Auch dieses zusätzliche Verkaufsinteresse im Euro-Franken hätte die SNB absorbieren müssen. Der Versuch, uns à tout prix am Mindestkurs festzuklammern, wäre vor diesem Hintergrund wohl ähnlich aussichtsreich gewesen wie das Unterfangen, den Atlantik austrinken zu wollen. Unsere Bilanz wäre unkontrolliert und rapide gewachsen, ohne Aussicht auf eine dauerhafte Stabilisierung der Wechselkurslage. Der geldpolitische Nutzen der Massnahme hätte in keinem vertretbaren Verhältnis zu den Kosten gestanden.

Kehren wir nun von diesem hypothetischen Szenario in die Realität zurück: Diese dunkel gestrichelte Linie kennen Sie bereits – ich hatte sie Ihnen vor einem Jahr zum Abschluss präsentiert (**Abbildung 2**). Die Linie zeigt den Mittelwert der Analystenprognosen für den handelsgewichteten Franken im März 2015. Heute wissen wir, dass sich der Franken nach der raschen Aufwertung infolge der Aufhebung des Mindestkurses in den vergangenen Quartalen in der Tat merklich abgeschwächt hat; der effektive Verlauf ist als rot gepunktete Linie dargestellt. Sie sehen: Die Analystengilde hat vor einem Jahr die Entwicklung recht gut antizipiert. Aktuell geht sie gemäss der gestrichelten Linie in **Abbildung 3** davon aus, dass sich der Franken nochmals etwas abschwächt. Der Trend ist aus Sicht der SNB erfreulich, dürfte allerdings ruhig noch akzentuierter sein.

Ebenfalls positiv zu vermerken ist, dass sich der Franken abgeschwächt hat, obschon das Umfeld dazu nicht unbedingt das förderlichste war. In **Abbildung 4** ist der handelsgewichtete Franken als rote Linie abgetragen, indexiert seit unserem letzten Geldmarkt-*Apéro* hier in Zürich. Die graue Fläche entspricht dem Volatilitätsindex VIX für den US-Aktienmarkt, der auch als «Angstindikator» für die amerikanische Börse bekannt ist. Obschon die als dunkle Wolken dargestellten Belastungsfaktoren – Griechenland, China, der Ölpreis, Sorgen um das globale Wachstum sowie die Furcht vor einem Brexit – Unsicherheit schürten, schwächte sich der Franken kontinuierlich ab. Eine wichtige Voraussetzung dafür war die Rückkehr zu geordneten Marktverhältnissen.

## Devisenmarkt – Rückkehr zu geordneten Verhältnissen

**Abbildung 5** zeigt zwei zentrale Indikatoren für die Marktqualität. Im oberen Teil ist die Geld-Brief-Spanne für die beiden wichtigsten Franken-Währungspaare dargestellt, den Euro-Franken sowie den Dollar-Franken, und zu Vergleichszwecken auch für den Euro-Dollar. Im unteren Teil ist die entsprechende tägliche Handelsspanne als Mass für die Volatilität zu finden. Grau eingefärbt ist der Zeitraum, in dem der Mindestkurs galt. Je kleiner die Geld-Brief-Spanne und je enger die Handelsspanne sind, desto tiefer sind die Transaktionskosten. Damit erhöht sich grundsätzlich auch die Marktqualität im betreffenden Währungspaar. Dass vor der

Aufhebung des Mindestkurses die beiden Indikatoren für die Frankenpaare auf so tiefe Werte gefallen waren, ist jedoch rasch erklärt. Die Verkäufer von Euros stellten sich quasi bei der SNB, die den Markt unbeschränkt und rund um die Uhr mit Franken bediente, in die Schlange. Der Mindestkurs, ursprünglich als Instrument für angemessene geldpolitische Rahmenbedingungen und als Leitplanke für den Devisenmarkt gedacht, drohte zu dessen Hängematte zu mutieren. Der Entscheid vom 15. Januar 2015 führte dazu, dass sowohl die Geld-Brief-Spanne als auch die Volatilität unvermittelt in die Höhe schnellten und sich die Marktqualität damit drastisch verschlechterte. Das lag daran, dass der Markt Zeit brauchte, um sich an die neuen Gegebenheiten anzugewöhnen. Die Market Maker stellten wegen der hohen Volatilität breitere Geld-Brief-Spannen, und auch andere professionelle Teilnehmer mussten ihre Modelle an das neue Währungsgefüge anpassen. Die Kunden hielten sich aufgrund der Unsicherheit mit Aufträgen zurück, und der Kurssprung des Frankens hatte das Risikobudget vieler Akteure arg strapaziert. Eine tiefe Marktqualität hat höhere Transaktionskosten zur Folge. Sie bedeutet aber auch, dass der Preisanpassungsprozess gestört ist, d.h., es dauert länger, bis der Markt eine Transaktion absorbiert hat. Es kann als gutes Zeichen gewertet werden, dass dieser Zustand nicht lange anhielt, wie der weitere Verlauf unserer beiden Indikatoren für die Marktqualität belegt. Die Rückkehr zu geordneten Marktverhältnissen war eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die Akteure an den Markt zurückfanden und sich der Franken trotz mancherlei Unwägbarkeiten abzuwerten vermochte. In einem solchen Umfeld haben auch die beiden Pfeiler unserer aktuellen Geldpolitik, der Negativzins und Devisenmarktinterventionen, ihre Wirkung entfaltet. Sie können daraus den Schluss ziehen, dass die SNB aus geldpolitischer Sicht nach wie vor ein vitales Interesse daran hat, dass der Devisenmarkt gut funktioniert.

Betrachten wir doch daher den bereits angesprochenen Preisanpassungsprozess etwas näher. Jede Transaktion sendet dem Markt ein Signal bezüglich Preis und Transaktionsvolumen. Die Marktakteure nehmen diese Information auf, verarbeiten sie und adjustieren ihre Angebote entsprechend. Dieser graduelle Prozess mündet schliesslich in ein neues kurzfristiges Gleichgewicht, bis der Markt wieder eine neue Information empfängt. Die Anpassung der Preise lässt sich anhand der Geld-Brief-Spanne analysieren. Eine Transaktion kann das beste Kauf- und Verkaufsangebot auseinanderreißen. Während der Markt das Signal verarbeitet, engt sich die Geld-Brief-Spanne langsam ein, bis sie wieder auf dem ursprünglichen Niveau liegt. Das Signal ist ausgewertet, der Kurs ruht erneut in einem Gleichgewicht.

Dieser Anpassungsprozess verläuft natürlich nicht immer gleich, sondern hängt von der jeweiligen Verfassung und Gemütslage des Marktes ab. In unserem Beispiel sehen Sie, dass je nach ausgewähltem Zeitraum eine Transaktion in den Währungspaaren Euro-Franken und Dollar-Franken die Geld-Brief-Spanne mehr oder weniger stark öffnet und dass sich diese langsamer oder schneller wieder schliesst (**Abbildung 6**). Die flache graue Linie entspricht der Zeit vor der Aufhebung des Mindestkurses, als eine Transaktion kaum einen messbaren Effekt auf die Geld-Brief-Spanne hatte. Das lag am grossen Aufwertungsdruck auf dem Franken, den bekanntlich die SNB auffing. In den Tagen kurz nach der Aufhebung versiegte die

Liquidität weitgehend – der entsprechend grosse Effekt einer Transaktion zeigt die dick gezeichnete rote Linie an. Und das breite rote Band signalisiert gleichzeitig heftige Kursbewegungen aufgrund der hohen Unsicherheit am Markt. Seither hat sich der Preisanpassungsprozess normalisiert, was in der deutlich flacheren blauen Linie zum Ausdruck kommt. Der Markt verarbeitet eine Transaktion wieder besser und findet rasch zum Gleichgewicht zurück. Die Absorptionsfähigkeit des Marktes hat sich somit deutlich erhöht. Was steckt dahinter?

Treiber dafür ist die Marktqualität. In **Abbildung 7** ist nochmals der Verlauf der Geld-Brief-Spanne nach einer Frankentransaktion dargestellt. Die verschiedenen Linien mit den Bändern beziehen sich allerdings nicht wie vorhin auf verschiedene Zeiträume, sondern auf ein unterschiedlich bestücktes Orderbuch. Die Reaktion der Geld-Brief-Spanne ist geringer, wenn die gestellten Volumen und damit auch die Liquidität grösser sind – was ja auch intuitiv einleuchtet. Somit fallen die Transaktionskosten geringer aus, je praller gefüllt das Orderbuch ist bzw. je besser die Marktkonditionen sind.

### **Weiterhin permanente Beobachtung des Devisenhandels notwendig**

Der Befund, dass sich der Markt in den beiden Währungspaaren Euro-Franken und Dollar-Franken weitgehend normalisiert hat, heisst indes nicht, dass sich die SNB zurücklehnen kann. Denn der Markt ist keine Einbahnstrasse. Er ist weiterhin launisch, und seine Stimmung kann rasch umschlagen. Oder technischer ausgedrückt: Die Marktkonditionen können sich mitunter innerhalb weniger Sekunden fundamental verändern, und sie tun dies nicht unbedingt immer so, wie dies a priori zu erwarten wäre. **Abbildung 8** zeigt wiederum die Geld-Brief-Spanne im Euro-Franken, diesmal aber nicht als die vertraute Linie. Vielmehr steht jeder Kreis für einen Handelstag, und je grösser und dunkler der Kreis, desto ausgeprägter sind an diesem Tag auch die Sprünge im Wechselkurs. Die eigentlich naheliegende Vermutung, dass sich Kurssprünge in Grenzen halten sollten, wenn die Geld-Brief-Spanne eng und somit die Marktqualität gut ist, lässt sich nicht bestätigen. Die Realität zeigt, dass es auch an Tagen mit enger Spanne zu Verwerfungen kommen kann. Für unsere Geldpolitik ist der Aussenwert des Frankens eine zentrale Grösse. Deshalb müssen wir solche Phänomene am Devisenmarkt eingehend analysieren und daraus die richtigen Schlüsse für die Umsetzung ziehen.

Da sich die Marktkonditionen blitzschnell ändern können, beobachten wir den Devisenhandel permanent und setzen dafür auch die entsprechenden technologischen Hilfsmittel ein. Die Visualisierung des Auftragsbuchs im Euro-Franken, also des Kauf- und Verkaufsinteresses, ist ein Beispiel dafür (**Abbildung 9**). Die drei Dimensionen sind Wechselkurs, Zeit und gestellte Volumen im Orderbuch. Die Farbe bezieht sich auf die Volumen: Tiefe Volumen sind dunkelblau, hohe dunkelrot. Das «Gebirge» auf der linken Seite bildet die gestellten Kaufpreise ab, das «Gebirge» auf der rechten die Verkaufspreise. In unserem Beispiel ist erkennbar, dass plötzlich erhöhtes Verkaufsinteresse im Euro-Franken auftaucht. Kurze Zeit später gibt auch der gehandelte Kurs nach, der in der «Schlucht» zwischen den beiden Gebirgen liegt.

## **SNB bleibt agil und alert – in Bezug auf den Markt und die Technologie**

Das Tempo im Devisenhandel hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Das liegt auch an strukturellen Veränderungen. Der Anteil des Volumens, das über elektronische Handelsplattformen umgeschlagen wird, hat sich für alle Währungen markant erhöht. So zeigt die Erhebung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, dass dieser Anteil in den Jahren 2010 bis 2013 von 55% auf 64% gestiegen ist; der Trend dürfte seitdem angehalten haben. Auch die Währungspaare, die uns als SNB aus der Warte der Umsetzung der Geldpolitik besonders interessieren, bilden dabei keine Ausnahme.

Wir leben somit mit Blick auf das Geschehen am Devisenmarkt, aber eben auch hinsichtlich der Strukturen und der Technologien in bewegten Zeiten. Strukturelle und technologische Veränderungen lassen sich nur schwer prognostizieren. Für uns als SNB gilt es daher wie für die Marktteilnehmer, agil und alert zu bleiben, und dies nicht allein aus professioneller Neugier. Wir müssen unser Wissen und unsere Infrastruktur permanent à jour halten und optimieren, um nicht plötzlich von Marktentwicklungen überrollt zu werden.

Der Markt ist wieselflink, die Liquidität wankelmütig. Die Marktteilnehmer sind äusserst flexibel und in Bezug auf die Kursstellung ungemein reaktionsschnell. Auf diesem Bildschirm findet der Euro-Dollar-Markt statt (**Abbildung 10**). Die Säulen im rechten Teil bilden die quotierten Volumen im Auftragsbuch ab. Ständig werden Angebote platziert, angepasst und wieder sistiert. Dadurch verändert sich das beste Kauf- und Verkaufsangebot laufend, das auf dem linken Teil des Bildschirms erkennbar ist. Die roten Punkte bilden Verkaufstransaktionen ab. Wer diese blitzschnellen Veränderungen nutzen will, um den bestmöglichen Preis zu erzielen und genau dann am Markt aufzutreten, wenn dieser die Transaktion besonders gut absorbiert, ist auf entsprechende Maschinen, Programme und Algorithmen angewiesen.

Die technologische Entwicklung ist natürlich nicht nur am Devisenmarkt ein Thema. **Abbildung 11** zeigt gewissermassen das frische Gesicht des Schweizer Geldmarkts bzw. die neue Benutzeroberfläche der Geldmarkt-Infrastruktur. Im Jahr 2014 wurde die Handelsplattform der SIX Repo AG in Betrieb genommen. In der Zwischenzeit wurde sie rundumerneuert. Vor einem Monat wurde die neue Plattform aufgeschaltet. Die Umstellung ging dank der umsichtigen Vorbereitung aller Beteiligten reibungslos über die Bühne. Was ist der Nutzen für Sie als Marktteilnehmer? Die einzelnen Glieder der bewährten «Swiss Value Chain» für den Geldmarkt sind nun noch fester miteinander verbunden und besser integriert. Die Kommunikation zwischen dem Handel einerseits und dem Abwicklungs- und Zahlungssystem andererseits ist durchlässiger geworden. Das bildet die Grundlage für neue Anwendungen und Funktionalitäten. Wir sind für die Umsetzung der Geldpolitik auf einen möglichst gut funktionierenden Frankengeldmarkt und damit auch auf eine zeitgemässe und stabile Infrastruktur angewiesen. Es ist uns ein grosses Anliegen, dass die Handelsplattform langfristig attraktiv bleibt.

## Handel mit Freibeträgen belebt den Repomarkt

Wie Sie wissen, ist das Finanzsystem infolge der massiven Devisenkäufe der SNB mit Liquidität überversorgt. Dieser Liquiditätsdruck trägt zum einen zur Abschwächung des Frankens bei. Zum anderen hat dadurch der Bedarf nach Liquidität generell abgenommen, was den Handel am Repomarkt stark dämpfte. Die Einführung eines Negativzinses per 22. Januar 2015 hat indes zu einer Belebung geführt (**Abbildung 12**). Die blauen Balken links stehen für die täglichen Umsätze im Durchschnitt der Jahre 2000 bis 2007, im Spitzenjahr 2008 – als der Bedarf nach Liquidität aufgrund der Finanzkrise enorm hoch war, in den beiden Jahren 2014 und 2015 und schliesslich im März 2016 auf der neuen Plattform. Der Umsatz, der in der Abbildung das Total aller Laufzeiten umfasst, ist nach der Einführung des Negativzinses deutlich angestiegen. Die Mehrzahl der Geschäfte entfällt auf den ganz kurzen Bereich (Overnight). Die schwarze «Kerze» zeigt daher die Spanne der Overnight-Reposätze an, und die graue «Untertasse» repräsentiert den Bereich, der für 50% der Transaktionen massgeblich war. Diese Werte sind auf der rechten Skala abgebildet und liegen im negativen Bereich. Die Kerzen sind seit Erhebung des Negativzinses recht kurz und die Untertassen dünn, was auf stabile Marktverhältnisse hinweist. Der Reposatz orientiert sich an der Verzinsung der Sichtguthaben von  $-0,75\%$ . Und aus den Daten für den März lässt sich folgern, dass auch der Übergang zur generalüberholten Plattform den courant normal nicht gestört hat.

Dass sich der Repomarkt belebt hat, liegt genaugenommen nicht am Negativzins selber, sondern an den Freibeträgen. Bekanntlich räumen wir jedem Kontoinhaber einen individuellen Freibetrag ein, der nicht dem Negativzins unterliegt. Ich werde später genauer auf die Ausgestaltung des Negativzinses und die Bemessung des Freibetrags zurückkommen. Was im Zusammenhang mit dem Repomarkt relevant ist, illustriert **Abbildung 13**. Der Umsatz am Repomarkt ist nach oben einmal aus Sicht der Geldgeber und nach unten aus Sicht der Geldnehmer abgetragen. Die dunkelrote Schicht ist das Volumen von Geldgebern, die ihren Freibetrag ausgeschöpft haben und über den Repomarkt Liquidität abbauen. Dunkelblau ist der Umsatz von Geldnehmern, die noch über ungenutzte Freibeträge verfügen und diese über den Repomarkt bewirtschaften, indem sie Liquidität absorbieren. Der Repomarkt ist somit weiterhin ein wichtiges Instrument für eine optimale Liquiditätsverteilung.

## Negativzins als internationales Phänomen – das Schweizer Modell

Ich habe nun relativ ausführlich über strukturelle und technologische Veränderungen am Devisenmarkt sowie vom Plattformwechsel und Entwicklungen am Geldmarkt gesprochen. Technologische Innovation in Ehren – doch ist sie bei Lichte besehen bloss ein Mittel zum Zweck. Letztlich steht für die Nationalbank nämlich der Auftrag im Zentrum. Wir müssen unsere Geldpolitik so umsetzen, dass wir unseren Auftrag nach bestem Wissen und Gewissen erfüllen können. Nicht nur die Finanzmärkte bewegen sich, auch die Wirtschaft ist hierzulande und weltweit einem Wandel unterworfen. Vor diesem Hintergrund überprüfen wir un-

sere Geldpolitik ständig und passen sie bei Bedarf an. Seit einiger Zeit müssen wir auf ausserordentliche geldpolitische Massnahmen zurückgreifen, um unser Mandat in einem sehr ungewöhnlichen internationalen Umfeld wahrzunehmen.

Ein wichtiges Element dieses Umfelds ist natürlich der Trend zu immer tieferen Zinsen. **Abbildung 14** beschränkt sich auf die Leitzätze ausgewählter Zentralbanken. Bis auf die US-Notenbank haben alle die Geldmarktzinsen in den negativen Bereich gesenkt, und der Trend zeigt weiter nach unten. Die SNB ist somit beileibe nicht die einzige Zentralbank, die den Schritt unter die Nullzinsgrenze gewagt hat. Die Europäische Zentralbank senkte den Einlegesatz bereits 2014 in den negativen Bereich. Ebenfalls seit 2014 negativ ist der Leitzins in Dänemark. Schweden setzt seit 2015 auf das Instrument. Anfang dieses Jahres hat schliesslich die Bank of Japan einen Negativzins eingeführt. Weil der Negativzins geldpolitisch leicht unterschiedlich motiviert sein kann und jede Zentralbank auf die Struktur ihres Finanzsystems Rücksicht nimmt, variiert auch die Ausgestaltung von Währungsraum zu Währungsraum.

Lassen Sie mich nun zur aktuellen Umsetzung unserer Geldpolitik zurückkehren. Dabei werde ich wie versprochen näher auf den Negativzins eingehen, der dazu dient, den traditionellen Zinsabstand gegenüber dem Ausland zumindest teilweise wiederherzustellen. Wir verfolgen beim Negativzins einen regelbasierten und flächendeckenden Ansatz. Regelbasiert heisst, dass er sich bei inländischen Banken anhand des individuellen Mindestreserveverfordernisses während einer bestimmten Zeitperiode bemisst. Zur Erinnerung: Die Mindestreserve bezieht sich auf kurzfristige Verbindlichkeiten der Banken, also auf die Passivseite der Bankbilanz. Flächendeckend heisst, dass sämtliche Girokontohalter dem Negativzins unterworfen sind – bis auf die zentrale Bundesverwaltung und den Ausgleichsfonds der Sozialwerke AHV/IV/EO.

Allerdings werden die Bankengruppen aufgrund ihrer unterschiedlichen Bilanzstruktur vom Negativzins nicht gleichmässig belastet. Für die Grafik links in **Abbildung 15** wird zuerst das Mindestreserveverfordernis für die drei Gruppen Grossbanken, Kantonalbanken und übrige Banken mit dem Faktor 20 multipliziert. Auch wenn sich die Kurven über den Zeitraum von 2005 bis Anfang 2015 etwas bewegen, so wird doch zweierlei klar: Erstens gibt es aufgrund der Struktur der Passivseite zwischen den Bankengruppen Unterschiede bei der relativen Bedeutung der Mindestreserven. Sie ist für die Grossbanken etwas geringer als für die anderen Gruppen. Zweitens ist die relative Bedeutung der Mindestreserven über die Zeit doch ziemlich stabil.

In der Grafik rechts werden für die gleiche Periode und die gleichen drei Gruppen die Sichtguthaben bei der SNB, aus Perspektive der Banken ein Aktivposten, in Relation zur Bilanz gesetzt. Hier ist im Zeitablauf mehr Dynamik zu registrieren. Der generelle Anstieg ist dabei auf die Liquiditätsausweitung durch die Geldpolitik der SNB zurückzuführen. Die Grossbanken halten relativ wenig Sichtguthaben, die Gruppe der übrigen Banken dafür umso mehr, Ende 2015 nämlich 20% der Bilanz. Was lässt sich daraus folgern? In der einen Betrachtung bewegen sich die Freibeträge für sämtliche Bankengruppen in einer relativ engen Bandbreite.



Die andere Sichtweise legt dagegen offen, dass es recht grosse Unterschiede bei der Neigung gibt, Sichtguthaben zu halten. Hier fällt insbesondere auf, dass die übrigen Banken ihre Sichtguthaben wenige Jahre vor Einführung des Negativzinses massiv aufgebaut hatten und dadurch ihre Freibeträge im Januar 2015 von Beginn weg ausschöpften. Die Gesamtschau lässt somit den Schluss zu, dass unsere Methode zur Bestimmung der Freibeträge so fair als möglich ist.

Der Negativzins und die Devisenmarktinterventionen, die zwei Säulen unserer aktuellen Geldpolitik, ergänzen und verstärken sich gegenseitig. Zwar hat die SNB die Freibeträge für inländische Banken auf Basis des 20-Fachen des Mindestreserveerfordernisses während einer bestimmten Zeitperiode und damit relativ grosszügig festgelegt, doch liegt heute das Total der Sichtguthaben deutlich über der Summe der maximal ausschöpfbaren Freibeträge (**Abbildung 16**). Der Ausgleich über den Geldmarkt hat darin gemündet, dass fast alle Banken ihre Freibeträge tatsächlich ausschöpfen. Mit anderen Worten: Kein im Rahmen von Devisenkäufen zusätzlich geschaffener Franken kann dem Negativzins entinnen. Die SNB hat den Negativzins so ausgestaltet, dass das Instrument die geldpolitisch gewünschte breite Wirkung entfaltet. Der Negativzins basiert auf klaren, nachvollziehbaren Regeln und wird flächendeckend angewendet, wodurch er dem Gebot der Gleichbehandlung Rechnung trägt.

### **Reform der Referenzzinsen: Gut Ding will Weile haben**

Bevor ich zu den Schlussbetrachtungen komme, möchte ich noch das Thema Reform der Referenzzinssätze streifen. Negative Zinsen hin oder her, unverändert gross ist der Bedarf an repräsentativen und verlässlichen Referenzgrössen. 2012 waren die Manipulationen des Libors in verschiedenen Währungen ruchbar geworden (**Abbildung 17**). Seither wirkt die SNB mit Rat und Tat an den Reformbestrebungen auf nationaler und internationaler Ebene mit. Was die internationale Sphäre betrifft, so ist klar, dass die Reform eine komplexe Sache ist und wir leider kein Schwert haben, um den gordischen Knoten zu durchschlagen. Es sind aber bereits einige Meilensteine gesetzt worden. Dieses Jahr wird das Financial Stability Board, das mit der internationalen Koordination der Arbeiten beauftragt ist, einen Bericht zur Umsetzung der im Jahr 2014 von ihm abgegebenen Empfehlungen verfassen. Und der Administrator des Libors hat eine Reihe von Reformvorschlägen vorgelegt, die u.a. darauf abzielen, die Zinsmeldungen der Libor-Panelbanken zu standardisieren und die Libor-Berechnung stärker auf Transaktionen abzustützen. Diese Vorschläge, die auch den Dreimonats-Libor in Franken und somit den Referenzzinssatz der SNB betreffen, sollen im laufenden Jahr umgesetzt werden. Zudem hat die EU die neue Regulierung zu Referenzgrössen an den Finanzmärkten praktisch finalisiert, und in den USA, in Grossbritannien und in Japan schreiten Reformarbeiten zu alternativen Referenzwerten für den Libor voran.

Die nationale Arbeitsgruppe für den Franken, die sich u.a. aus Vertretern der Banken und der SNB zusammensetzt, überprüfte 2015 die zwei wichtigsten Schweizer Geldmarktzinsen im Tagesgeldbereich im Hinblick auf eine stärkere Verwendung als Referenzzinssätze. Der SARON ist im besicherten, das TOIS-Fixing im unbesicherten Marktsegment angesiedelt. Weil

die Berechnungsgrundlage für das TOIS-Fixing sehr schmal ist, lautet die Empfehlung der Arbeitsgruppe, die Kräfte auf den SARON zu bündeln und diesen auf Herz und Nieren zu prüfen. Zudem dürfen bei einem allfälligen Übergang vom TOIS-Fixing zum SARON die praktischen Aspekte nicht vergessen gehen. Das Beispiel der Reform der Referenzsätze speziell auf internationaler Ebene ruft in Erinnerung, dass es trotz aller Geschwindigkeit des Wandels auch Bereiche gibt, bei denen gut Ding weiterhin Weile haben will.

«Eile mit Weile» könnte angesichts der Veränderungen an den Finanzmärkten auch das Motto für die Umsetzung der Geldpolitik lauten. Weil Bilder oft mehr sagen als viele Worte oder viele schöne Folien, werfen wir nun einen Blick hinter die Kulissen der SNB. So hat unser Handelsraum vor gut 30 Jahren ausgesehen (**Abbildung 18**). Datenträger Nummer eins für die ganzen Prozesse ist, wie sich unschwer erkennen lässt, das Papier. Aber man merkt, dass allmählich doch die moderne Technik im Händleralltag Einzug hält: Über den Köpfen schwebt ein drehbarer Reuters-Terminal zum gemeinschaftlichen Gebrauch, auf dem Tisch stehen eine Händlertelefonanlage und eine Rechenmaschine. Immerhin erinnert das Gruppenbild der fünf Herren mit Dame auch an eine wichtige Konstante: Damals wie heute wird im Handelsraum der SNB hochkonzentriert und mit Engagement gearbeitet. Dass die Technologie in der Gegenwart eine viel prominentere Rolle spielt als noch im Alltag der Achtzigerjahre, ist allerdings auch nicht zu übersehen (**Abbildung 19**).

## Schlussbetrachtungen

Nun möchte ich den Kreis zum Anfang meines Referats schliessen: Der Franken ist nach wie vor deutlich überbewertet. Er bleibt damit im aktuellen Umfeld eine zentrale Grösse für unsere Geldpolitik, was darin zum Ausdruck kommt, dass wir wie erwähnt allzeit bereit stehen, bei Bedarf Devisen zu kaufen. Das setzt natürlich voraus, dass wir die Entwicklungen am Devisenmarkt in allen Dimensionen laufend beobachten. Eine spezielle Herausforderung besteht darin, die Marktstrukturen gedanklich zu durchdringen und die technologischen Trends hautnah zu verfolgen. Ich hoffe, es ist mir heute Abend gelungen, Sie mit dem kleinen Einblick in unseren analytischen Werkzeugkasten davon zu überzeugen, dass die SNB alles unternimmt, um diesen hohen und weiterhin wachsenden Ansprüchen gerecht zu werden.

Beim Frankengeldmarkt arbeitet die SNB daran mit, dass die Infrastruktur zeitgemäss und attraktiv bleibt, auch wenn sie seit geraumer Zeit kaum mehr selber am Markt auftritt. Dafür hat die geldpolitische Massnahme des Negativzinses, die von einer Reihe anderer Zentralbanken ebenfalls eingesetzt wird, den Repomarkt belebt.

Die Zeiten sind bis auf Weiteres bewegt, und deshalb muss auch die SNB beweglich bleiben. Doch dies ist nur die halbe Wahrheit. Eine Zentralbank muss bisweilen auch ausgesprochen beharrlich sein können, wenn sie nicht im Hamsterrad der Märkte oder der Politik enden will. Nun danke ich Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit und lade Sie zum Apéro ein, an dem Sie Gelegenheit haben werden, Ihre Agilität unter Beweis zu stellen.

---

# Umsetzung der Geldpolitik in bewegten Zeiten

Dewet Moser  
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

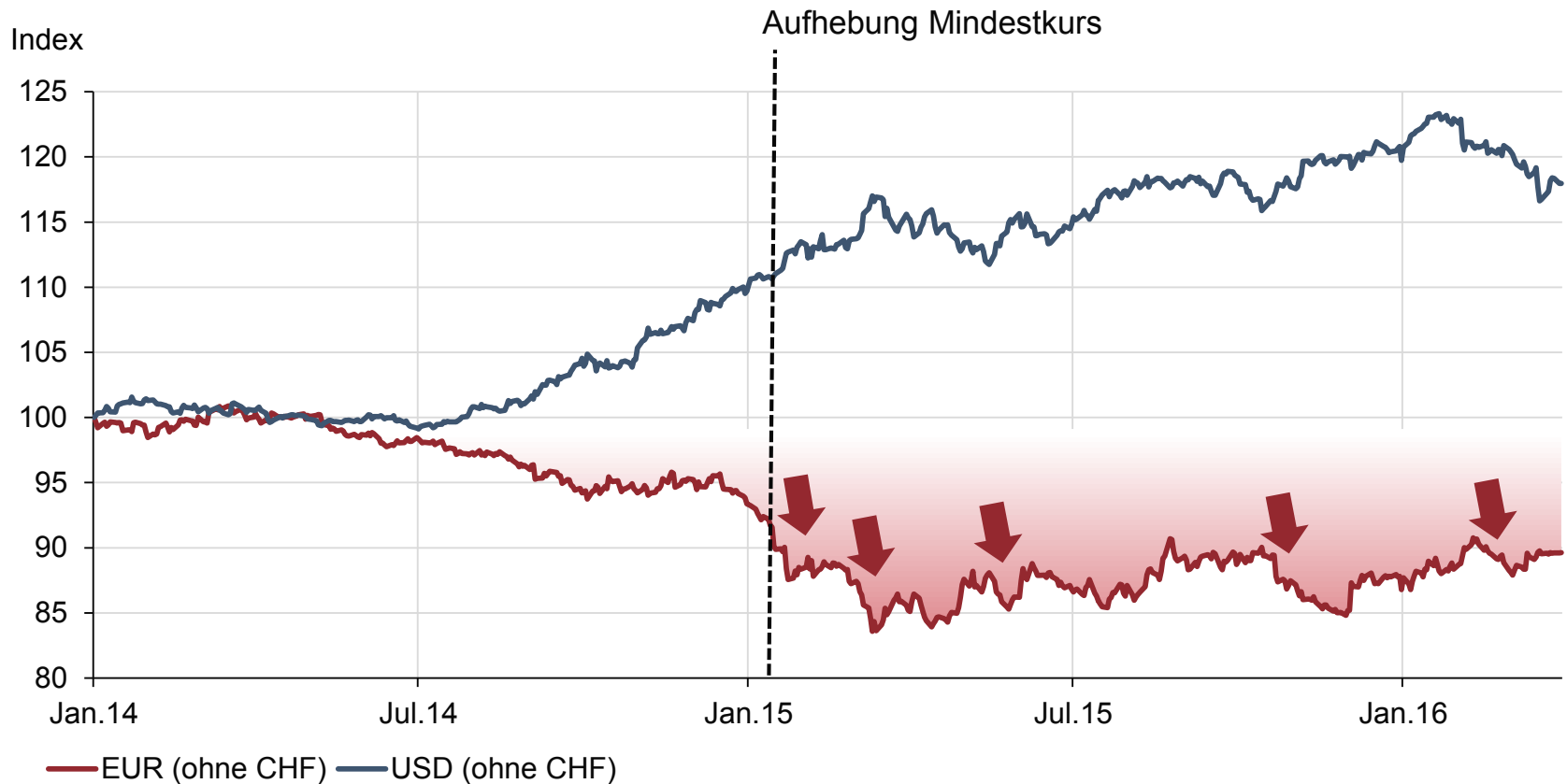
31. März 2016

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



# Ein Jahr nach Aufhebung Mindestkurs: Euroschwäche hat sich verschärft

## HANDELSGEWICHTETER EURO UND US-DOLLAR

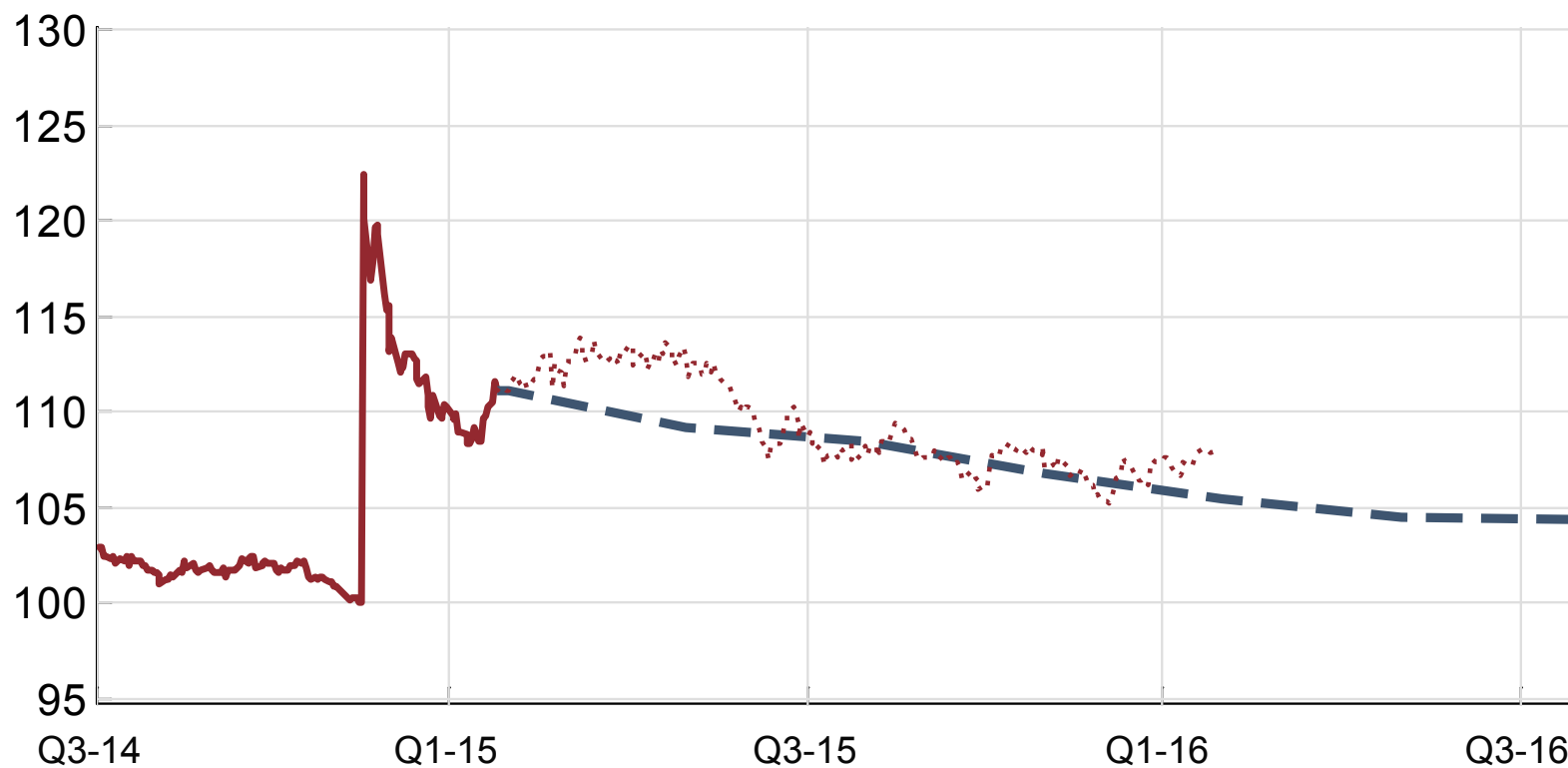


Quellen: SNB, Bloomberg

# Der Franken hat abgewertet

## ANALYSTENPROGNOSEN FÜR HANDELSGEWICHTETEN FRANKEN

Index



—●●●●● Frankenindex — — — Median der Analystenprognosen März 2015

Quellen: SNB, Bloomberg

# Analysten erwarten eine weitere Abschwächung

## ANALYSTENPROGNOSEN FÜR HANDELSGEWICHTETEN FRANKEN

Index

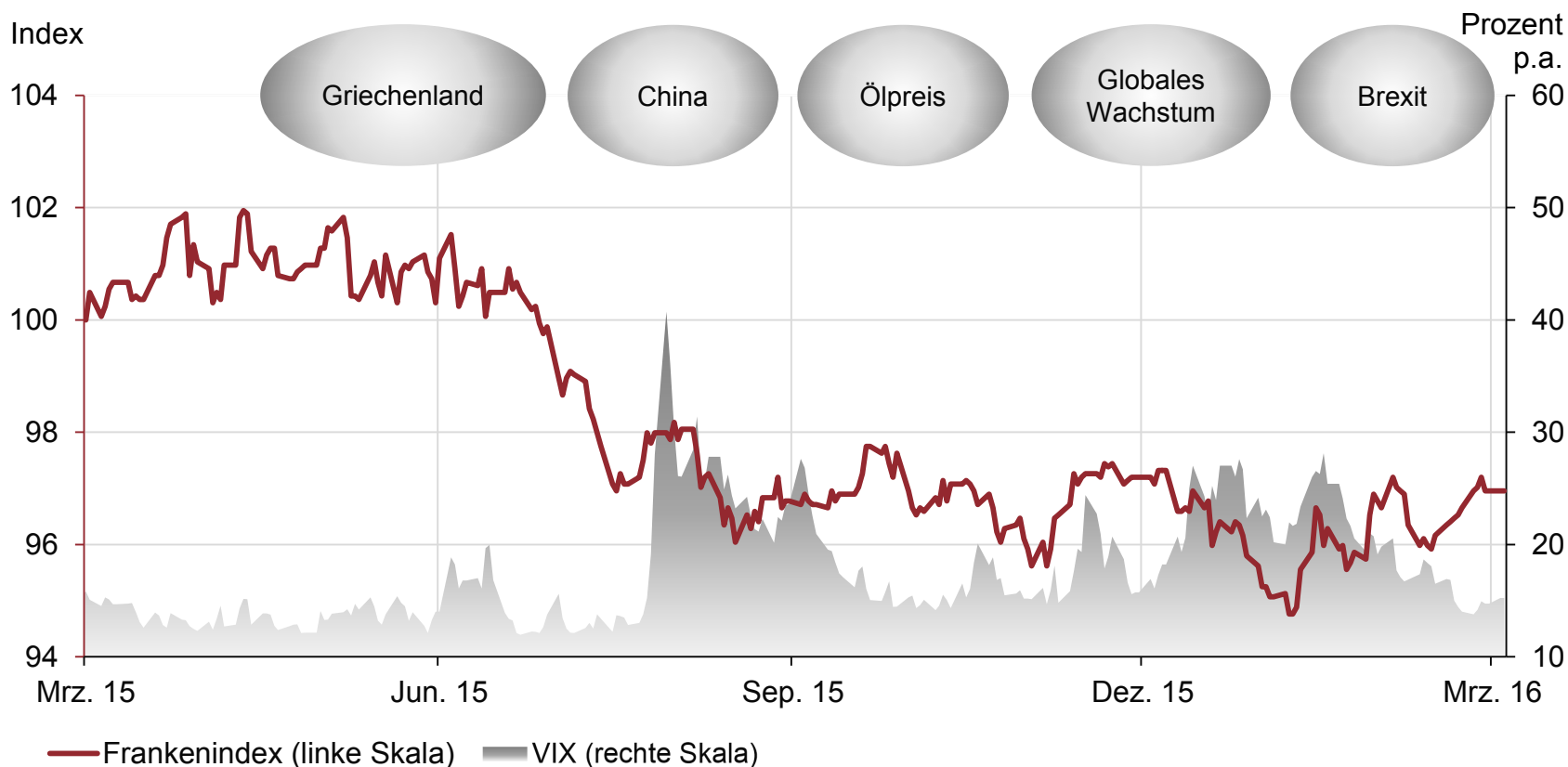


— Frankenindex - - - Median der Analystenprognosen März 2016

Quellen: SNB, Bloomberg

# Abwertung trotz eines herausfordernden Marktumfelds

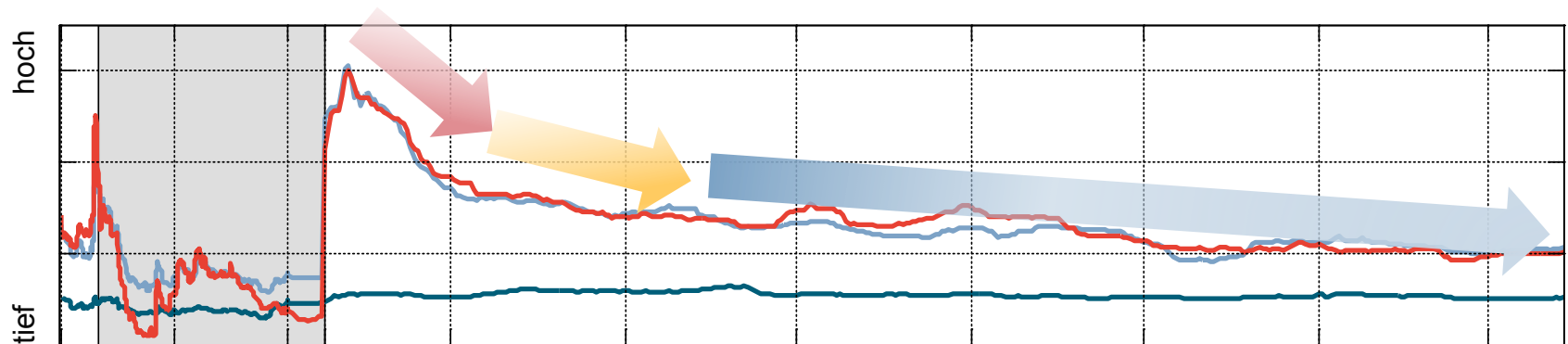
## HANDELSGEWICHTETER FRANKEN UND RISIKOMASS



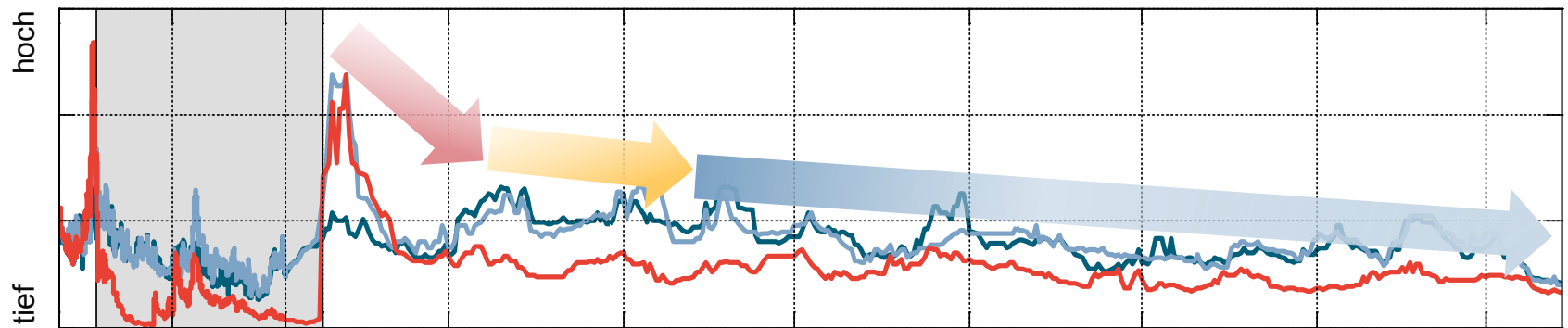
Quellen: SNB, Bloomberg

# Marktkonditionen im Franken haben sich normalisiert...

## GELD-BRIEF-SPANNE



## HANDELSSPANNE



2011 2013 2015 Mrz. Mai Jul. Sep. Nov. 2016 Mrz.  
— EURCHF — USDCHF — EURUSD

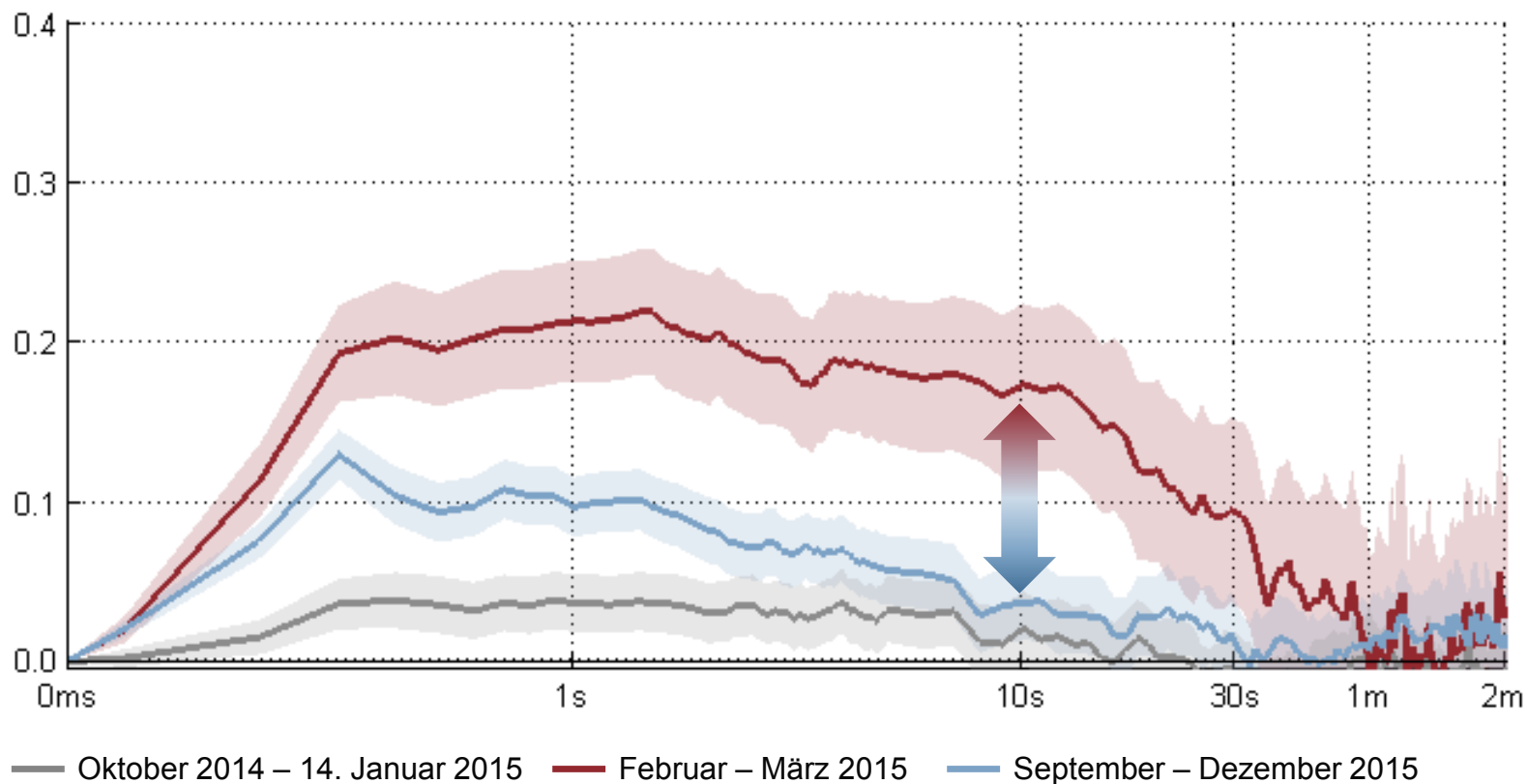
Quelle: SNB



# ...wie auch der Preisanpassungsprozess

## GELD-BRIEF-SPANNE NACH EINER FRANKENTRANSAKTION

Basispunkte

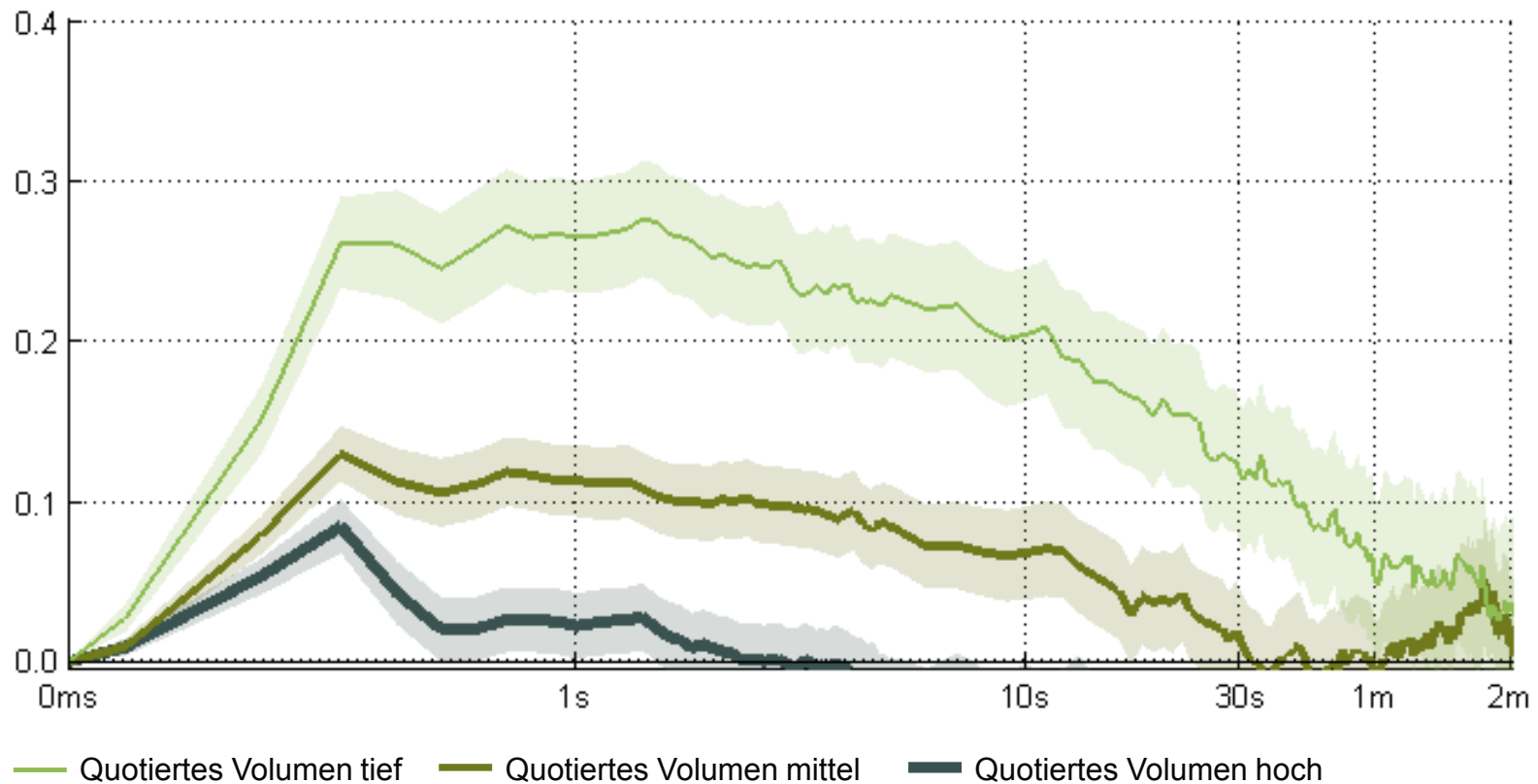


Quelle: SNB

# Ein reibungsloser Preisanpassungsprozess verlangt intakte Marktkonditionen

## GELD-BRIEF-SPANNE NACH EINER FRANKENTRANSAKTION

Basispunkte

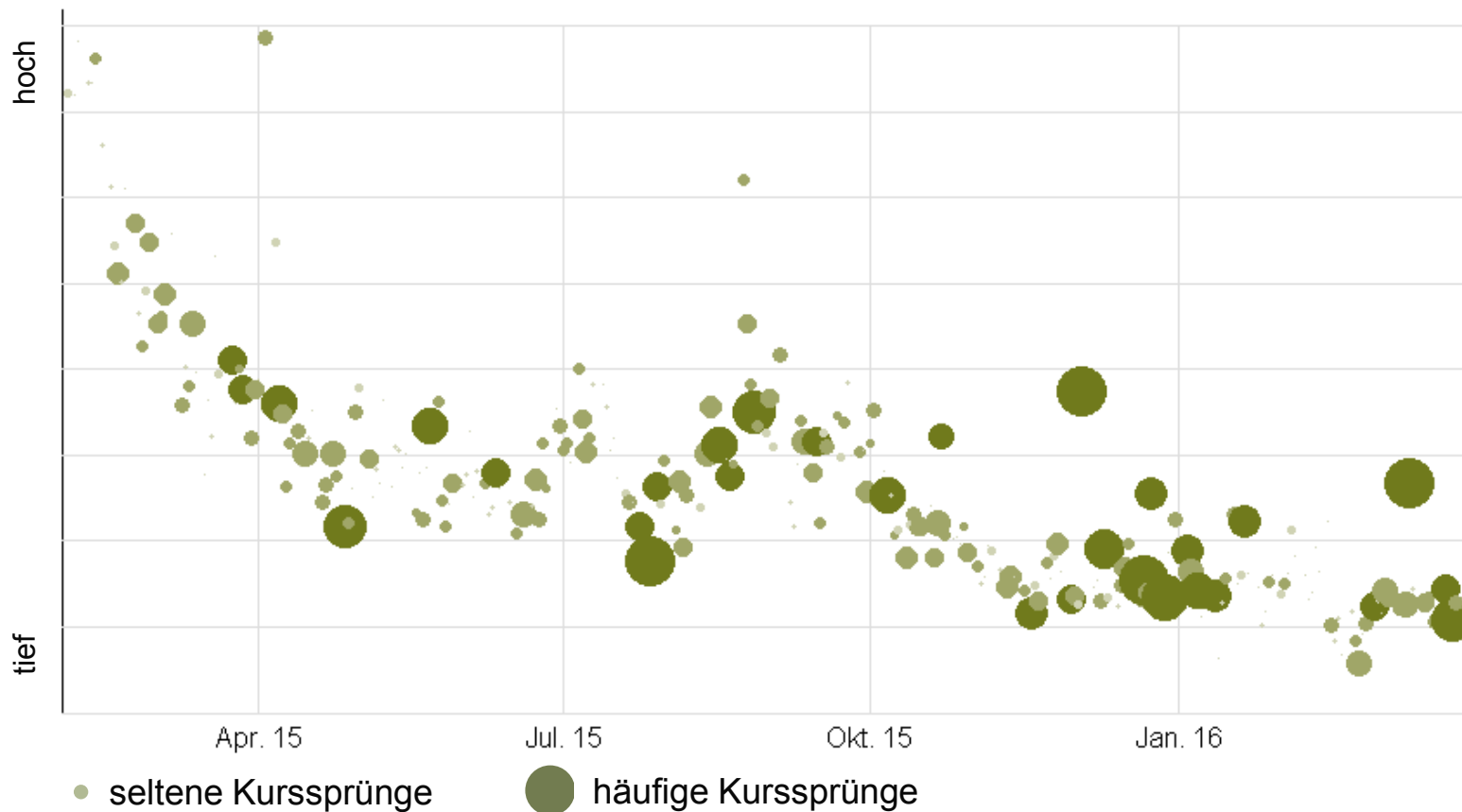


Quelle: SNB

# Kurssprünge sind unvorhersehbar

## HÄUFIGKEIT VON KURSSPRÜNGEN UND GELD-BRIEF-SPANNE IN EURCHF

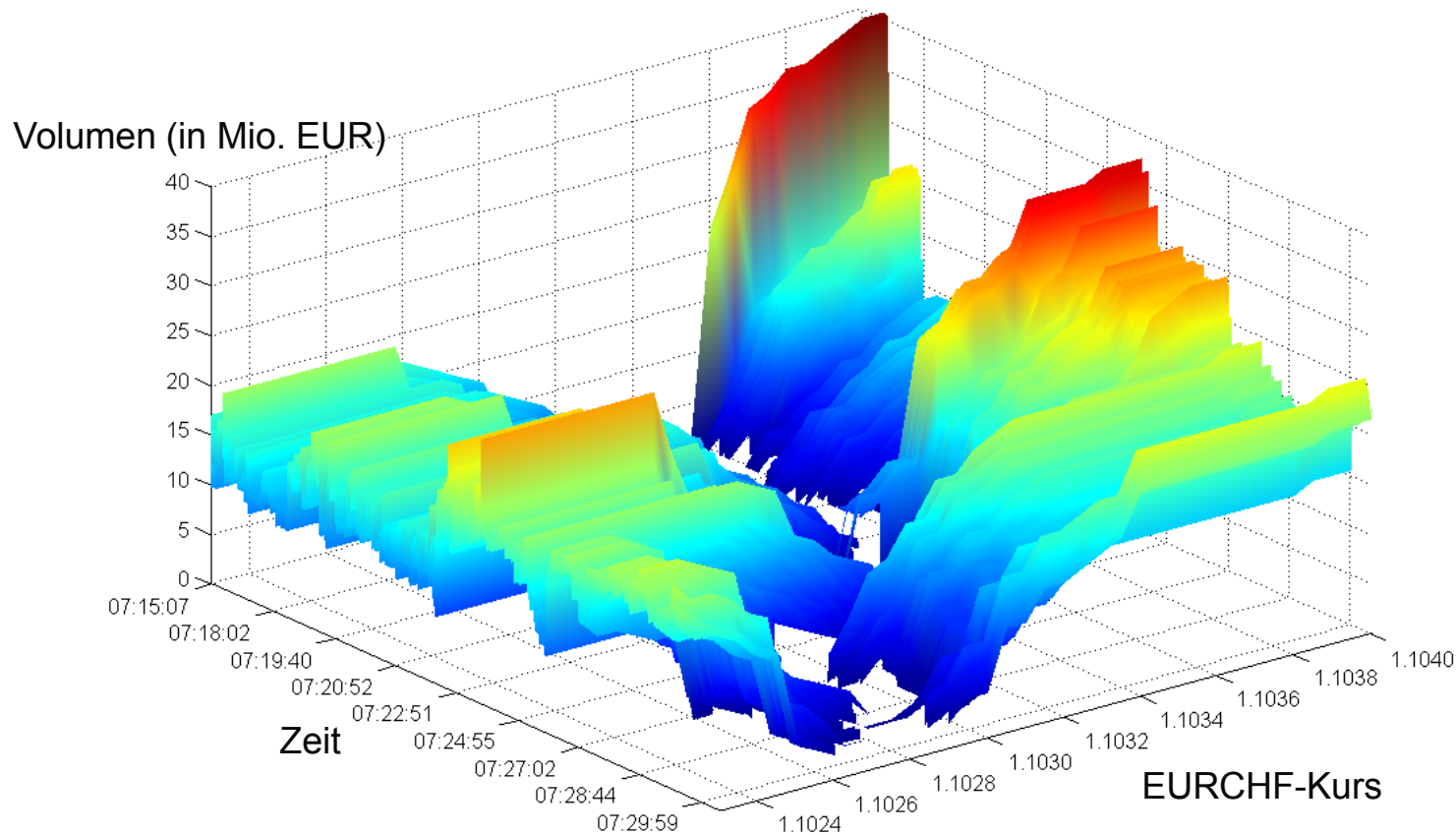
Geld-Brief-Spanne



Quelle: SNB

# Ständige Marktbeobachtung ist nötig...

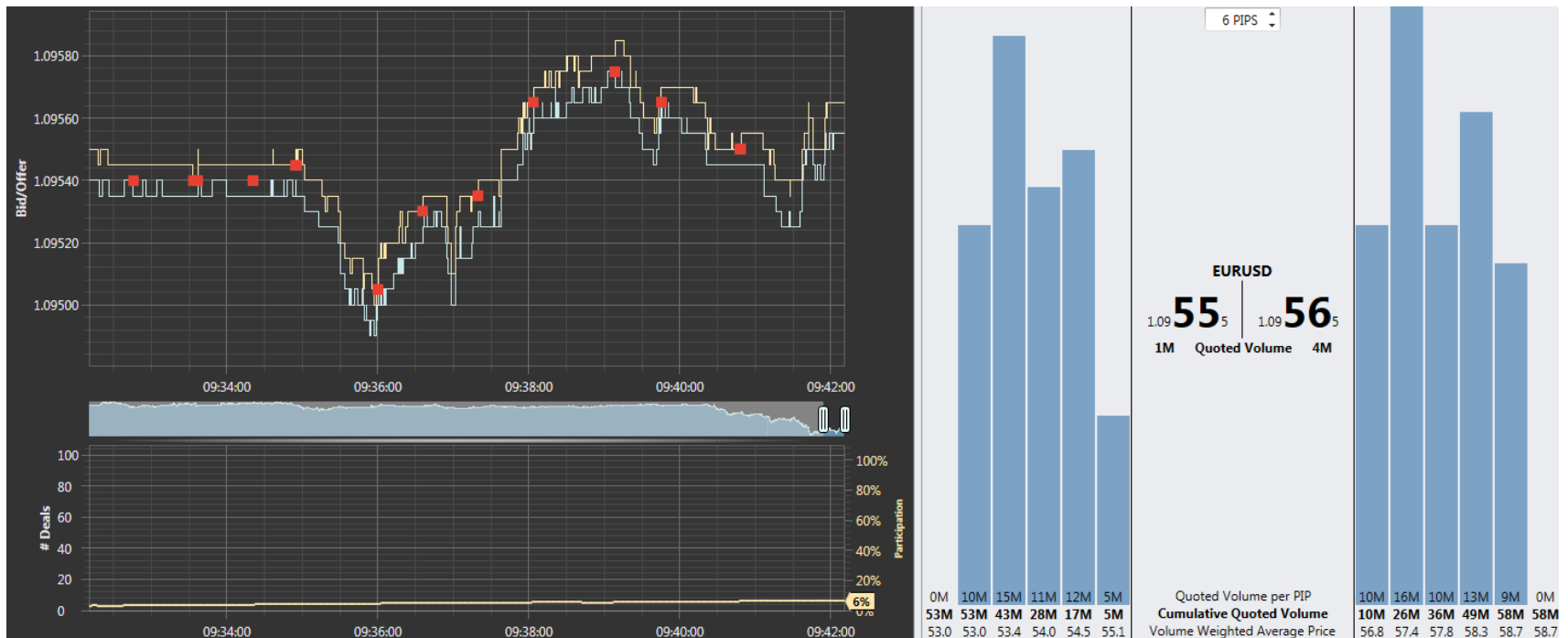
## AUSSCHNITT AUS DEM EURCHF-AUFTRAGSBUCH



Quelle: SNB

# ... mit den entsprechenden Technologien

## EURUSD-KURS UND AUFTRAGSBUCH



Quelle: SNB

# Technologischer Wandel auch am Geldmarkt

The screenshot displays a complex financial trading interface with multiple panels:

- Top Navigation:** WORKSPACE, AUCTION ALLOC, REPO QUOTES STD, REPO QUOTES NON, BILATERAL, CONTRACT INVENTORY, ACTIVITY, EVENTS.
- AUCTIONS OVERVIEW:**

Status	B/S	CCY	Term	Asset
ENDED	BUY	CHF	ON	SNBGC
ENDED	SELL	CHF		SNB BILLS (CHF) 28T CH0TEST21300
- QUOTING: REPO STANDARD:**

Bid	Ask	SQTY	Margin	Book ID
-0.150000	-0.160000	80,000,000	1.00	268446753
0.200000	0.190000	80,000,000	1.00	268447777
-0.100000	-0.200000	50,000,000	1.00	268448545
-0.080000	-0.100000	80,000,000	1.00	268448289
0.400000	1.100000	50,000,000	1.00	268441633
0.450000	0.440000	80,000,000	1.00	268442401
0.450000	0.440000	80,000,000	1.00	268442913
0.600000	0.600000	79,000,000	1.00	268441377
0.900000	0.890000	80,000,000	1.00	268442145
1.000000	0.900000	80,000,000	1.00	268442657
0.200000	0.990000	80,000,000	1.00	268443169
2.000000	1.000000	60,000,000	1.00	268443425
2.100000	2.050000	80,000,000	1.00	268441889
- QUOTING: REPO NON STANDARD/SPECIAL:**

CCY	Index	Asset	BoB	Term	BQTY	Bid	Ask	SQTY	Open
GBP	RONIA	L2ACHF	BOND	NON					
GBP	RONIA	L2A	BOND	NON					
GBP	RONIA	L1	BOND	NON					
GBP	RONIA	L1CHF	BOND	NON					
GBP	RONIA	SNBGC	BOND	NON					
- ACTIVITY: POST-TRADING:**

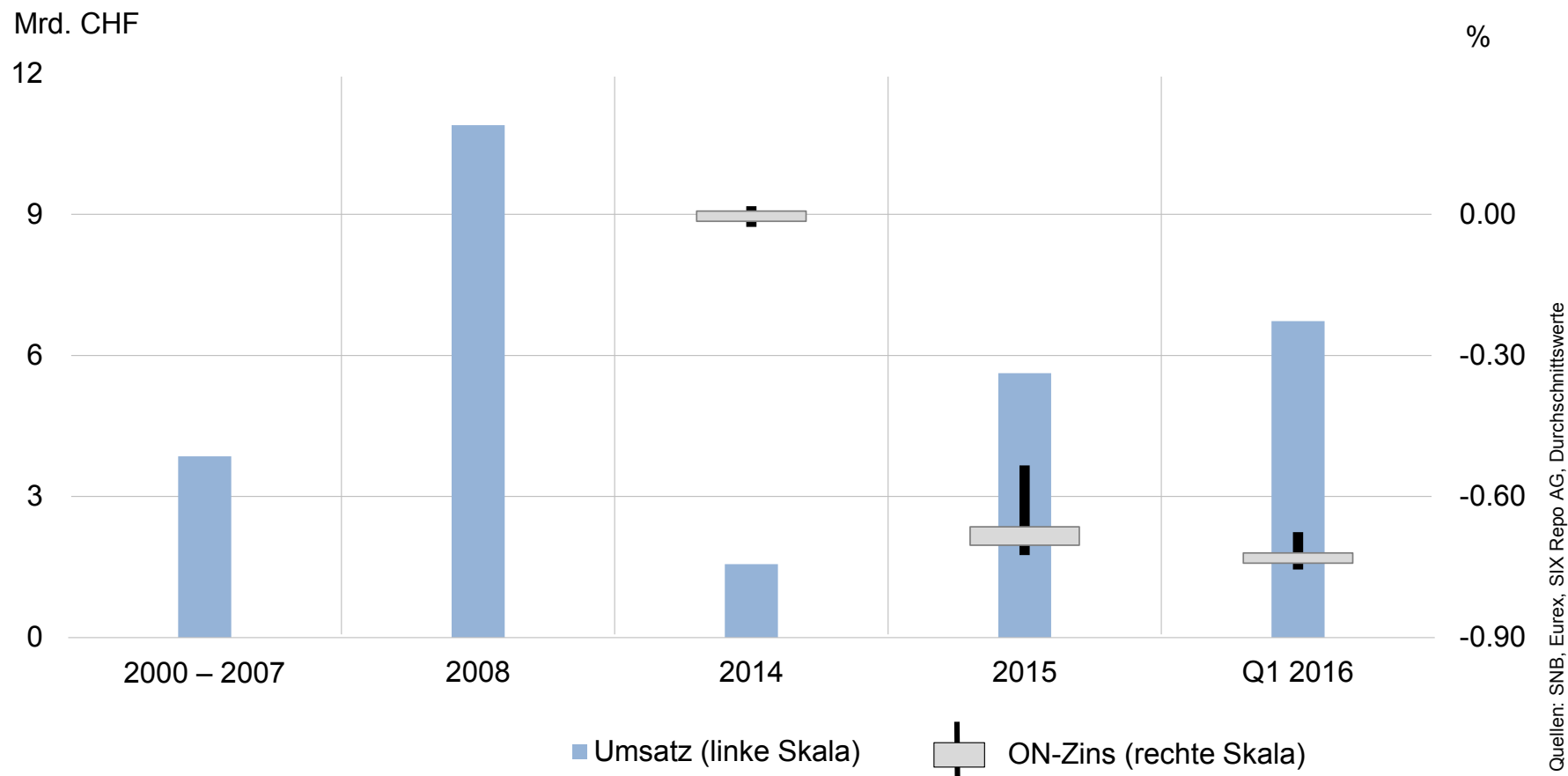
Market / Segment / Objects	In	Out	Cont...	Last
OTC Market				
CH Repo Market				
- ACTIVITY: PRE-TRADING:**

Market / Segment / Model / Objects	In	Out	Exec	Last
OTC Market				
CH Repo Market				
- PUBLIC TRADES:**

Date	TPA Contract Type ID	S	CCY	Amount	Rate	Term	Purch
18.11.2015	CH0008257062	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	0.600000	1M	20.11.
18.11.2015	CH0008257096	SETTLACCEPTED	CHF	3,000,000	0.990000	6M	20.11.
18.11.2015	CH0008257096	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	0.100000	6M	20.11.
18.11.2015	CH0008257062	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	-0.750000	1M	20.11.
18.11.2015	CH0008257062	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	-0.740000	1M	20.11.
18.11.2015	CH0008257054	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	0.450000	3W	20.11.
18.11.2015	CH0008257062	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	-0.500000	1M	20.11.
18.11.2015	CH0008257054	SETTLACCEPTED	CHF	1,000,000	-0.620000	3W	20.11.
18.11.2015	CH0008257005	SETTLACCEPTED	CHF	10,000,000	-0.850000	ON	18.11.
18.11.2015	CH0008257013	SETTLACCEPTED	CHF	2,000,000	-0.800000	TN	19.11.
- EVENTS:**
  - Quote State Change 18.11.2015 16:41:29
  - Quote 254 has changed state to CANCELLED

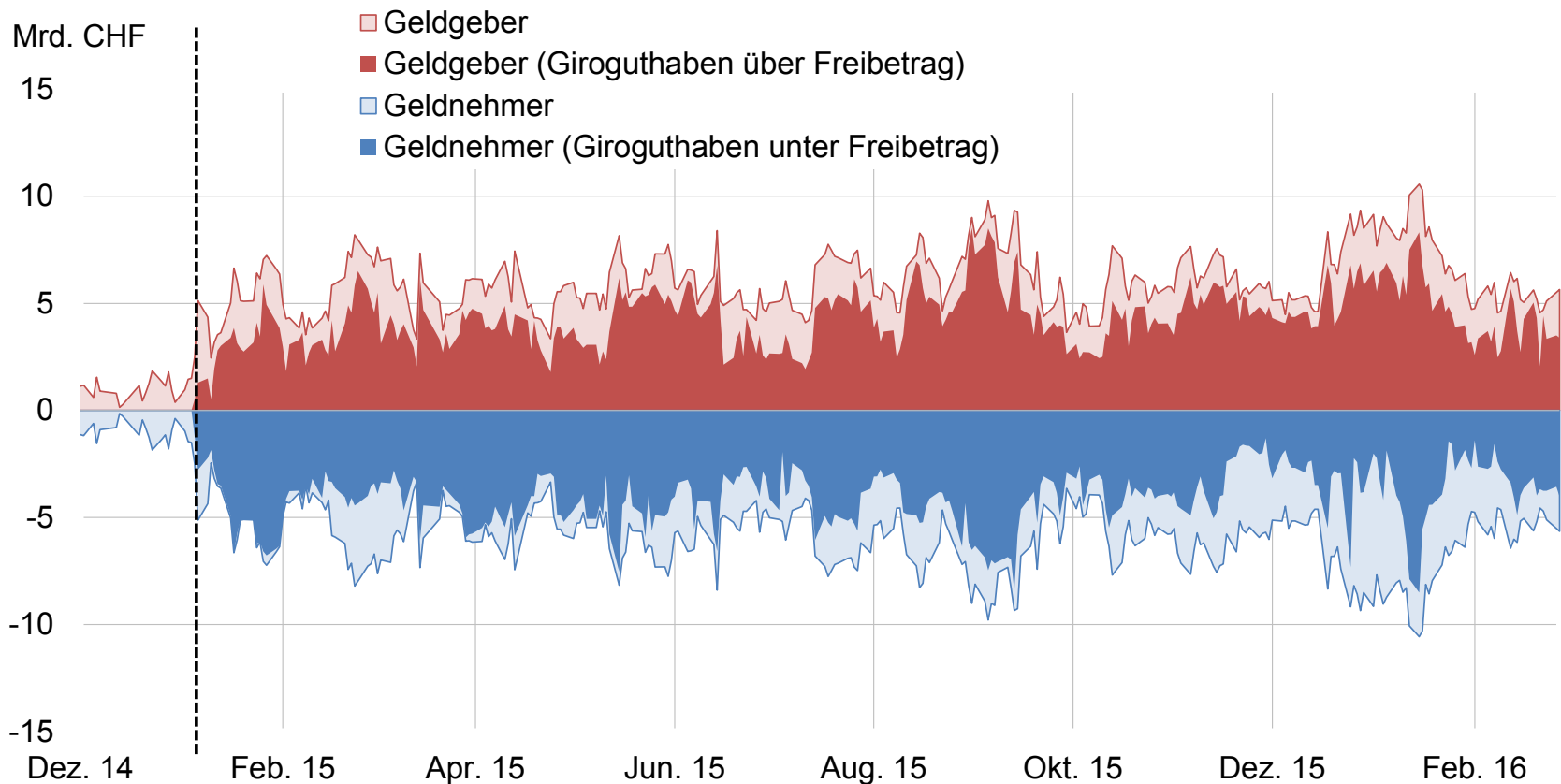
# Stabiler Umsatz und Zinssätze

## UMSATZ UND ZINSSÄTZE AM FRANKEN-REPOMARKT



# Handel mit Freibeträgen

## UMSATZ AM REPOMARKT

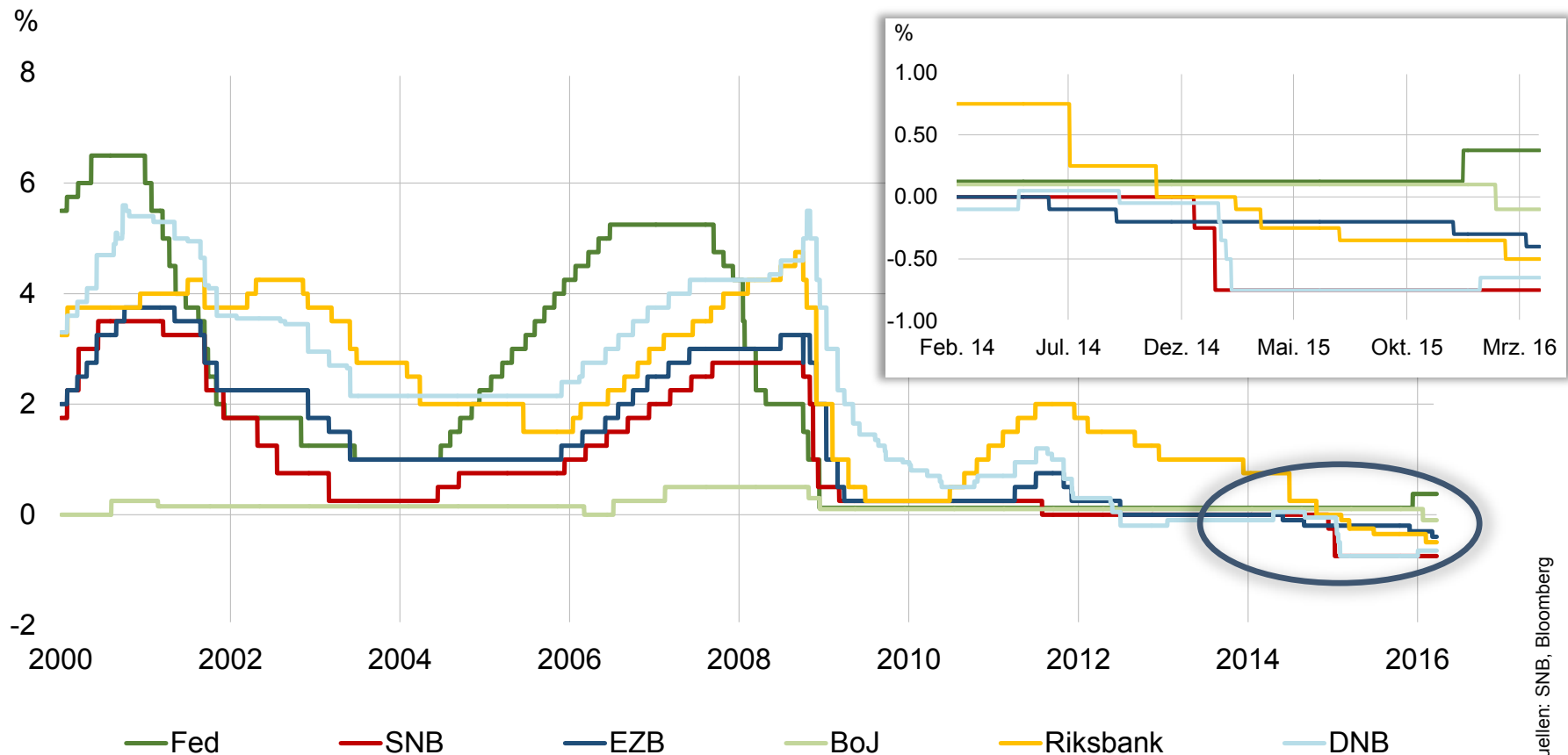


Quellen: Schätzungen SNB, SIX Repo AG



# Zinsen international vermehrt im negativen Bereich

## LEITZINSEN

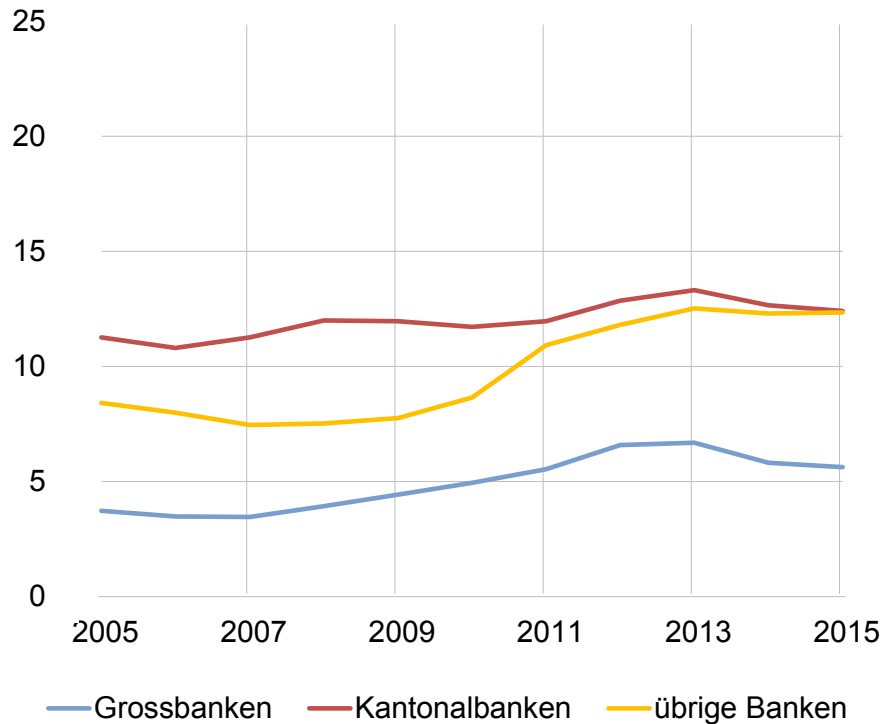


Quellen: SNB, Bloomberg

# Ausgestaltung des Negativzinses

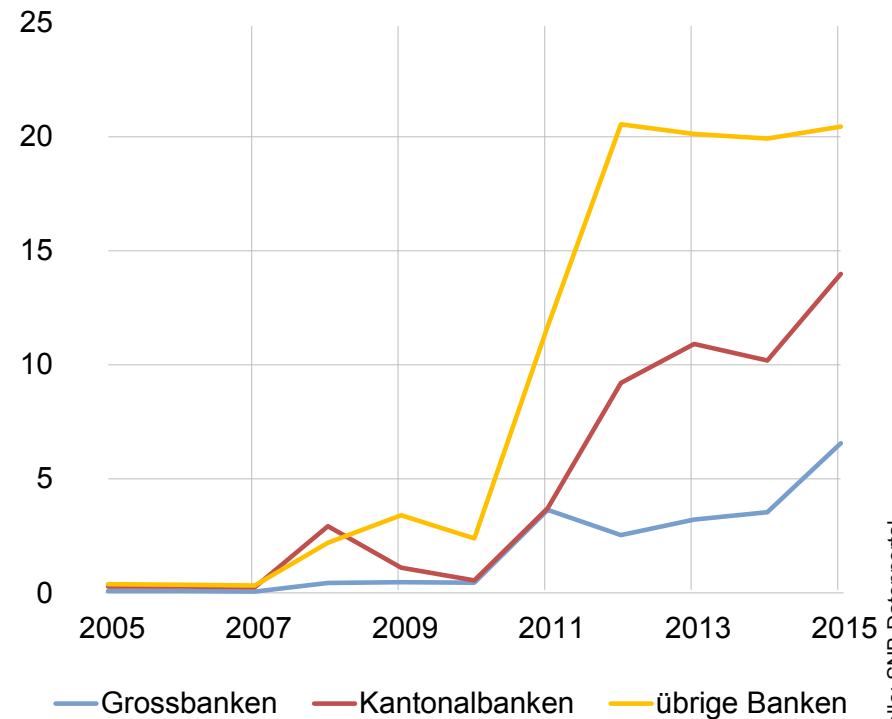
## MIRE/BILANZLÄNGE

ZWANZIGFACHES DER MIRE IN PROZENT DER TOTAL AKTIVEN



## GIROGUTHABEN/BILANZLÄNGE

GIROGUTHABEN IN PROZENT DER TOTAL AKTIVEN

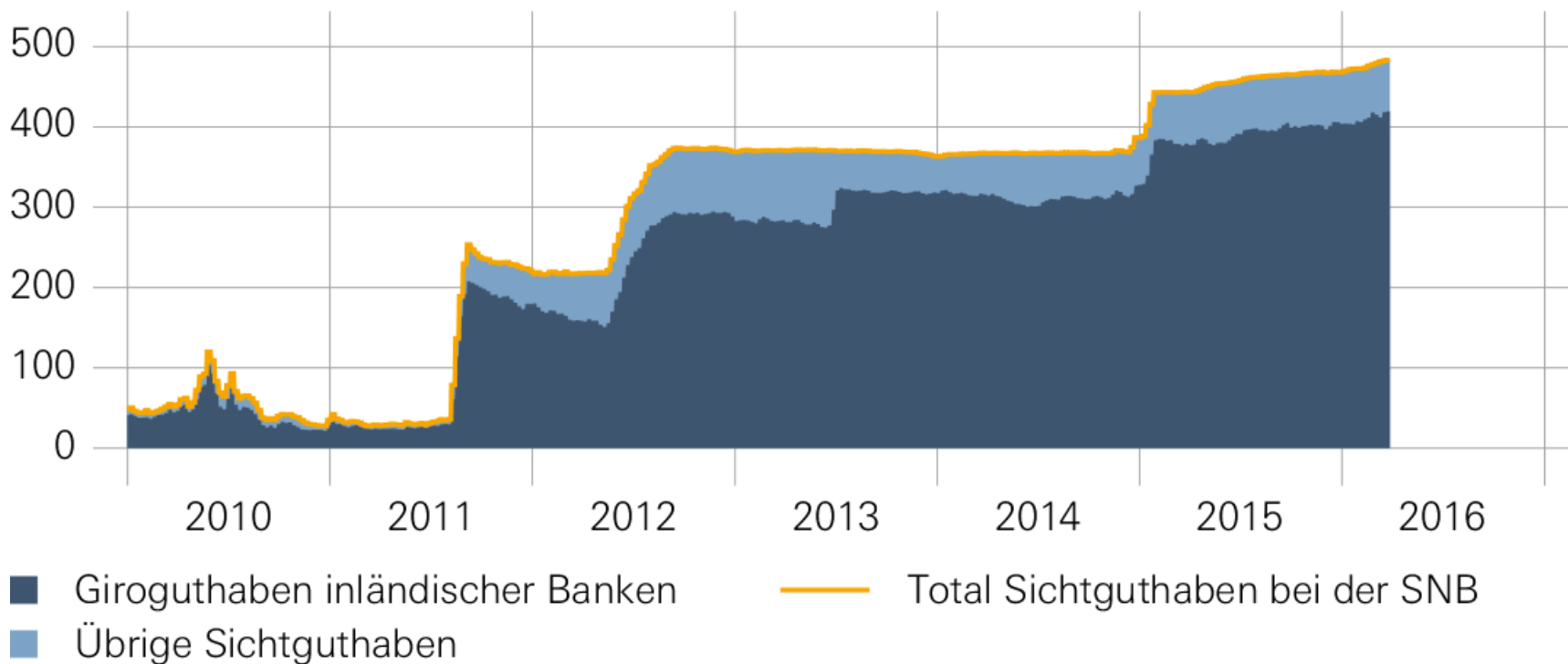


Quelle: SNB Datenportal

# Liquidität unterliegt vermehrt dem Negativzins

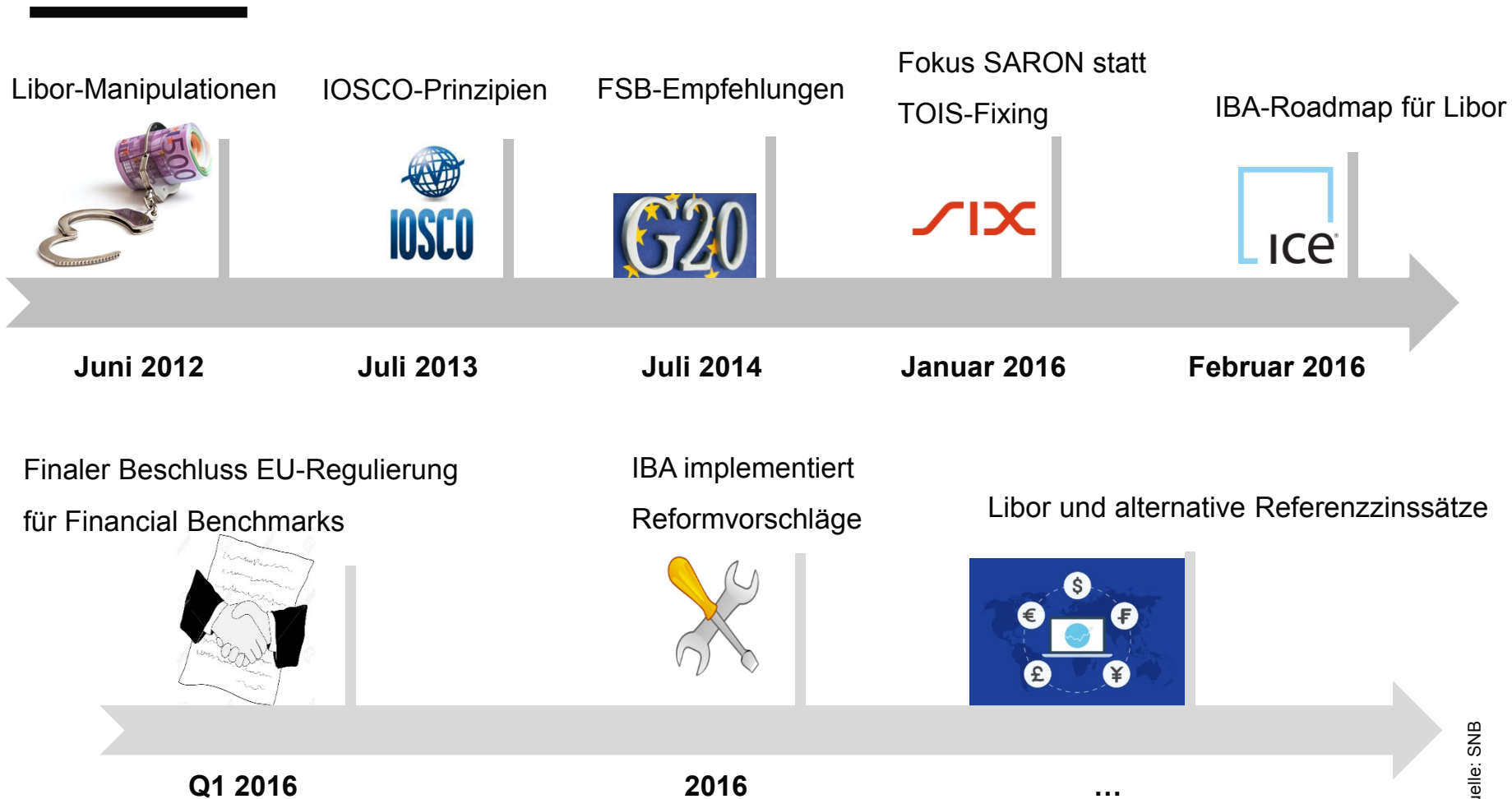
## SICHTGUTHABEN BEI DER SNB

Mrd. CHF



Quelle: SNB

# Reformen bei Referenzzinssätzen im Gange



Quelle: SNB

# Geldmarkt- und Devisenhandel in den 80ern...



Quelle: SNB

# ...und heute



Quelle: SNB



---

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

