



Referat

Sperrfrist

23. März 2017, 18.00 Uhr

Die SNB als Marktakteurin

Geldmarkt-Apéro

Dewet Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums*

Schweizerische Nationalbank

Zürich, 23. März 2017

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2017

* Der Referent dankt Oliver Gloede, Basil Guggenheim, Peter Kuster, Nico Munz, Carolin Reiss, Silvio Schumacher, Jan Thomer und Tanja Zehnder für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags.

Geschätzte Damen, werte Herren

Es freut mich sehr, Sie auch meinerseits zum traditionellen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Zürich willkommen heissen zu dürfen. Wer von Ihnen schon länger dabei ist, weiss, dass ich mich in meinem Referat in der Regel der aktuellen Umsetzung der Geldpolitik widme. Seit einiger Zeit steht hierfür der Devisenmarkt im Vordergrund. Daran dürfte sich, wie Sie soeben von Andréa Maechler erfahren haben, auch nicht so schnell etwas ändern. Zum einen ist der Franken nach wie vor deutlich überbewertet. Zum anderen bleibt das internationale Umfeld schwierig. Mit dem Negativzins auf den Sichtguthaben sowie der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, wirken wir dem Druck auf den Franken entgegen. Dadurch stabilisieren wir die Preisentwicklung und unterstützen die Wirtschaft – und erfüllen so unseren Auftrag.

Vor einem Jahr habe ich Ihnen erläutert, wie die SNB die Entwicklungen am Devisenmarkt in allen Dimensionen laufend analysiert und ihr Wissen und ihre Infrastruktur permanent à jour hält. Dies ist weiterhin notwendig, damit wir jederzeit in der Lage sind, unsere Geldpolitik am Markt auf die Weise umzusetzen, die einen optimalen Effekt verspricht. Für mein heutiges Referat habe ich allerdings einen etwas anderen Schwerpunkt gewählt: Ich bleibe zwar dem Thema Umsetzung treu, doch gilt diesmal das Augenmerk mehr der Anlagepolitik und weniger der Geldpolitik. Es ist mir indes wichtig, an dieser Stelle hervorzuheben, dass sich die beiden von der SNB wahrgenommenen Rollen deutlich unterscheiden (**Abbildung 1**). Die Hauptrolle kommt aufgrund unseres Auftrags unangefochten der Geldpolitik zu; die Anlagepolitik hat sich deren Erfordernissen zu fügen. Sie steht gewissermassen im Dienste der Geldpolitik und darf deren Handlungsspielraum nicht einschränken.

Marktbewegende Geldpolitik und marktschonende Anlagepolitik

Daraus ergibt sich ein für die Umsetzung zentraler Unterschied: Bei der Geldpolitik greifen wir in einen Markt ein, weil wir dort eine Wirkung erzielen möchten. Wir intervenieren z.B. am Devisenmarkt, um die Wechselkurssituation und damit einen wichtigen Teil der monetären Bedingungen in unserem Sinne zu beeinflussen. Bei der Anlagepolitik ist die SNB hingegen eine reine Finanzinvestorin und verfolgt keinerlei strategische Ziele z.B. mit Blick auf Marktpreise, Unternehmen oder Branchen. So stellen wir sicher, dass aus unserer Anlagetätigkeit keine Interessenkonflikte entstehen, die unsere geldpolitische Glaubwürdigkeit tangieren könnten. Wie andere grosse Investoren setzen wir unsere Anlagepolitik möglichst marktschonend um. Wir halten unseren Einfluss aber auch deshalb möglichst gering, weil wir mit unserer Anlagetätigkeit als Zentralbank keine Signale aussenden möchten, die von den Akteuren möglicherweise falsch interpretiert werden. Der Unterschied in der Umsetzung lässt sich somit etwas pointiert wie folgt zusammenfassen: Bei der Geldpolitik geht es darum, mit einem dosierten Einsatz von Mitteln am Markt einen möglichst grossen Effekt zu erzielen. Bei der Anlagepolitik lautet die Devise hingegen, den Markt möglichst nicht zu bewegen, auch wenn grosse Volumen investiert werden.

Die Grafik links in der **Abbildung 2** zeigt das Wachstum unserer Devisenreserven in den letzten zehn Jahren. Dieser Anstieg ist geldpolitisch bedingt, d.h., auf unsere Devisenkäufe im Kampf gegen die Frankenstärke seit dem Jahr 2009 zurückzuführen. Auch hier ist gleich klar, wer die Hauptrolle spielt. Die SNB hat so viele Devisen gekauft, weil es geldpolitisch nötig war, und nicht etwa aus anlagepolitischen Erwägungen. Auf der Grafik rechts sehen Sie die Aufteilung nach Währungen. Hier kommen die anlagepolitischen Überlegungen zum Tragen – z.B. das von meiner Vorrednerin ausgeführte Prinzip der Diversifikation auch über die Währungen. Das heisst für die SNB, dass wir Umschichtungen zwischen Fremdwährungen vornehmen, die anlagepolitisch motiviert sind. Ich werde Ihnen gleich darlegen, wie wir dabei am Devisenmarkt vorgehen und weshalb es auch aus der Warte der Anlagepolitik zentral ist, dass wir das Marktgeschehen laufend beobachten, unser Wissen mehren und fähig sind, zeitgemässe Werkzeuge einzusetzen.

Das US-Aktienportfolio der SNB: Gewichtig und nahe am Gesamtmarkt

Vorher möchte ich Ihnen aber anhand eines konkreten Beispiels für die Diversifikation über die Anlageklassen unsere generelle Vorgehensweise illustrieren. Hier sehen Sie die Bestände in den 20 gewichtigsten Titeln unseres US-Aktienportfolios per Ende 2016 (**Abbildung 3**), also eine Momentaufnahme. Zwar war der Gesamtwert unseres US-Portfolios mit 58,6 Mrd. US-Dollar per Ende 2016 durchaus beeindruckend, ebenso wie die Tatsache, dass wir zu diesem Zeitpunkt in unserer grössten Einzelposition Aktien im Wert von 1,7 Mrd. US-Dollar hielten. Diese Zahlen sind aber ins Verhältnis zu unseren gesamten Devisenreserven und zur ganzen Marktkapitalisierung zu setzen. Auf US-Aktien entfallen rund 10% unserer Devisenreserven, und wir halten jeweils nur knapp 0,3% der ausstehenden Titel eines Unternehmens – in der Abbildung als rote horizontale Linie erkennbar. Unsere 20 grössten Positionen in US-Aktien sind nicht die Frucht einer aktiven Titelselektion, sondern das Ergebnis unseres Grundsatzes, in Aktien indexnah den Gesamtmarkt abzubilden. Von diesem Grundsatz der Marktabdeckung machen wir nur wenige Abstriche: Die anlagemässig gewichtigste Einschränkung, die wir uns auferlegen, ist letztlich wiederum geldpolitisch motiviert: Wir verzichten auf Investitionen in Aktien von mittel- und grosskapitalisierten Banken, um allfällige Interessenkonflikte zu vermeiden.

Kommen wir von den Beständen zu den Veränderungen. Es gibt diverse Gründe, weshalb wir am Markt US-Aktien kaufen oder verkaufen. Wenn unsere Devisenanlagen geldpolitisch bedingt weiter ansteigen, müssen wir Aktien kaufen, um den aktuell gewünschten Anteil konstant zu halten. Auch kommt es bei Aktienindizes bekanntlich immer wieder zu Anpassungen, die wir nachvollziehen, was Käufe und Verkäufe nach sich zieht. Darüber hinaus müssen wir Aktien auch verkaufen, wenn Aktien z.B. besser als Obligationen rentieren, um unsere Aktienquote konstant zu halten. Ein vierter Grund könnte sein, dass sich die SNB im Rahmen der regelmässigen Überprüfung der Anlagestrategie entscheidet, die Gewichte in ihrer Asset

Allocation zu verschieben. So haben wir den Anteil der 2005 eingeführten Anlageklasse Aktien schrittweise auf heute 20% der Devisenreserven erhöht. Unabhängig davon, weshalb wir an den US-Aktienbörsen auftreten – auch hier gehen wir marktschonend ans Werk.

In der **Abbildung 4** sind die täglichen Handelsvolumen der Aktien aller mittel- und grosskapitalisierten US-Unternehmen aus dem Anlageuniversum der SNB als blaue Balken dargestellt. Die rote Linie mit der Skala rechts entspricht dem prozentualen Anteil des Gesamtvolumens, der auf Transaktionen der SNB zurückzuführen ist. Konkret bezieht sich diese Quote auf unsere Kaufaufträge während desjenigen Quartals, in dem wir 2016 den grössten Teil der Anpassungen vorgenommen haben. Über dieses Quartal haben wir per Saldo US-Aktien für gut 10 Mrd. US-Dollar erworben. Da wir den Gesamtmarkt physisch abbilden, platzieren wir in der Regel für einen bestimmten Handelstag Kaufaufträge gleich für mehrere hundert Einzeltitel. Der Einsatz von Algorithmen stellt sicher, dass die Ausführung marktschonend über die Bühne geht. Jede Kauforder in einer Einzelaktie wird so, abhängig vom Nominalwert, der Anzahl Stücke und des Aktienkurses, nochmals in mehrere hundert Transaktionen portioniert, die im Tagesverlauf ausgelöst werden. Wie die rote Linie zeigt, war unsere Quote am gesamten täglichen Handelsaufkommen bescheiden. Sie betrug in jenem Quartal durchschnittlich weniger als 0,15%. Die SNB gehört also absolut betrachtet zu den weltweit grössten institutionellen Investoren, ist aber selbst bei aus unserer Sicht gewichtigen Umschichtungen immer noch ein relativ kleiner Fisch im grossen Ozean des US-Aktienmarktes.

Umsichtig umschichten am Devisenmarkt

Nun möchte ich mich wie versprochen wieder dem Devisenmarkt zuwenden – heute aber wohlgerneht der Umsetzung von anlagepolitischen Transaktionen, die dem geldpolitischen Primat unterliegen. Auch hier ist die SNB als Marktteilnehmerin im Verhältnis zum globalen Devisenumsatz relativ gesehen kein grosser Fisch. Dennoch hat mit unserer Bilanzgrösse die Bedeutung unserer anlagepolitisch motivierten Geschäfte auch am Devisenmarkt zugenommen, und damit unser Gewicht als Marktteilnehmerin. Die Anzahl der Transaktionen hat sich in den vergangenen Jahren vervielfacht. Parallel dazu hat sich das Währungsuniversum der SNB vergrössert – mittlerweile legen wir die aus Interventionen geschaffene Liquidität in mehr als einem Dutzend Währungen an. Eine marktschonende Umsetzung grosser Transaktionen in verdaubaren Portionen erfordert daher auch im Devisenhandel ein besonderes Mass an Umsicht.

Die Ziele, welche die SNB vor diesem Hintergrund bei der Umsetzung ihrer Umschichtungen verfolgt, stehen mitunter in Konkurrenz zueinander, wie **Abbildung 5** verdeutlicht. Beginnen wir mit der horizontalen Achse, auf der sich minimaler Markteinfluss, d.h. marktschonendes Vorgehen, und minimales Preisrisiko gegenüberstehen. Je länger die Umsetzung einer Transaktion dauert, desto stärker können andere Faktoren den Preis bewegen und desto grösser wird naturgemäss das Risiko einer Preisänderung. Die Devise «je schneller desto besser» ist hier jedoch nur bedingt zielführend. Denn die Prämisse einer möglichst marktschonenden Umsetzung kann erfordern, eine grosse Umschichtungstransaktion über die Zeit zu strecken,

um deren Einfluss auf den Markt einzudämmen. Der Zeitdruck steht also in direkter Konkurrenz zum «Fussabdruck» am Markt.

Ein anderer Zielkonflikt zeigt sich auf der vertikalen Achse zwischen bestem Preis und maximaler Vertraulichkeit. Idealerweise würde die SNB – wie sicherlich alle Marktteilnehmer – ihre Transaktionen zu jeder Zeit zu dem am Markt besten verfügbaren Preis ausführen. Im Grunde liesse sich dieser Preis aber nur dann ermitteln, wenn von möglichst vielen Marktakteuren gleichzeitig ein Angebot eingeholt würde. Würde man die Information über die eigene Transaktion derart breit streuen, bestünde jedoch das Risiko, dass dies wiederum den Abschlusspreis verschlechterte. In der Praxis gilt es also, einen gangbaren Mittelweg zwischen maximaler Vertraulichkeit und dem hypothetisch besten Preis zu finden. Bei all diesen Zielen haben für die SNB naturgemäss die operationelle Sicherheit und die Effizienz Vorrang.

Wie Sie sehen, gilt es also bei der marktschonenden Umsetzung grosser Devisentransaktionen, die richtige Balance zwischen zum Teil gegenläufigen Zielen zu finden. Um dem Rechnung zu tragen, analysiert die SNB laufend die Marktstruktur und Marktqualität, hält sich einen möglichst breiten Marktzugang offen, wählt die geeignete Handelsstrategie sowie den günstigsten Handelszeitpunkt und evaluiert kontinuierlich ihre Transaktionen. Was darunter konkret zu verstehen ist, werde ich Ihnen in den nächsten Minuten auch anhand eines illustrativen Beispiels erläutern.

Markt analysieren und breiten Zugang offenhalten

Einen klassischen Ausgangspunkt für die Analyse der Veränderungen am Devisenmarkt stellt die Statistik zum Devisen- und Derivatgeschäft dar, welche die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) alle drei Jahre erhebt. Die im September 2016 publizierten Ergebnisse zeigten erstmals seit 2001, dass der tägliche Gesamtumsatz am weltweiten Devisenmarkt gegenüber der Vorperiode rückläufig war. Ausgeprägt war der Rückgang gegenüber 2013 insbesondere im Kassageschäft, das sich von täglich 2 Bio. US-Dollar auf 1,7 Bio. US-Dollar reduzierte. Die Dominanz des US-Dollars blieb ungebrochen, während der Renminbi anders als der Euro und der Yen Boden gutmachen konnte. Der Kassamarkt ist – wie der Gesamtmarkt – klar elektronisch dominiert: Der Anteil des elektronischen Handels im Kassamarkt beläuft sich heute auf rund zwei Drittel. Dabei sind die elektronischen Vertriebskanäle vielseitiger geworden (**Abbildung 6**). Einzelbankplattformen konnten ihren Anteil von vormals 14% auf 25% ausbauen, wohingegen die Umsätze am primären Interbankenmarkt weiter schrumpften.

Wie agiert die SNB vor diesem Hintergrund am Devisenmarkt? Ein Blick in unseren Handelsraum gibt Aufschluss (**Abbildung 7**). Die SNB ist operativ breit aufgestellt und verwendet seit Jahren eine moderne Infrastruktur, um über diverse Kanäle fast ausnahmslos elektronisch an den Markt zu gelangen. Dabei nutzen wir sowohl den direkten Zugang zum Interbankenmarkt als auch eine Vielzahl von Einzelbank- und Multibankenplattformen. Mit dieser breiten Aufstellung kann die SNB ihre Reichweite am Markt maximieren und eine Vielzahl von Gegenparteien erreichen. Dies ermöglicht einen zugleich flexiblen und zielgerichteten Zugang

auch in kleineren Währungen oder Währungen von Schwellenländern. Daneben evaluiert die SNB kontinuierlich den Kreis ihrer Gegenparteien und wählt diesen sorgsam aus.

Damit ist es jedoch noch nicht getan. Sollen hohe Volumen marktschonend umgeschichtet werden, erfordert dies auch eine entsprechende Handelsstrategie. Lassen Sie mich anhand von **Abbildung 8** erläutern, warum die Aufteilung von grossen Volumen in kleinere Einheiten und deren Verteilung über die Zeit Vorteile bringen kann. Die schematische Darstellung zeigt den Wechselkurs auf der y- und den Zeitverlauf auf der x-Achse. Eine Möglichkeit, eine grosse Transaktion umzusetzen, wäre ein umgehender Risikotransfer bzw. eine sofortige Ausführung des Gesamtbetrags mit einer Gegenpartei – dargestellt durch das grosse rote Dreieck. Eine solche Umsetzung hat den Vorteil, dass die Transaktion unverzüglich abgeschlossen wird und der Preis unmittelbar feststeht. Nachteilig ist jedoch, dass dies typischerweise mit einer breiteren Geld-Brief-Spanne einhergeht und einen erheblichen Effekt auf den Wechselkurs haben kann. Eine zweite Variante ist die Stückelung des Gesamtbetrages in kleinere Einheiten und eine schnellstmögliche aktive Ausführung am Markt. Die Transaktion wird relativ zeitnah ausgeführt, während dank der Stückelung eine weniger breite Geld-Brief-Spanne in Kauf genommen werden muss und das Risiko einer ungünstigen Wechselkursentwicklung geringer ausfällt. Die Kehrseite der Medaille einer solchen aggressiven Strategie ist jedoch ein deutlicher Effekt auf den Wechselkurs. Die dritte und letzte Variante zeigt nun die Stückelung des Gesamtbetrags in kleine Einheiten mit Streckung der Transaktion über die Zeit. Dank der marktgerechten Stückelung hält sich der Effekt auf die Geld-Brief-Spanne in engen Grenzen. Dadurch wird der Einfluss auf den Wechselkurs minimiert und somit die Umsetzung marktschonend vorgenommen. Allerdings nimmt mit längerer Dauer bis zum Abschluss der Transaktion das Marktrisiko respektive das Risiko einer nachteiligen Wechselkursbewegung aufgrund von anderen Faktoren zu. Um die Ausführung zahlreicher kleiner Stückelungen über die Zeit operativ effizient umzusetzen, werden elektronische Handelsalgorithmen verwendet.

Die SNB versucht, ihren Markteinfluss zusätzlich zu reduzieren, indem sie zu den Zeiten aktiv wird, wenn der Handel am liquidesten ist. Dies ist typischerweise dann der Fall, wenn die Umsätze hoch und die Auftragsbücher gut gefüllt sind. **Abbildung 9** zeigt links als blaue Fläche das historische Mittel des Innertags-Umsatzes in Euro-Dollar. Die liquideste Phase – dann, wenn sich die europäische und amerikanische Handelssession überschneiden – ist leicht am zweiten «Hügel» im europäischen Nachmittag zu erkennen. In einem solchen Umfeld bewegt eine einzelne Transaktion den Preis weniger als in einem illiquideren Markt. Das sehen wir auf der rechten Grafik, die den Preisanpassungsprozess im Euro-Dollar nach einer Verkaufstransaktion anhand des Mittelkurses und der Dicke des Auftragsbuches zeigt. Die schraffierten Bänder signalisieren dabei die Unsicherheit. Die zwei Linien repräsentieren unterschiedliche quotierte Volumina, wobei rot ein geringes und blau ein hohes quotiertes Volumen anzeigt. In einem liquiden Markt (blau) bewegt eine einzelne Transaktion den Wechselkurs somit erwartungsgemäss weniger.

Kontinuierliche Evaluation der Transaktionen

Ist eine Umschichtung abgeschlossen, analysieren wir die Transaktionskosten. Die Erkenntnisse daraus liefern wichtige Hinweise für allfällige Optimierungen unserer Handelsstrategie, damit wir auch künftig den bestmöglichen Preis erzielen und gleichzeitig unseren Einfluss auf die Kursentwicklungen minimieren. **Abbildung 10** zeigt beispielhaft die Ausführung eines Verkaufsauftrages von Euro gegen US-Dollar. Oben ist der Verlauf der Referenzkurse im Interbankenmarkt dargestellt, der beste Geldkurs in grün, der beste Briefkurs in rot – die Kurven liegen fast übereinander, die Geld-Brief-Spanne ist eng. Die Gesamttransaktion wird in kleinere Einzeltransaktionen (Clips) gestückelt – die roten Punkte. Unten wird gezeigt, wie sich der erzielte Preis der Einzeltransaktionen innerhalb der Referenz-Geld-Brief-Spanne, dem Bereich zwischen der grünen und der roten Linie, einordnet. Dabei bezeichnet die schwarze Linie den Referenz-Mittelkurs, die obere rote Linie den besten Referenz-Briefkurs und die untere grüne Linie den besten Referenz-Geldkurs. Die grüne Säule unten rechts gibt an, wie der volumengewichtete Durchschnittspreis der Einzeltransaktionen im Verhältnis zum entsprechend gewichteten besten Geldkurs steht. 100% bedeutet, dass man immer zum besten Briefkurs handelt; 0%, dass man immer zum besten Geldkurs abschliesst. Die Abbildung zeigt, dass die Preise der einzelnen Transaktionen zwar meistens etwas schlechter als der Briefkurs ausfallen, aber gleichzeitig besser, als wenn auf dem Geldkurs verkauft worden wäre. Gemessen an den Referenzkursen ist diese Transaktion also durchaus positiv einzuschätzen.

Der geneigte Beobachter mag indes einwenden, dass der Euro-US-Dollar-Kurs während der Durchführung unserer Transaktion doch leicht abfällt, bevor er sich gegen Ende wieder erholt. Hat die SNB den Kurs negativ beeinträchtigt? Dieser Schluss wäre voreilig, denn die Güte einer Umsetzung lässt sich nur schwerlich allein anhand der Kursbewegung während des Handelsprogramms beurteilen. Der Preisverlauf kann nämlich in dieser Zeit von Marktereignissen getrieben sein, die unabhängig von unserer Transaktion sind.

Um diesen letzten Aspekt näher zu beleuchten, zeigt **Abbildung 11** den durchschnittlichen Verlauf der Referenz-Marktkurse über die in unserem Fallbeispiel 134 gehandelten Einzeltransaktionen 20 Sekunden vor bis 20 Sekunden nach dem Transaktionszeitpunkt. Dabei stellt die rote Linie den Briefkurs, die grüne Linie den Geldkurs und die schwarze Linie den Mittelkurs dar. Im Durchschnitt hat der Markt keine Reaktion auf die Ausführung der 134 Einzeltransaktionen gezeigt – der durchschnittliche Mittelkurs verläuft waagrecht. Die Handelsstrategie war erfolgreich. Mit anderen Worten: Die Transaktionen konnten marktschonend ausgeführt werden.

Reform der Referenzzinssätze: Das Ende des TOIS ist fix

Um messen zu können, benötigen auch die Akteure am Geldmarkt Referenzwerte. Letztes Jahr hatte ich die Saga der Reform der Referenzzinssätze seit dem Bekanntwerden der Manipulationen beim Libor 2012 unter dem Motto «gut Ding will Weil haben» weitergesponnen. Ich bin daher natürlich froh, dass ich Ihnen dieses Jahr von konkreten Fortschritten berichten

kann (**Abbildung 12**). Ich beziehe mich zuerst auf die Bestrebungen auf nationaler Ebene, die im unteren Zeitstrang der Grafik schematisch abgebildet sind. Das Ende des TOIS ist fix: Die im Jahr 2013 gegründete nationale Arbeitsgruppe zu Referenzzinssätzen in Franken, die sich aus Vertretern des Privatsektors und der SNB zusammensetzt, hat nach intensiven Diskussionen, breiten Marktkonsultationen und umfassenden Abklärungen vorgeschlagen, statt des TOIS-Fixings den SARON als Referenzsatz heranzuziehen. Zudem wurden die Schritte für den Übergang zum SARON ausgearbeitet. Der Administrator des TOIS-Fixings (ACI Suisse) teilt die Sichtweise und kündigte die Einstellung des TOIS-Fixings per Ende 2017 an. Dass ein bestehender Referenzzinssatz eingestellt und abgelöst wird, ist international eine Rarität. Der Prozess wird darum auch im Ausland mit Interesse verfolgt, obgleich das TOIS-Fixing im Vergleich zum Libor wie ein Bonsai neben einem Riesenmammutbaum erscheint. Die Verantwortung für die Reform liegt letztlich beim Privatsektor, da wir aber als SNB ein Interesse an funktionierenden Märkten haben, leisten wir ebenfalls einen substanziellen Beitrag: Wir führen das Fachsekretariat der nationalen Arbeitsgruppe und sind bei der neu gegründeten Indexkommission für den SARON mit von der Partie. Die nächste wichtige Etappe für die Ablösung des TOIS-Fixings sind Swaps, die auf dem SARON basieren. Der Startschuss dazu soll in den nächsten Wochen erfolgen. Detailliertere Angaben zum Fortschritt der Reform finden Sie auf unserer Website.

Die wichtigsten Etappen auf internationaler Ebene sind im oberen Zeitstrang der Grafik abgetragen. Grundsätzlich ist die Problematik beim Libor ähnlich wie beim TOIS-Fixing. Die Berechnungsgrundlage für den Referenzwert ist zu schmal, es werden im betreffenden Segment kaum noch Transaktionen getätigt. Davon unbeeindruckt wird der Libor weiterhin am häufigsten für Kreditverträge in Franken verwendet. Der Administrator des Libors hat diesen Januar weitere Reformen angekündigt und will diese im Verlauf des Jahres vollziehen. Es bleibt abzuwarten, ob der Libor seine internationale Dominanz als Referenzzinssatz behaupten kann oder künftig von Alternativen abgelöst wird. Die SNB bleibt am Ball und beteiligt sich an den Arbeiten des Financial Stability Board, das weiterhin die Reformbestrebungen eng begleitet.

Schlussbetrachtungen

Meine Damen und Herren, die Hauptrolle spielt weiterhin unsere Geldpolitik. Ich hoffe aber, es ist mir gelungen, Ihnen aufzuzeigen, wie anspruchsvoll, vielfältig und spannend auch eine Nebenrolle sein kann. Mit einer umsichtigen Umsetzung der Anlagepolitik tragen wir nicht zuletzt dazu bei, den Handlungsspielraum der Geldpolitik zu bewahren. Indem wir unsere Transaktionen effizient portionieren und die Ausführung der Aufträge über die Zeit strecken, minimieren wir unseren Einfluss auf die Märkte. Wir analysieren laufend die Marktstrukturen und werten unsere Transaktionen – wie am Verkauf von Euro gegen Dollar gezeigt – akribisch aus. So stellen wir sicher, dass wir marktschonend agieren und dabei den bestmöglichen Preis erzielen.

Die SNB als Marktakteurin

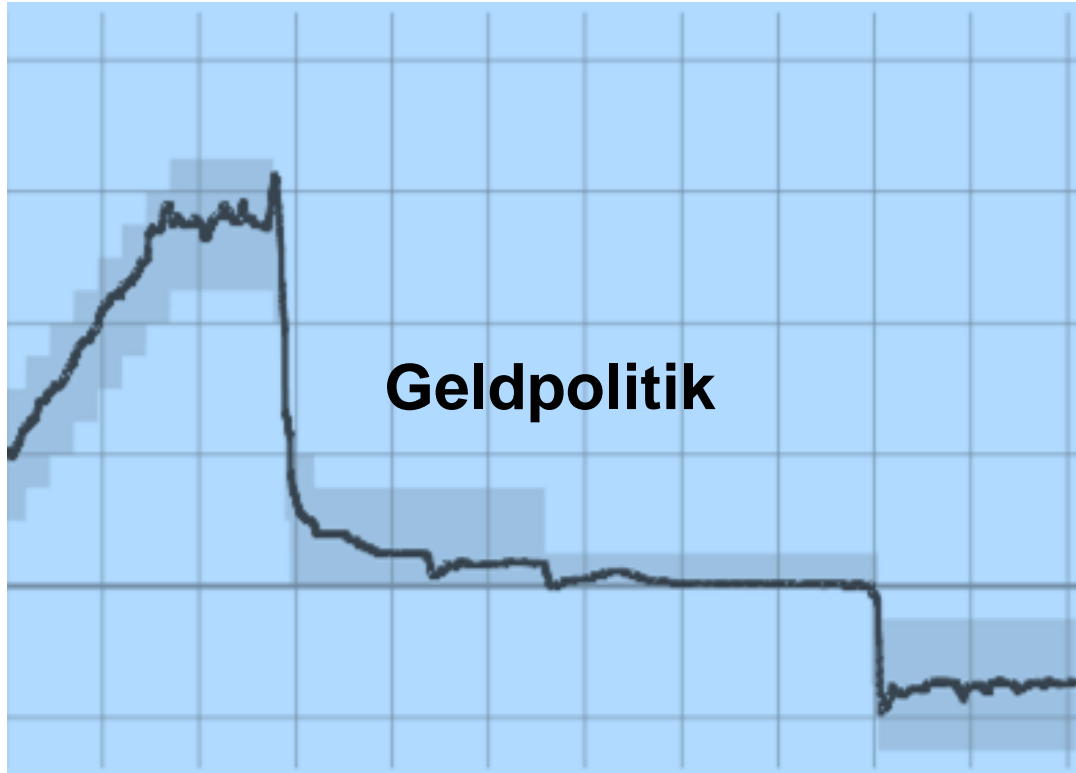
Dewet Moser
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro
Zürich, 23. März 2017

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



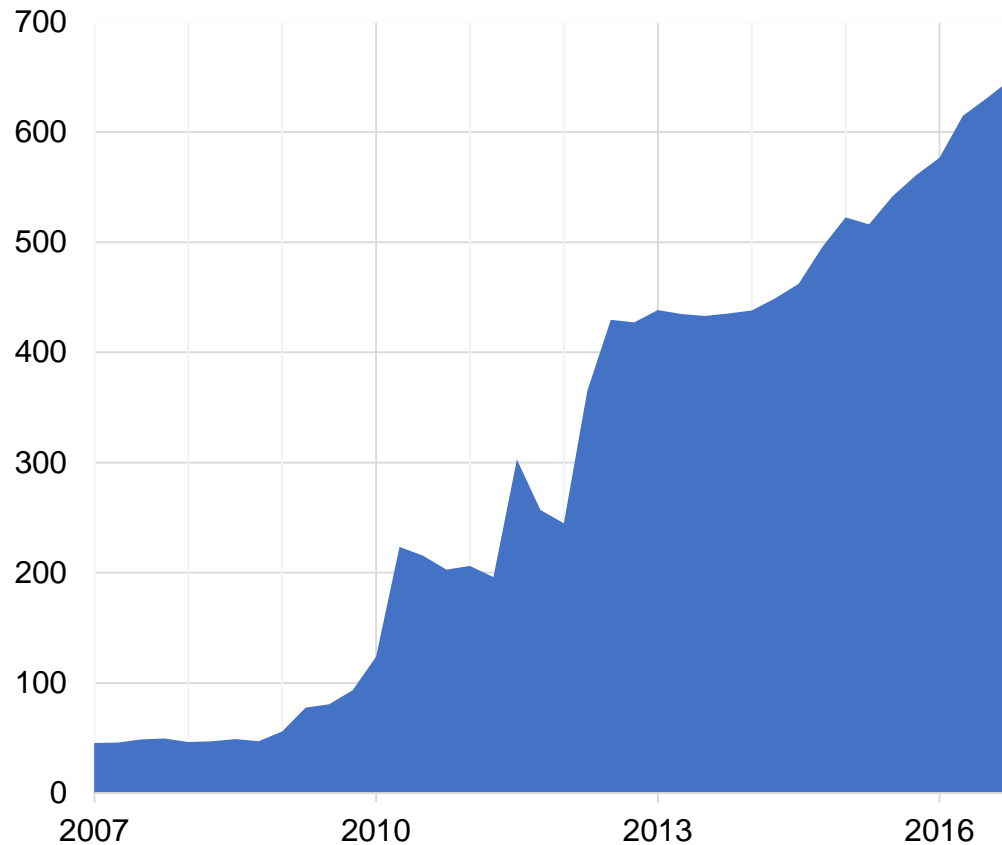
Die unterschiedlichen Rollen der SNB an den Märkten



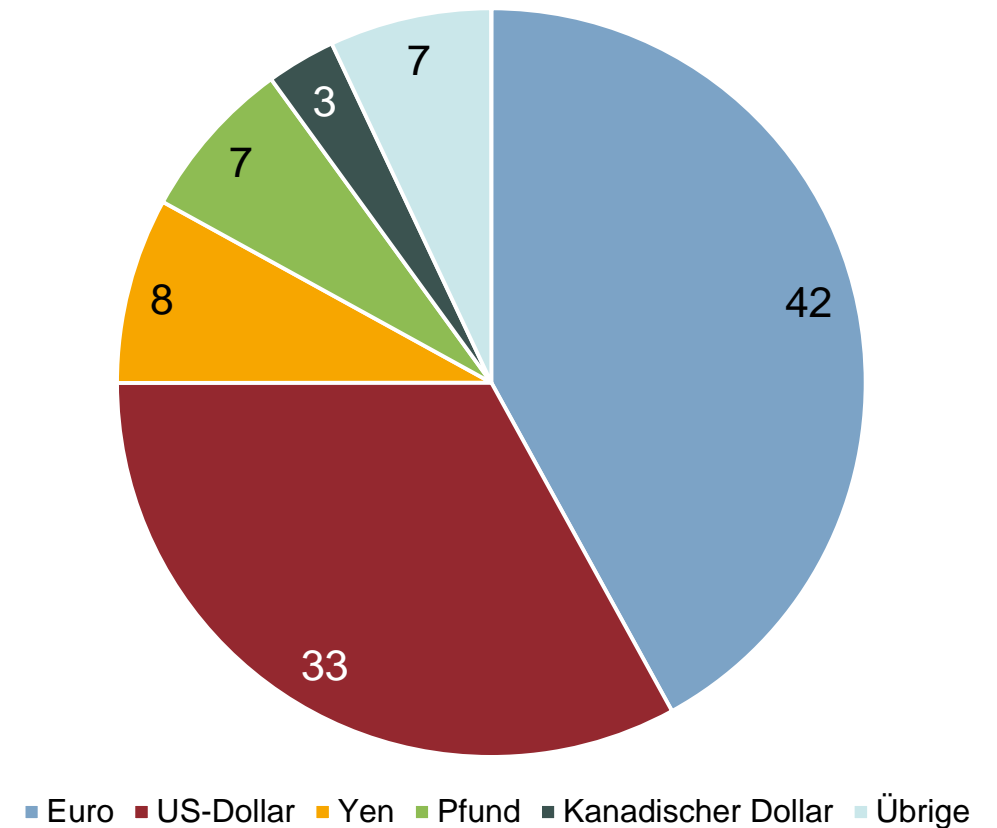
Quellen: SNB, Internet

Die SNB ist eine immer grössere Marktteilnehmerin

DEISENRESERVEN DER SNB, IN MRD. CHF



AUFTEILUNG DER DEISENRESERVEN DER SNB NACH WÄHRUNGEN, 31.12.2016, IN PROZENT

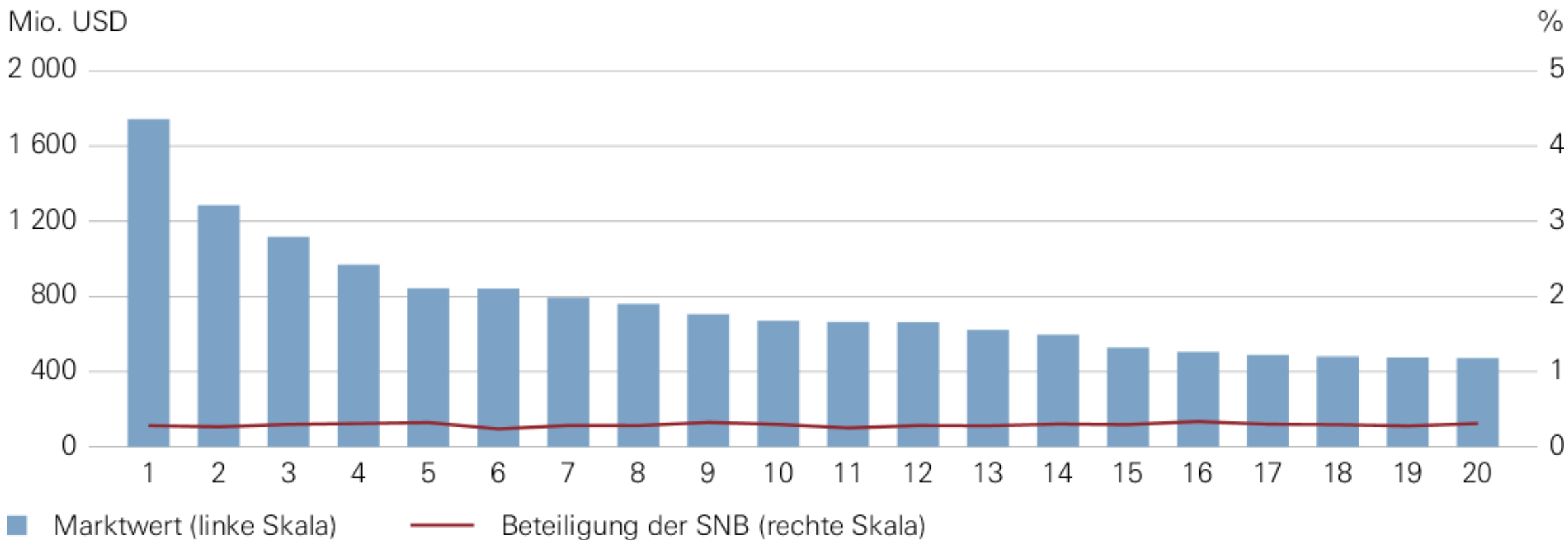


Quelle: SNB

Die absolute Grösse des US-Aktienportfolios der SNB...

GRÖSSTE EINZELPOSITIONEN DER SNB AM US-AKTIENMARKT

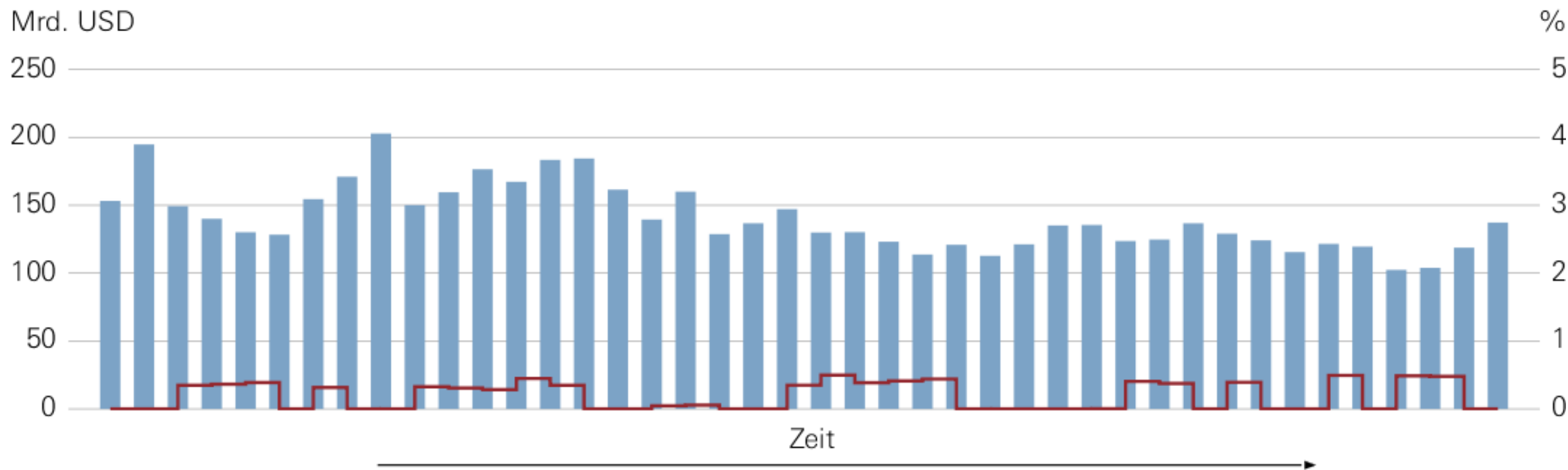
Per 31.12.2016



Quellen: SNB, Bloomberg

...erfordert marktschonendes Vorgehen am Aktienmarkt

TÄGLICHES HANDELSVOLUMEN AM US-AKTIENMARKT

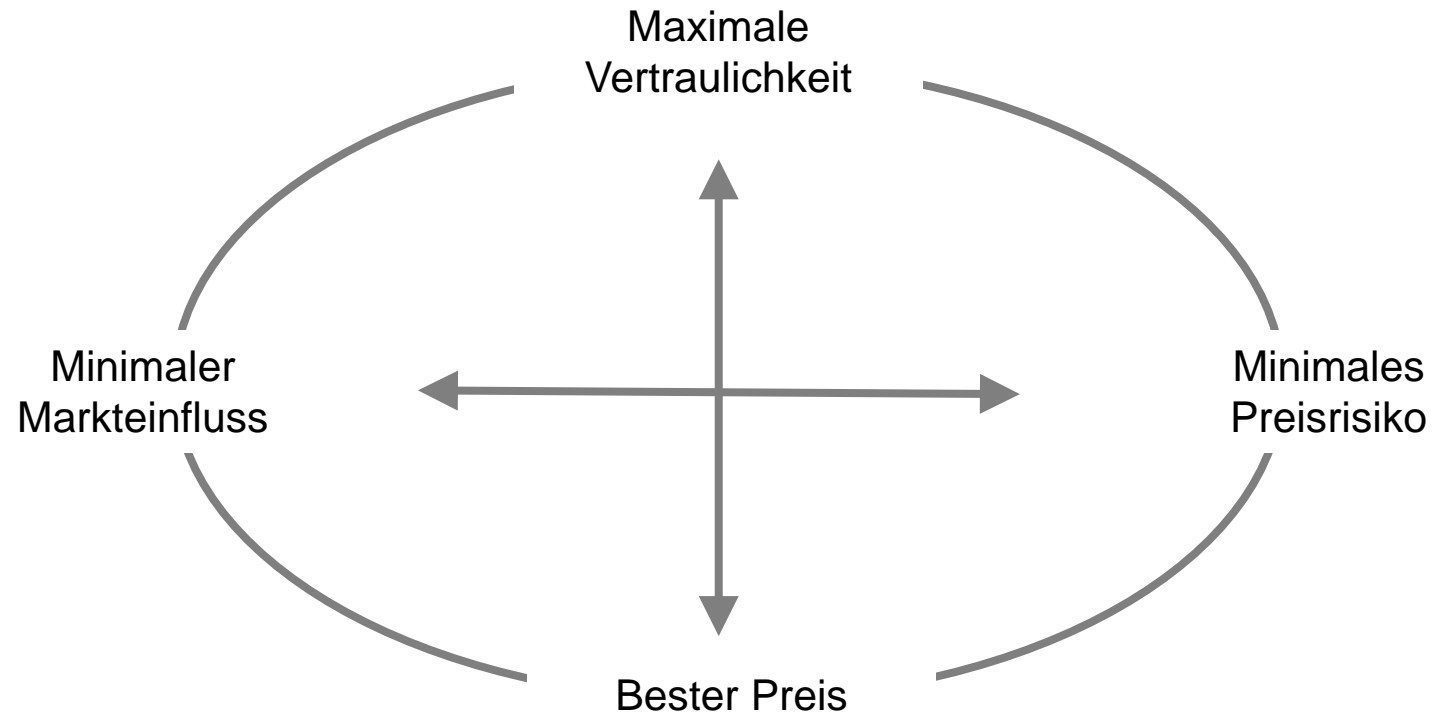


- Gesamtvolumen in den mittel- und grosskapitalisierten US-Aktien des Anlageuniversums der SNB (linke Skala)
- Anteil der SNB (rechte Skala)

Quellen: SNB, Bloomberg

Gleiches gilt am Devisenmarkt: Vielfältige und konkurrierende Ziele

ZIELE BEI DER AUSFÜHRUNG ANLAGEPOLITISCHER DEVISENGESCHÄFTE



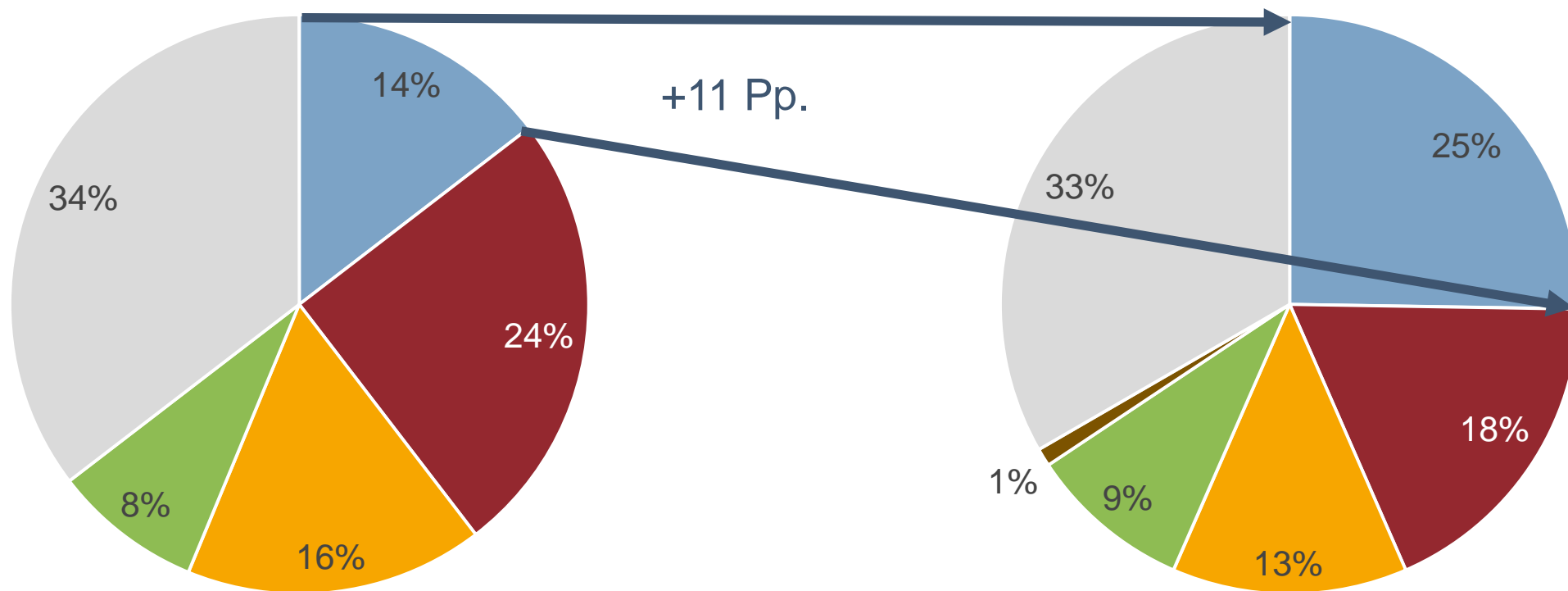
Operationelle Sicherheit und Effizienz

Quelle: SNB

Einzelbankplattformen gewinnen Marktanteile

UNTERGLIEDERUNG VERTRIEBSKANÄLE IM KASSAMARKT 2013*

UNTERGLIEDERUNG VERTRIEBSKANÄLE IM KASSAMARKT 2016*



+11 Pp.

- Einzelbankplattformen
- Andere direkte Plattformen
- Primärer Interbankenmarkt (Reuters/EBS)
- Andere ECNs & Multibankenplattformen
- Dark Pools
- Telefonischer Handel

* Prozentwerte summieren sich nicht auf 100 aufgrund unvollständiger Berichterstattung.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich

Für die SNB zentral: Vielfältiger und robuster Zugang zum Devisenmarkt

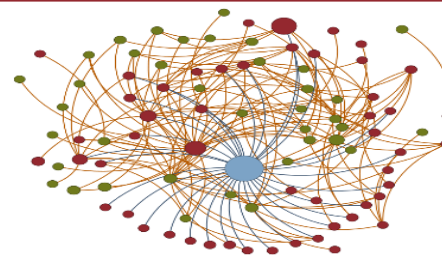
Breiter Marktzugang

Primärer
Interbankenmarkt

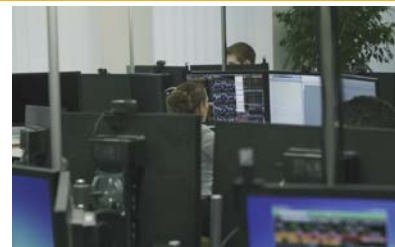
Einzelbank-
plattformen

Multibanken-
plattformen

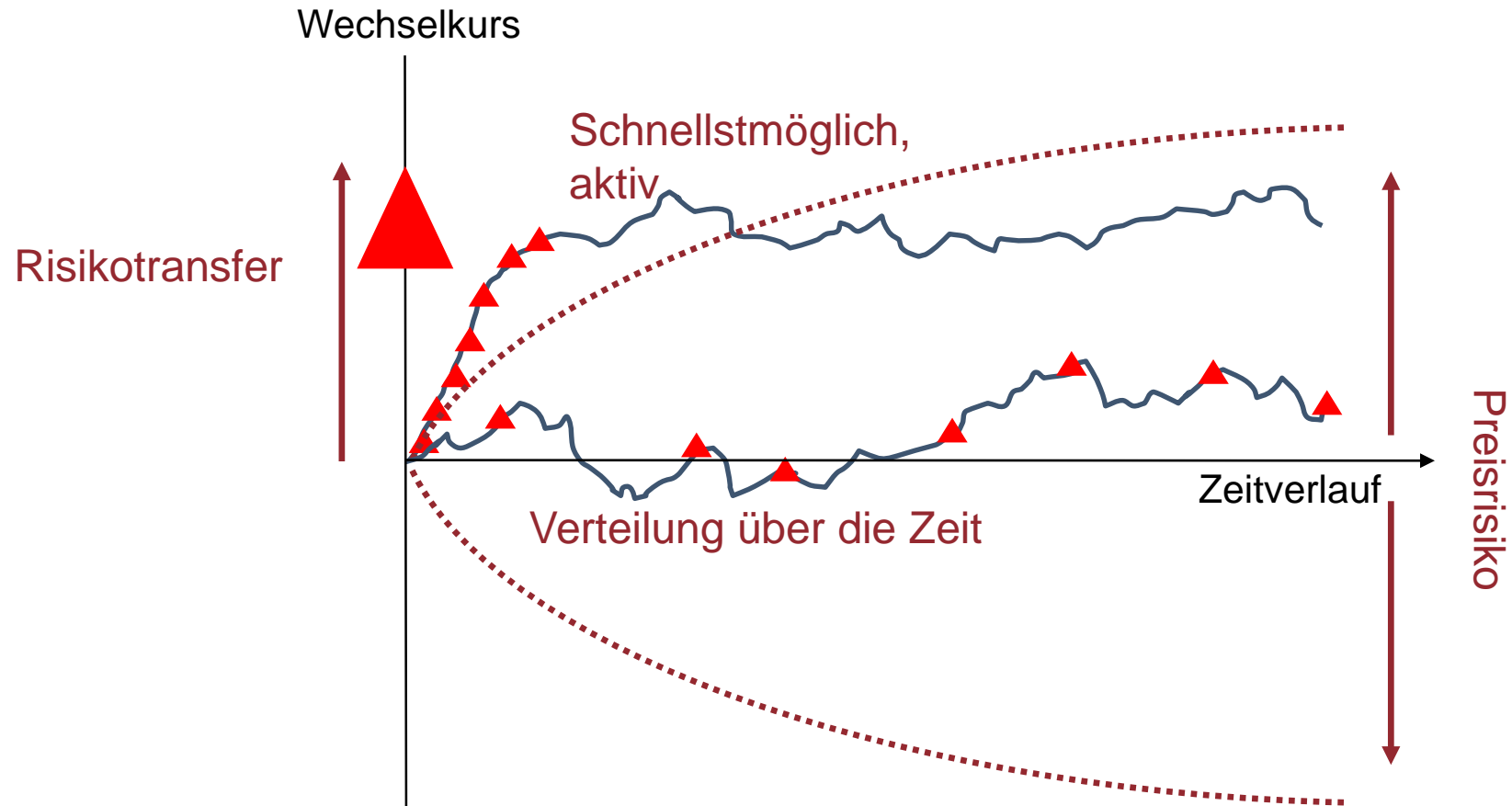
Vielzahl von Gegenparteien



Moderne Infrastruktur

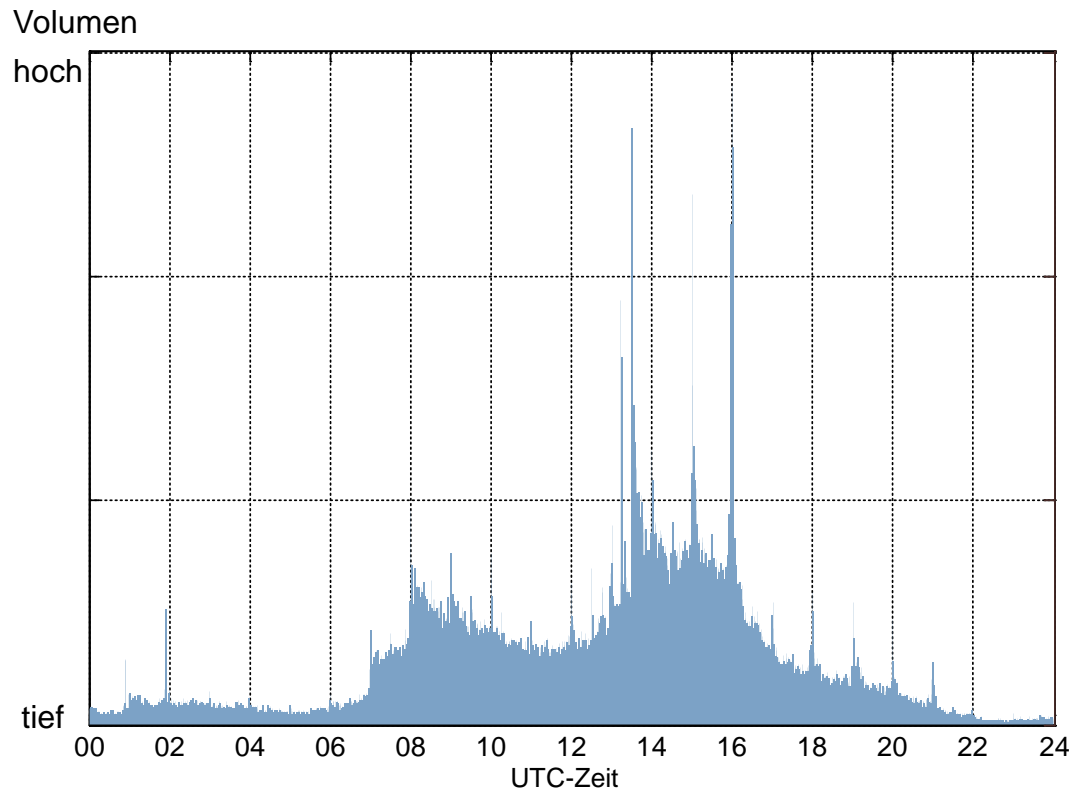


Verteilung grosser Handelsvolumen über die Zeit

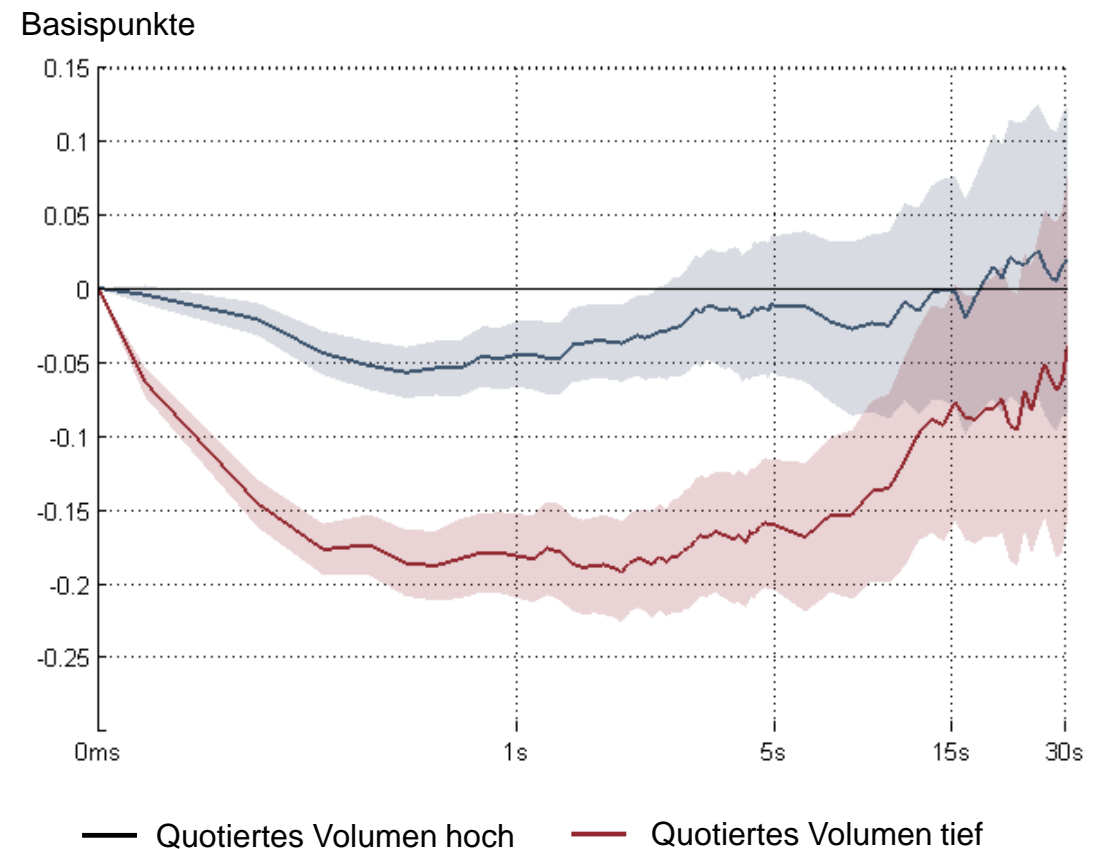


Zeitpunkt entscheidend für geringen Markteinfluss

INNERTAGS-UMSATZ IN EURUSD, HISTORISCHER MITTELWERT



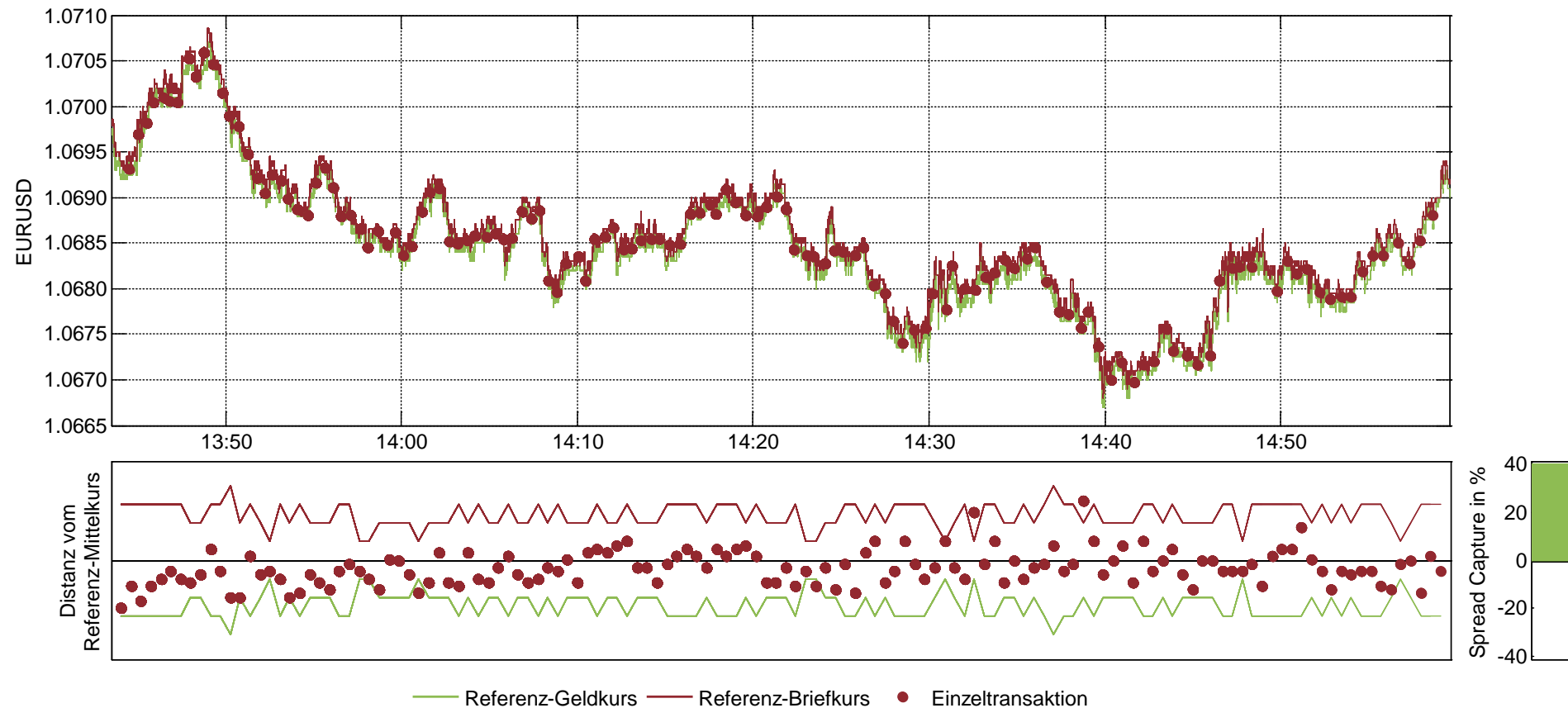
MITTELKURS NACH EINER EURUSD-VERKAUFS-TRANSAKTION



Quelle: SNB

"In order to improve something, you first have to measure it"

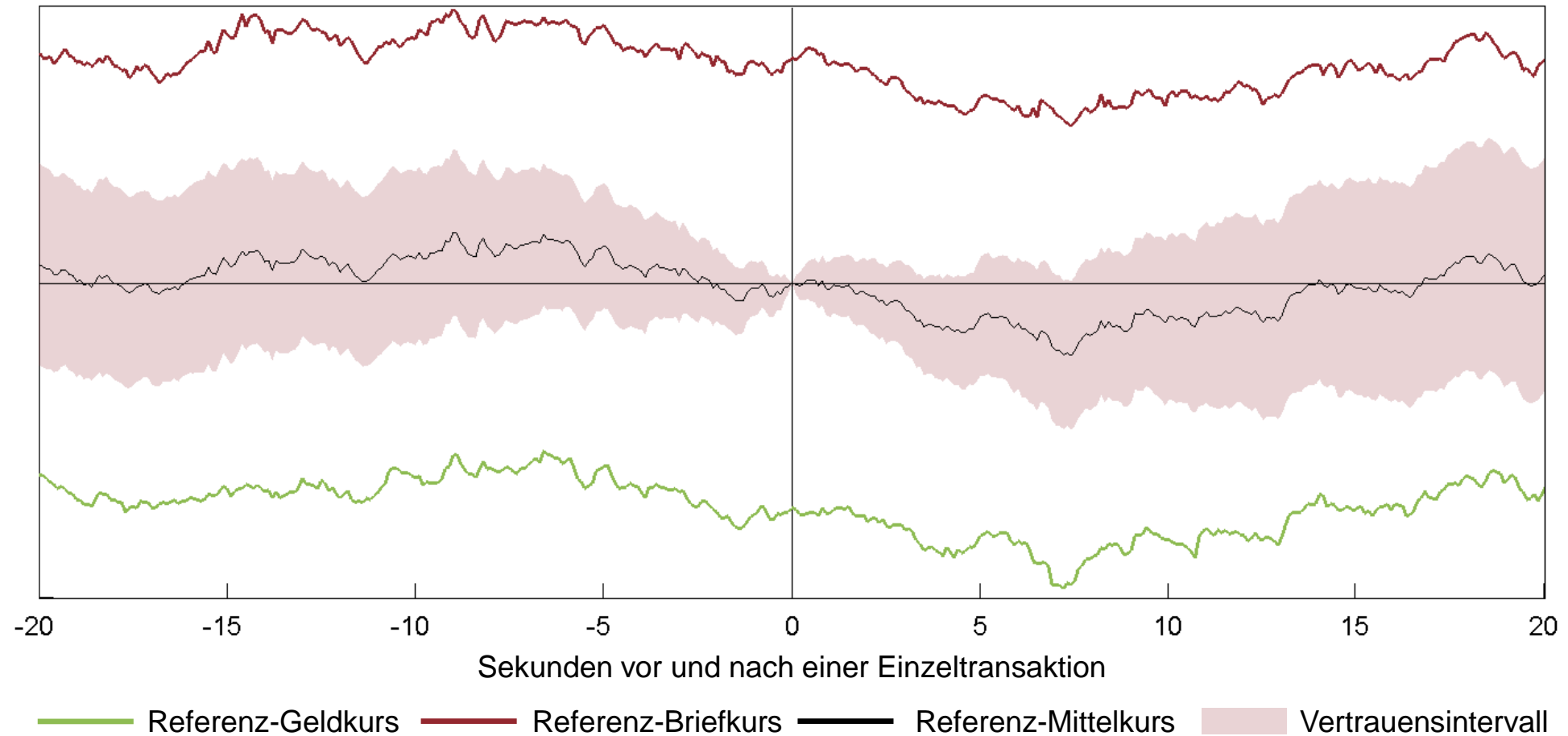
BEISPIEL EINER EURUSD-VERKAUFSTRANSAKTION



Quelle: SNB

Marktschonende Ausführung

BEISPIEL FÜR MARKTVERHALTEN VOR UND NACH EINER EINZELTRANSAKTION



Reformbestrebungen bei Referenzzinssätzen



Quelle: SNB

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

