

**Sperrfrist**

17. November 2022,  
18.30 Uhr

---

## **Rückkehr zu positiven Zinsen: Warum «Reserve Tiering»? Geldmarkt-Apéro**

**Andréa M. Maechler und Thomas Moser\***

Mitglied des Direktoriums / Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Genf, 17. November 2022

© Schweizerische Nationalbank (Referat auf Englisch)

---

\* Die Referenten danken Florian Böser, Lucas Fuhrer und Mico Loretan für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrags. Ihr Dank geht zudem an Dirk Faltin, Cyrille Planner, Michael Schäfer, Jacqueline Thomet und Tanja Zehnder für ihre wertvollen Kommentare sowie an den Sprachendienst der SNB für die Übersetzung des Textes.

Meine sehr geehrten Damen und Herren

Auch im Namen meines Kollegen Thomas Moser begrüsse ich Sie herzlich zum diesjährigen Geldmarkt-Apéro der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in Genf. Wir freuen uns sehr, dass Sie heute Abend so zahlreich dabei sind, sei es vor Ort oder virtuell.

Seit unserem letzten Treffen in diesem Rahmen vor einem Jahr ist die Inflationsbekämpfung zur wichtigsten Aufgabe von Zentralbanken weltweit geworden. Viele Länder haben einen Inflationsanstieg erlebt, mit dessen Ausmass und Geschwindigkeit nur wenige gerechnet haben. Ein grosser Teil dieses Anstiegs ist auf die anhaltenden Unterbrechungen der globalen Lieferketten infolge der Corona-Pandemie zurückzuführen. Der Krieg Russlands gegen die Ukraine hat – neben dem Verursachen von unermesslichem menschlichen Elend – durch den Effekt auf die Energie- und Lebensmittelpreise den Inflationsdruck verstärkt. In den letzten Monaten hat sich die Inflation als hartnäckiger und breitflächiger erwiesen als ursprünglich erwartet. Deshalb haben Zentralbanken begonnen, ihre Politik zu straffen, sodass wir auf globaler Ebene eine geldpolitische Kehrtwende erlebt haben.

Auch die SNB hat ihre Geldpolitik gestrafft und ihren Leitzins zurück in den positiven Bereich gehoben. Mit dem Übergang ins Positivzinsumfeld musste die SNB einen neuen Ansatz für die Umsetzung ihrer Geldpolitik am Geldmarkt wählen. Unser neuer Ansatz umfasst zwei Elemente: «Reserve Tiering», d.h. eine abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben, und eine Abschöpfung von Sichtguthaben durch Offenmarktoperationen. Der neue Ansatz berücksichtigt die strukturellen Veränderungen, die am Geldmarkt stattgefunden haben, seit sich die SNB letztmals in einem Positivzinsumfeld befand. Insbesondere erlaubt er uns, unter den veränderten Bedingungen die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinssätze in Franken nahe am SNB-Leitzins zu halten.

Die heutige Veranstaltung bietet eine ideale Gelegenheit, unseren neuen Ansatz im Detail zu erörtern. Wir werden zuerst auf die Gründe für die Wahl des neuen Umsetzungsansatzes eingehen und danach einen Überblick geben, wie sich das neue Konzept bisher bewährt hat.

## **Warum ist die SNB zu einem positiven Leitzins zurückgekehrt?**

Ich beginne mit einem Überblick, warum die SNB ihre Geldpolitik gestrafft hat.

Während der letzten rund drei Jahrzehnte und noch bis vor kurzem war die Konsumentenpreis-inflation niedrig und relativ stabil. Folie 2 zeigt die Inflationsraten des Konsumentenpreisindex in den USA (blaue Linie), der Eurozone (gelbe Linie) und der Schweiz (rote Linie) seit 1980. In den 30 Jahren von 1990 bis 2020 betrug die Inflationsrate in der Schweiz durchschnittlich lediglich 1,0% pro Jahr. Ende 2020 hingegen hat sich das Blatt deutlich gewendet, und die Inflation hat weltweit kräftig angezogen. In der Schweiz ist die Inflation ebenfalls gestiegen, wenn auch etwas später und nicht so stark wie in anderen Volkswirtschaften. Die jährliche Konsumentenpreis-inflation in der Schweiz liegt seit Mitte dieses Jahres bei über 3% und hat damit das höchste Niveau seit Anfang der 1990er-Jahre erreicht. Gemäss den neusten Zahlen des Konsumentenpreisindex beträgt die Inflationsrate

in der Schweiz aktuell 3,0%. Damit liegt sie oberhalb des Bereichs, den die SNB mit Preisstabilität gleichsetzt. Konkret zielt die SNB auf einen Anstieg des Konsumentenpreisindex von weniger als 2,0% pro Jahr ab.

Als sich der Inflationsdruck aus dem Ausland in der zweiten Hälfte des letzten Jahres verstärkte, entschied die SNB an ihrer Lagebeurteilung im Dezember 2021, eine nominale Aufwertung des Frankens zuzulassen. Zusätzlich strafften wir ab Juni dieses Jahres unsere Geldpolitik, indem wir den SNB-Leitzins anhoben.<sup>1</sup> Am 16. Juni erhöhten wir den SNB-Leitzins – die blaue Linie auf Folie 3 – um 50 Basispunkte auf  $-0,25\%$  an. Es war dies die erste Erhöhung seit 15 Jahren und somit ein wahrlich historischer Moment für uns. Und erstaunlicherweise war es auch die erste Zinserhöhung, die viele unserer Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter in ihrer Zentralbankkarriere erlebt haben. Am 22. September hoben wir dann den Leitzins um weitere 75 Basispunkte an, sodass er wieder im positiven Bereich bei  $0,5\%$  zu liegen kam. Dies war ein weiterer historischer Moment für uns, denn damit endete die Phase negativer Leitzinsen in der Schweiz, die seit Januar 2015 angedauert hatte.

## Warum ist die Umsetzung der Geldpolitik wichtig?

Unser Zinsschritt im September (der rote Pfeil auf Folie 4) signalisierte, dass wir die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinssätze in Franken – insbesondere den aussagekräftigsten Geldmarktzinssatz, nämlich den SARON – nahe am neu positiven SNB-Leitzins sehen möchten. Die Ankündigung einer Leitzinsänderung selbst führt nicht in jedem Fall dazu, dass Geldmarktzinssätze steigen, schon gar nicht in einem Umfeld mit einem grossen Gesamtbestand an Sichtguthaben. Damit die Geldmarktzinsen wie gewünscht steigen, muss die Geldpolitik auf eine Art und Weise *umgesetzt* werden, dass sich die Geldmarktzinssätze in Franken dem SNB-Leitzins annähern. Was ist dafür nötig? Oder in Bezug auf die Grafik auf Folie 4 gemünzt: Was bedarf es, damit sich der blaue Pfeil verwirklicht?

Mit dem Übergang in ein positives Zinsumfeld hat sich das Ziel, das wir bei der Umsetzung unserer Geldpolitik verfolgen, nicht geändert. Das Ziel – auf Folie 5 links festgehalten – ist weiterhin, die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinssätze in Franken nahe am SNB-Leitzins zu halten. Aus Gründen, die wir gleich erläutern werden, musste die SNB jedoch den Ansatz zur Umsetzung ihrer Geldpolitik anpassen. Wie auf Folie 5 rechts ersichtlich, waren konkret zwei Elemente notwendig: die abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben («Reserve Tiering») und die Abschöpfung von Sichtguthaben.

Bevor wir im Detail auf die Wirkungsweise dieser zwei Elemente eingehen, fragen Sie sich nun vielleicht, warum wir nicht wieder den gleichen Umsetzungsansatz nutzen wie vor der globalen Finanzkrise. Damals haben wir Sichtguthaben nicht verzinst und die

---

<sup>1</sup> Seit Juni 2019 kommuniziert die SNB ihre Zinsentscheidung über den SNB-Leitzins. Indem sie den SNB-Leitzins festlegt, signalisiert die SNB das angestrebte Niveau für die Zinssätze am besicherten Geldmarkt. In der rund 20-jährigen Periode vor Juni 2019 hat die SNB in ihrer Lagebeurteilung ein Zielband für den Dreimonats-Libor festgelegt und anschliessend darauf hingearbeitet, diesen Zinssatz mittels Geldmarktoperationen üblicherweise in der Mitte des Zielbands zu halten.

Geldmarktzinsen in einem Umfeld positiver Zinsen kontrolliert, indem wir das Angebot an Sichtguthaben begrenzen und nahe am strukturellen Bedarf der Banken für Sichtguthaben hielten.<sup>2</sup> Im Nachgang der globalen Finanzkrise änderten sich die Bedingungen am Geldmarkt fundamental und dauerhaft. Insbesondere die zwei folgenden strukturellen Änderungen haben unsere Entscheidung für den neuen Ansatz zur Umsetzung der Geldpolitik beeinflusst.<sup>3</sup>

Erstens ist der Bestand an Sichtguthaben seit der globalen Finanzkrise massiv angestiegen, dies aufgrund unserer expansiven Geldpolitik – insbesondere aufgrund unserer Interventionen am Devisenmarkt.<sup>4</sup> Deshalb ist der Geldmarkt heute geprägt durch ein strukturelles Überangebot an Sichtguthaben statt durch ein strukturelles Defizit an Sichtguthaben. Eine Rückkehr zum Status quo vor der globalen Finanzkrise hätte bedingt, dass wir den Bestand an Sichtguthaben in einem sehr grossen Umfang reduzieren.<sup>5</sup> Angesichts des substanziellen Volumens und der langen Zeitspanne, die für eine solche Reduktion erforderlich wäre, bezweifeln wir, dass wir mit diesem Ansatz in der Lage gewesen wären, die Geldmarktzinssätze mit sofortiger Wirkung zu steuern.

Zweitens hat sich die Landschaft der Referenzzinssätze in Franken wesentlich geändert. So wurde insbesondere der Libor durch den SARON, den neuen Referenzzinssatz in Franken, abgelöst.<sup>6</sup> Der SARON – das Akronym steht für Swiss Average Rate Overnight – wird basierend auf den effektiven Transaktionen des privaten Sektors im Overnight-Segment des Frankenrepomarkts berechnet. Um eine robuste Berechnungsgrundlage für den SARON sicherzustellen, ist daher eine ausreichende Interbankenaktivität nötig.

## Warum wendet die SNB «Reserve Tiering» an?

Lassen sie mich nun im Detail erklären, wie unser Ansatz funktioniert und insbesondere warum beide Elemente des Ansatzes nötig sind, um unsere Geldpolitik in einem positiven Zinsumfeld umzusetzen. Wir beginnen mit dem ersten neuen Element unseres Umsetzungsansatzes, der abgestuften Verzinsung von Sichtguthaben.

Wie ich darlegen werde, können wir durch die Verzinsung von Sichtguthaben die Geldmarktzinssätze in einem Umfeld mit positiven Zinsen und einem grossen Bestand an Sichtguthaben steuern.<sup>7</sup> Dabei ist jedoch sehr wichtig, dass die SNB – im Gegensatz zu vielen

---

<sup>2</sup> Zu diesem Zeitpunkt war der strukturelle Bedarf hauptsächlich getrieben durch das Mindestreserveverfordernis für Banken und ihr Bedürfnis, genügend Sichtguthaben zur Erfüllung aller Zahlungsverpflichtungen zu halten.

<sup>3</sup> Berentsen et al. (2018) analysieren verschiedene Ansätze für die Umsetzung der Geldpolitik unter der Annahme eines grossen Bestands an Sichtguthaben.

<sup>4</sup> Auch die Unsicherheit über das Niveau und die Variabilität des strukturellen Bedarfs hat in dieser Zeit zugenommen. Diese Unsicherheit ist teilweise durch neue Liquiditätsvorschriften bedingt, die im Nachgang der globalen Finanzkrise eingeführt wurden.

<sup>5</sup> Der Bestand an Sichtguthaben könnte über einen Verkauf von Fremdwährungen, die in den vergangenen Jahren gekauft wurden, und über eine Abschöpfung von Sichtguthaben durch Offenmarktoperationen bewerkstelligt werden. In beiden Fällen könnten negative Auswirkungen, wie z.B. eine substanzielle Aufwertung des Frankens, nicht ausgeschlossen werden.

<sup>6</sup> Der Libor, der während mehrerer Jahrzehnte der bedeutendste Referenzzinssatz war, wurde für viele Währungen per Ende 2021 eingestellt. Der SARON hat den Franken-Libor vollständig abgelöst. Maechler und Moser (2022) diskutieren den Übergang vom Libor zum SARON.

<sup>7</sup> Auch von Januar 2015 bis September 2022 haben wir Sichtguthaben verzinst. Während dieser Zeit haben wir die Sichtguthaben, die Banken bei der SNB halten, negativ verzinst. Um die Belastung für die Banken zu begrenzen, haben wir Sichtguthaben bis zu einem

anderen Zentralbanken, die ebenfalls Sichtguthaben verzinsen – nicht *denselben* Zinssatz auf alle Sichtguthaben anwendet. Stattdessen nutzen wir eine abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben. Um zu illustrieren, wie die abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben funktioniert, lassen Sie uns das auf Folie 6 abgebildete, stark vereinfachte Bankensystem betrachten.

Die SNB gewährt jeder Bank, die Sichtguthaben hält, eine sogenannte Limite. Diese ist auf der Folie als rote vertikale Linie eingezeichnet. Die individuelle Limite einer Bank berechnet sich jeweils aus ihrem Mindestreserveverfordernis, sodass sie in der Regel nicht der Höhe der Sichtguthaben dieser Bank entspricht.<sup>8</sup> Folglich kann zwischen zwei Arten von Banken unterschieden werden: jenen mit Sichtguthaben über ihrer Limite (abgebildet in der oberen Hälfte) und jenen mit Sichtguthaben unter ihrer Limite (abgebildet in der unteren Hälfte). Die SNB verzinst derzeit Sichtguthaben bis zur Limite (dunkelblau abgebildet) zum SNB-Leitzins, der aktuell 0,5% beträgt. Sichtguthaben, welche die Limite übersteigen (hellblau abgebildet), werden hingegen zum SNB-Leitzins abzüglich eines Zinsabschlags verzinst. Aktuell beträgt der Zinssatz auf Sichtguthaben über der Limite 0%. Im weiteren Verlauf der Rede bezeichnen wir die Sichtguthaben über der Limite als «überschüssige Sichtguthaben».

Schauen wir uns nun die Banken mit überschüssigen Sichtguthaben näher an. Wie eben erwähnt, würde ein Teil ihrer gesamten Sichtguthaben zu 0% verzinst. Diese Banken haben daher einen starken Anreiz, einen Teil ihrer überschüssigen Sichtguthaben zu einem höheren Zinssatz als 0% an andere Banken zu verleihen. Banken wiederum, die Sichtguthaben unter ihrer Limite halten, haben einen Anreiz, Sichtguthaben bis zu ihrer Limite zu einem Zinssatz unter 0,5% zu leihen und diese Sichtguthaben bei der SNB zu einem Zinssatz von 0,5% zu halten. Eine solche Transaktion (wie auf Folie 7 abgebildet) ist für beide Arten von Banken vorteilhaft. Jene Bank, die Sichtguthaben verleiht, erhält den positiven Interbankenzins auf ihren überschüssigen Sichtguthaben, während die Bank, die Sichtguthaben leiht, die Differenz zwischen dem SNB-Leitzins und dem Interbankenzins erhält. Die abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben schafft daher einen Anreiz zum Interbankenhandel und unterstützt damit die Interbankenaktivität am Geldmarkt; dies wiederum stellt eine robuste Berechnungsgrundlage für den SARON sicher.<sup>9</sup>

Anders gesagt: Würden wir *keine* abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben anwenden und stattdessen alle Sichtguthaben zu demselben Zinssatz verzinsen, hätten Marktteilnehmerinnen kaum einen Anreiz, miteinander zu handeln. In der Folge würde die Interbankenaktivität am

---

bankspezifischen Freibetrag von der negativen Verzinsung ausgenommen. Maechler und Moser (2020) diskutieren die geldpolitische Umsetzung der SNB im Negativzinsumfeld.

<sup>8</sup> Für jede Bank, die der Mindestreservepflicht unterliegt, entspricht die individuelle Limite dem laufenden Durchschnitt der Mindestreserveverfordernisse der letzten 36 Unterlegungsperioden, multipliziert mit dem aktuell geltenden Faktor für die Limite. Das [Merkblatt zur Verzinsung von Sichtguthaben](#) enthält weiterführende Informationen.

<sup>9</sup> Die Erkenntnis, dass «Reserve Tiering» den Interbankenhandel fördert, haben wir in der Zeit gewonnen, als unser Leitzins negativ war. Da wir einen negativen Zinssatz auf Sichtguthaben anwendeten, welche die bankspezifischen Freibeträge überstiegen, wendeten wir in dieser Zeit im Grunde genommen ebenfalls eine abgestufte Verzinsung an. Fuhrer et al. (2021) analysieren die geldpolitische Umsetzung mittels einer abgestuften Verzinsung von Sichtguthaben theoretisch und empirisch.

Frankengeldmarkt drastisch zurückgehen. Dies aus zwei Gründen: Erstens haben die meisten Marktteilnehmerinnen immer noch einen sehr hohen Bestand an Sichtguthaben. Zweitens können alle Institute, die Zugang zum Repomarkt haben, Sichtguthaben bei der SNB halten. Zusammengenommen gäbe es daher kaum Anreize für die Marktteilnehmerinnen, Sichtguthaben über Repogeschäfte aufzunehmen, sodass letztlich die Interbankenaktivität gering wäre.

## Warum nutzt die SNB die Abschöpfung von Sichtguthaben?

Werfen wir nun einen näheren Blick auf das zweite neue Element unseres Umsetzungsansatzes: die Abschöpfung von Sichtguthaben. Warum schöpfen wir Sichtguthaben ab, und wie setzen wir dies um?

Wie gerade erläutert, haben Banken mit überschüssigen Sichtguthaben in unserem System mit «Reserve Tiering» einen Anreiz, Sichtguthaben an Banken zu verleihen, die Sichtguthaben unterhalb ihrer Limite halten. Verfügen letztere Banken nicht über eine substanzielle Kapazität, Sichtguthaben zu leihen, kann es auch nach Berücksichtigung des Interbankenhandels noch überschüssige Sichtguthaben im System geben. Diese Situation ist auf Folie 7 abgebildet. Selbst unter Einbezug des Interbankenhandels gibt es noch überschüssige Sichtguthaben, die hellblau dargestellt sind. In solch einem Umfeld würde der Gleichgewichtszinssatz am Interbankengeldmarkt relativ nahe am unteren Zinssatz auf Sichtguthaben von aktuell 0% liegen.<sup>10</sup> Dies ist aus unserer Sicht nicht erstrebenswert, da wir die kurzfristigen besicherten Geldmarktzinssätze in Franken nahe am SNB-Leitzins halten wollen.

Indem wir den Bestand an überschüssigen Sichtguthaben reduzieren, verringern wir auch das Angebot an Sichtguthaben am Interbankenmarkt. Dies erlaubt uns, die Geldmarktzinsen näher an den Leitzins von 0,5% zu steuern. Genau dies wird durch das zweite Element unseres Umsetzungsansatzes erreicht. Um überschüssige Sichtguthaben abzuschöpfen, nutzen wir Offenmarktoperationen – und zwar konkret Term-Repogeschäfte und SNB Bills, wobei letztere handelbare Geldmarkt-Buchforderungen gegenüber der SNB sind.<sup>11</sup> Term-Repogeschäfte haben eine Laufzeit von einer Woche und werden täglich auktioniert. SNB Bills hingegen werden wöchentlich auktioniert, von Woche zu Woche mit unterschiedlichen Laufzeiten.

Auf Folie 8 wird der Effekt dieser Operationen durch das Ersetzen des hellblauen Rechtecks mit dem hellgrünen Rechteck dargestellt. In unseren Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben offerieren wir Zinssätze, die auf einer tagesgeldäquivalenten Basis nahe 0,5%

---

<sup>10</sup> Im Zusammenhang mit der SNB werden der «obere Zinssatz auf Sichtguthaben» und der «untere Zinssatz auf Sichtguthaben» im Allgemeinen auch als «Zinssatz auf Sichtguthaben bis zur Limite» und «Zinssatz auf Sichtguthaben über der Limite» bezeichnet. In diesem Referat verwenden wir die Begriffe «oberer Zinssatz auf Sichtguthaben» und «unterer Zinssatz auf Sichtguthaben».

<sup>11</sup> SNB Bills werden als «high-quality liquid asset» (HQLA) gemäss «Liquidity Coverage Ratio»-Regulierung klassifiziert und sind im Verzeichnis der SNB-repofähigen Effekten (SNB GC Basket) enthalten.

liegen.<sup>12</sup> Dies führt dazu, dass diese Transaktionen besonders attraktiv sind für Banken mit überschüssigen Sichtguthaben. Indem sie die von uns angebotenen Instrumente kaufen, können diese Banken überschüssige Sichtguthaben reduzieren, die ansonsten zu 0% verzinst würden.

Es ist wichtig hervorzuheben, dass der Interbankenhandel wie auch die Abschöpfung von Sichtguthaben durch die SNB Mechanismen sind, um den Bestand an überschüssigen Sichtguthaben zu absorbieren. Dies kann bis zu dem Punkt geschehen, an dem Banken bereit sind, den höheren Zinssatz zu zahlen, um Sichtguthaben zu halten.

## **Wie bestimmt der Umsetzungsansatz der SNB die Geldmarktzinsen?**

Bis hierher haben wir aufgezeigt, wie die abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben und unsere Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben die Interbankenaktivität am Geldmarkt unterstützt und den Bestand an überschüssigen Sichtguthaben reduziert. Um die Diskussion zu vervollständigen, werden wir nun erläutern, wie diese Elemente die Dynamik am Geldmarkt beeinflussen und die Geldmarktzinsen bestimmen.

Beginnen wir mit der Nachfrage der Banken nach Sichtguthaben. Es ist davon auszugehen, dass ein niedrigerer Preis (d.h. ein niedrigerer Zinssatz) am Geldmarkt dazu führen wird, dass die Nachfrage nach Sichtguthaben ansteigt. Mit anderen Worten – und wie auf Folie 9 dargestellt – wird die Nachfragekurve für Sichtguthaben abfallend sein.<sup>13</sup> Wie fügen sich nun die abgestufte Verzinsung und die Abschöpfung von Sichtguthaben in dieses Bild ein? Wie wir erläutert haben, schaffen die zwei unterschiedlichen Zinssätze, die auf Sichtguthaben angewendet werden, einen Anreiz für Banken, mit Sichtguthaben zu handeln. Ein Geldmarktzinssatz, der in Einklang steht mit den Anreizen sowohl der Kreditnehmerin als auch der Kreditgeberin, muss zwischen diesen beiden Zinssätzen liegen. Das ist auf dieser Folie illustriert. Die Nachfragekurve ist links oben durch den oberen Zinssatz auf Sichtguthaben und rechts unten durch den unteren Zinssatz auf Sichtguthaben begrenzt. Entsprechend wird der SARON im Korridor zwischen 0% und 0,5% zu liegen kommen.

Mit dem Übergang zu einem positiven Leitzins soll der SARON nicht länger im unteren oder mittleren Teil des Korridors liegen. Wir möchten den SARON nahe der oberen Grenze des Korridors, d.h. bei 0,5%, sehen. Denn mit der Einführung unseres neuen Ansatzes zur Umsetzung der Geldpolitik haben wir unseren Leitzins an der oberen Grenze des Korridors platziert, anstatt ihn – wie es im Negativzinsumfeld der Fall war – an der unteren Grenze des Korridors zu halten.

Das Angebot der SNB an Sichtguthaben wird auf der Folie durch die vertikale Linie dargestellt. Sie ist senkrecht, weil nur die SNB die endgültige Menge an Sichtguthaben im

---

<sup>12</sup> Der tagesgeldäquivalente Zinssatz stellt den residualen Teil eines Zinssatzes nach Korrektur für die Laufzeitenstruktur der Zinskurve dar.

<sup>13</sup> Das traditionelle Poole-Modell (siehe Poole (1968)) analysiert die Nachfragekurve für Sichtguthaben in einem Umfeld, in dem die Geldpolitik ohne eine abgestufte Verzinsung der Sichtguthaben implementiert wird.

Bankensystem bestimmt. Der Schnittpunkt zwischen Nachfrage und Angebot an Sichtguthaben bestimmt den Geldmarktzinssatz SARON. Würde die SNB keine Sichtguthaben mittels Offenmarktoperationen abschöpfen, wäre der Bestand an überschüssigen Sichtguthaben weiterhin beträchtlich. Aufgrund des grossen Angebots an Sichtguthaben am Interbankenmarkt wäre der SARON – auf der Folie als roter Punkt abgebildet – nahe an der unteren Grenze des Korridors, d.h. nahe 0%.

Um den SARON nahe an die obere Grenze des Zinskorridors und damit in Richtung des SNB-Leitzinses zu lenken, führen wir Operationen zur Abschöpfung von Sichtguthaben durch, die den Bestand an überschüssigen Sichtguthaben und letztlich das Angebot an Sichtguthaben am Interbankenmarkt reduzieren, wodurch die Angebotskurve nach links verschoben wird. Ist der Umfang dieser Operationen gross genug, so zeichnet sich das neue Gleichgewicht am Geldmarkt, wie auf Folie 10 dargestellt, durch ein geringeres Angebot an Sichtguthaben und – wie erwünscht – einen SARON nahe am SNB-Leitzins aus, wie durch den oberen roten Punkt dargestellt.

Der Zinssatz in den Auktionen für unsere Term-Repogeschäfte und SNB Bills liegt auf einer tagesgeldäquivalenten Basis nahe am Leitzins. Diese Operationen schaffen eine weiche Untergrenze («soft floor») für die Zinssätze der Transaktionen am Overnight-Repomarkt. Diese Untergrenze ist auf der Folie als grüne Linie dargestellt, die knapp unter dem SARON verläuft. Es ist eine weiche Untergrenze, u.a. da diese Operationen mit einer Verzögerung von zwei Geschäftstagen abgewickelt werden und somit den Zinssatz am Overnight-Geldmarkt alleine nicht vollständig kontrollieren. Falls nötig können wir zudem Overnight-Repogeschäfte – auch als Feinsteuerungsoperationen bezeichnet – durchführen. Sie schaffen eine harte Untergrenze («hard floor») für die Zinssätze der Transaktionen im Overnight-Segment. Diese Untergrenze ist auf der Folie als dunkelblaue Linie eingezeichnet. Es ist eine harte Untergrenze, da keine Teilnehmerin im Overnight-Segment des Interbankenrepomarkts bereit wäre, Sichtguthaben zu einem Zinssatz zu verleihen, der unterhalb des Zinssatzes unserer Feinsteuerungsoperationen liegt. Wir dürfen die harte Untergrenze allerdings nicht zu hoch ansetzen, da ansonsten alle Banken nur mit uns handeln würden. In diesem Fall gäbe es keine Interbankentransaktionen am Overnight-Repomarkt mehr, sodass der SARON seine Berechnungsbasis und rasch auch seine wirtschaftliche Bedeutung verlieren würde.

## **Wie hat sich der Geldmarkt der neuen Situation angepasst?**

Im letzten Teil unserer Rede gehen wir nun darauf ein, wie sich der Geldmarkt der neuen Situation mit dem positiven Leitzins und dem neuen Ansatz zur Umsetzung der Geldpolitik angepasst hat.

Der positive SNB-Leitzins wurde am Freitag, 23. September – dem ersten Geschäftstag nach der Lagebeurteilung – wirksam. Auf Folie 11 ist zu sehen, dass der SARON, dargestellt als rote Linie, am 23. September auf 0,38% hochschnellte. Mit anderen Worten bewegte er sich bis auf 12 Basispunkte an den neuen Leitzins heran, der auf der Folie blau dargestellt ist. In

den darauffolgenden Tagen stieg der SARON weiter an und ist seither nahe am SNB-Leitzins geblieben.

In den ersten paar Tagen unmittelbar nach dem Zinsschritt führten wir täglich Feinsteuerungsoperationen – als blaue Diamanten dargestellt – durch, um eine harte Untergrenze für die Zinssätze der Transaktionen im Overnight-Segment zu schaffen. Tatsächlich sank der SARON nie unter den Zinssatz unserer Feinsteuerungsoperationen, den wir zunächst auf 0,35% und drei Tage später auf 0,38% setzten. Wie man erkennen kann, haben wir in der Übergangsphase lediglich in den ersten fünf Tagen Feinsteuerungsoperationen durchgeführt. Bereits am Tag der Lagebeurteilung begannen wir auch mit Auktionen von Term-Repogeschäften und SNB Bills.

Wie auf Folie 12 zu erkennen ist, schöpften wir in den ersten Tagen nach dem Zinsschritt durch Overnight-Repogeschäfte umfangreich Sichtguthaben ab. In dieser Anfangsphase erreichten die Overnight-Repogeschäfte ein Höchstvolumen von rund 36 Mrd. Franken (dunkelblau). Die Aufnahmefähigkeit des Marktes bei den Auktionen für Term-Repogeschäfte (grün) und SNB Bills (grau) war von Beginn an sehr stark und ist dies weiterhin geblieben. Wie die Folie zeigt, betrug der Bestand an Repogeschäften und SNB Bills, die wir zur Abschöpfung von überschüssigen Sichtguthaben nutzen, Ende Oktober insgesamt fast 140 Mrd. Franken. Die Abschöpfung von Sichtguthaben erfolgte in etwa gleichen Teilen über Repogeschäfte und SNB Bills.

Von der ersten Auktion an, die am 22. September stattfand, haben wir eine substantielle Nachfrage nach SNB Bills gesehen, die seitdem noch weiter angestiegen ist. Derzeit konzentriert sich die Nachfrage auf SNB Bills mit der kürzesten Laufzeit von 28 Tagen. Wie auf Folie 13 zu erkennen ist, waren Ende Oktober gesamthaft SNB Bills in einem Umfang von fast 70 Mrd. Franken ausstehend. SNB Bills mit einer Laufzeit von 28 Tagen machten etwa 50 Mrd. Franken bzw. rund 70% des ausstehenden Gesamtvolumens aus. SNB Bills als Geldmarktbuchforderungen sind handelbare Wertpapiere. Bislang sehen wir jedoch noch keinen Handel von diesen Instrumenten am Sekundärmarkt.<sup>14</sup>

Es ist uns wichtig zu betonen, dass wir das Volumen der ausstehenden Offenmarktoperationen erhöhen konnten, ohne die Interbankenaktivität zu verringern. Wie Folie 14 zeigt, nahm das Handelsvolumen am Interbankengeldmarkt nach dem Zinsschritt sogar vorübergehend zu. Es ist seitdem solide geblieben und stellt so eine robuste Berechnungsgrundlage für den SARON sicher. Ausstehende Repogeschäfte im Overnight-Segment haben derzeit ein Volumen von ungefähr 10 Mrd. Franken, was für dieses Marktsegment annähernd dem Durchschnitt seit Jahresbeginn entspricht.

Unser Zinsschritt im September hat sich auch auf andere Geldmarktsegmente gut übertragen. Zum Beispiel erhöhten sich die Overnight-Zinssätze im unbesicherten Geldmarktsegment – als orange Linie dargestellt – im Laufe des ersten Geschäftstags mit dem neu positiven SNB-

---

<sup>14</sup> Einige Banken scheinen jedoch am Sekundärmarkthandel interessiert zu sein, da sie begonnen haben, Preisstellungen für SNB Bills zu platzieren.

Leitzins auch deutlich, was auf Folie 15 zu sehen ist. Ebenfalls konnten wir eine gute Übertragung auf die SARON-basierten Swap-Zinssätze beobachten; dies wird durch den 1-Wochen-Swap-Zinssatz – die obere grüne gestrichelte Linie auf der Folie – veranschaulicht. Natürlich stieg der 1-Wochen-Swap-Zinssatz bereits vor der Lagebeurteilung im September an, da Swap-Zinssätze Erwartungen über zukünftige Overnight-Zinssätze enthalten.

Auf der Folie zeigen wir auch den impliziten Zinssatz aus 1-Wochen-USDCHF-FX-Swaps – die untere graue gestrichelte Linie. Dieser Zinssatz liegt in der Regel etwas tiefer als die übrigen Geldmarktzinsen in Franken. Mit der Ausnahme von ein paar ausgeprägten Bewegungen Mitte September haben sich die impliziten Zinssätze aus USDCHF und anderen FX-Swaps gegen Schweizer Franken seit dem Zinsschritt seitwärts bewegt und liegen aktuell um 0%. Mehrere Institute, die am FX-Swap-Markt aktiv sind, halten noch überschüssige Sichtguthaben. Dies hat dazu geführt, dass die impliziten Zinsen aus FX-Swaps gegen Schweizer Franken nahe am unteren Zinssatz auf Sichtguthaben liegen. Die Transmission am FX-Swap-Markt ist daher noch nicht vollständig erfolgt.

## **Schlussbemerkungen**

Lassen Sie mich die heutige Rede wie folgt zusammenzufassen. Die letzten zwei Jahre haben Zentralbanken vor erhebliche Herausforderungen gestellt. Im Vordergrund stand dabei die Rückkehr der Inflation. Angesichts dieser Situation haben Zentralbanken weltweit, darunter auch die SNB, ihre Geldpolitik gestrafft.

Am 22. September – vor weniger als zwei Monaten – beendete die SNB die Phase negativer Leitzinsen in der Schweiz, die seit Januar 2015 andauert hatte. Mit dem Übergang zu einem positiven Leitzins haben wir auch einen neuen Ansatz zur Umsetzung der Geldpolitik am Frankengeldmarkt gewählt. Wir hoffen, dass wir Ihnen heute die Gründe für die Wahl unseres neuen Ansatzes darlegen und erklären konnten, wie dieser Ansatz in der Praxis funktioniert und wie er uns erlaubt, sowohl die Geldmarktzinsen zu steuern als auch die Interbankenaktivität am Frankengeldmarkt zu unterstützen.

## Referenzen

Berentsen, A., Kraenzlin, S. und Müller, B. (2018), Exit strategies for monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 99, S. 20–40.

Fuhrer, L., Jüttner M., Wrampelmeyer, J. und Zwicker, M. (2021), *Reserve tiering and the interbank market*, SNB Working Paper, 2021/17.

Maechler, A. M. und Moser, T. (2020), *Monetary policy implementation: How to steer interest rates in negative territory*, SNB Money Market Event, 5. November 2020.

Maechler, A. M. und Moser, T. (2022), *Life after Libor: A new era of reference interest rates*, SNB Money Market Event, 31. März 2022.

Poole, W. (1968), Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy, *Journal of Finance*, 23(5), S. 769–791.

---

# Rückkehr zu positiven Zinsen: Warum «Reserve Tiering»?

Andréa M. Maechler

Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank

Thomas Moser

Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums, Schweizerische Nationalbank

Geldmarkt-Apéro

Genf, 17. November 2022

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

BANQUE NATIONALE SUISSE

BANCA NAZIONALE SVIZZERA

BANCA NAZIUNALA SVIZRA

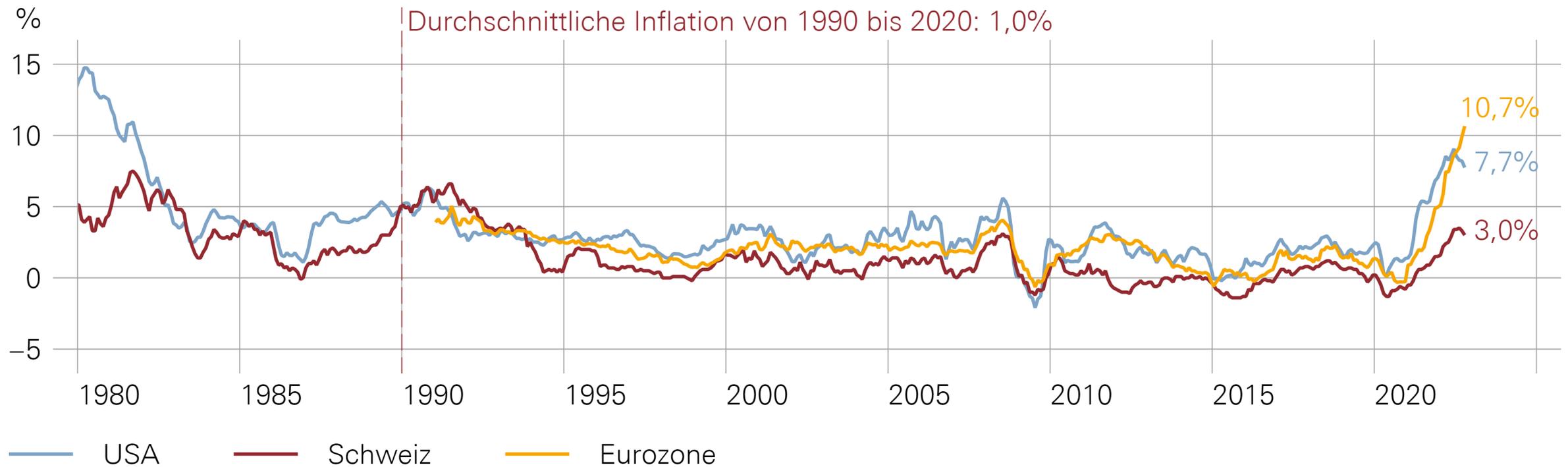
SWISS NATIONAL BANK



# Globale Rückkehr der Inflation seit Ende 2020

## KONSUMENTENPREISINDEX

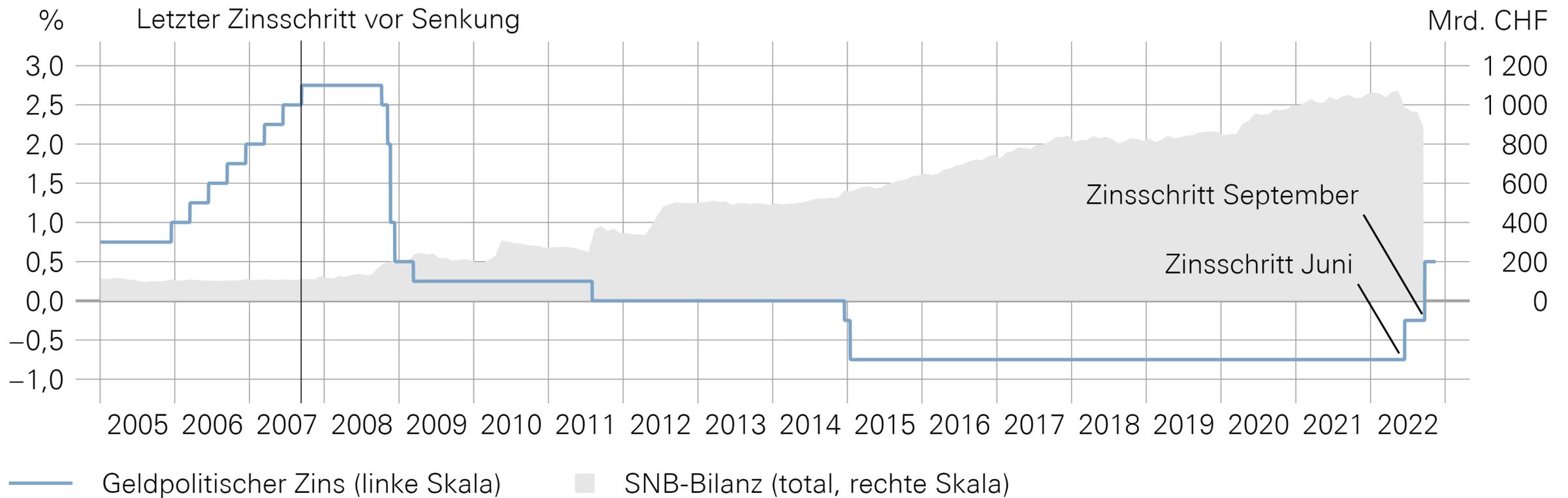
Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Refinitiv Datastream

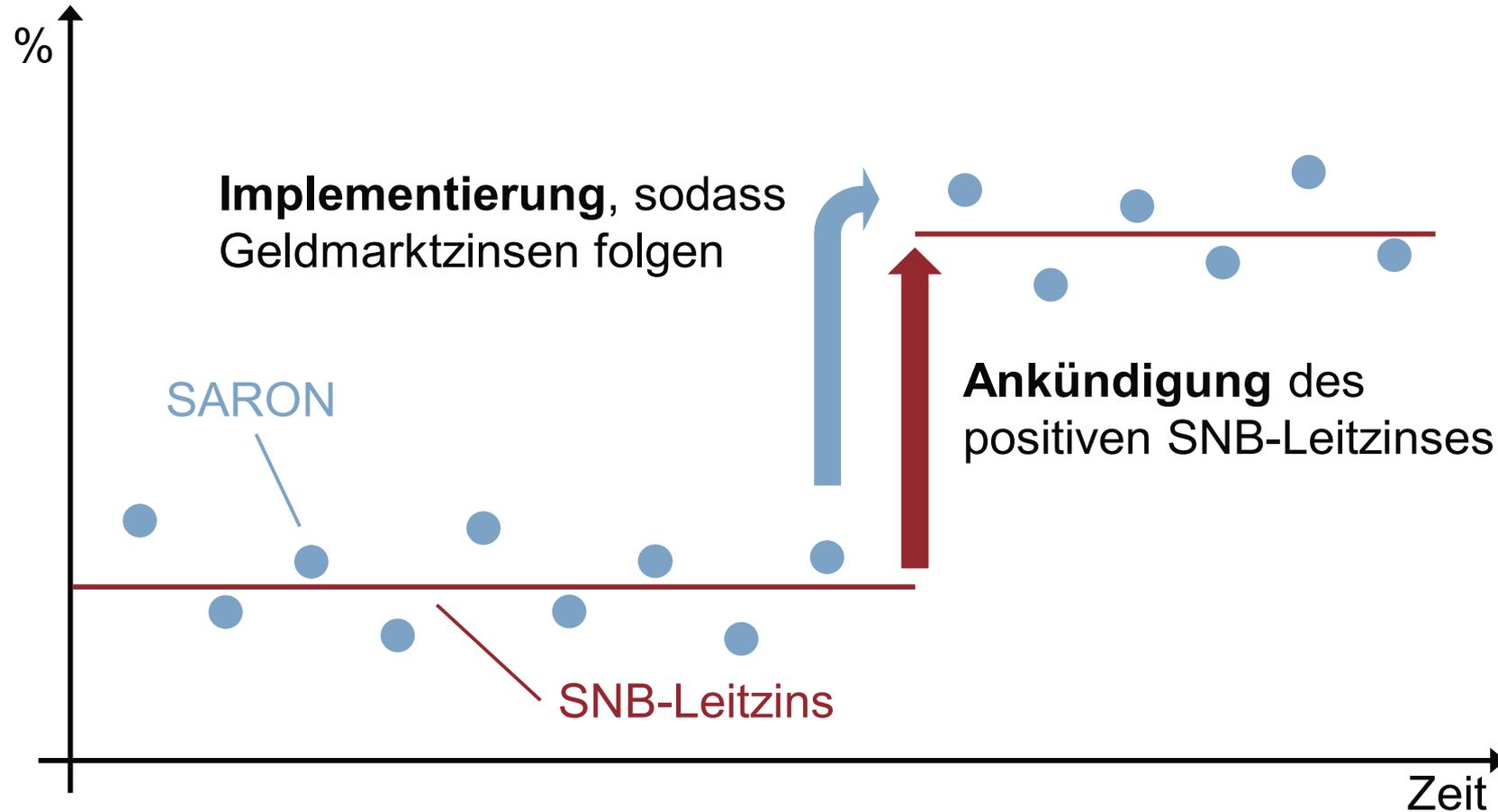
# SNB-Leitzins zurück im positiven Bereich

## GELDPOLITISCHER ZINS UND SNB-BILANZ



Quelle: SNB

# Ankündigung einer Leitzinsänderung selbst hebt Marktzinsen nicht an



# Die SNB hat ihren Ansatz zur Umsetzung der Geldpolitik angepasst

## Ziel

---

- ❖ Kurzfristige besicherte CHF-Geldmarktzinssätze nahe am SNB-Leitzins halten

## Ansatz

---

- ❖ Abgestufte Verzinsung von Sichtguthaben («Reserve Tiering»)
- ❖ Abschöpfung von Sichtguthaben

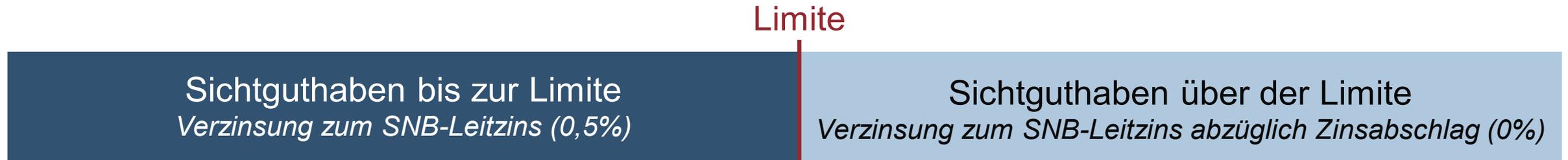
## Umfeld

---

- ❖ Hoher Bestand an Sichtguthaben
- ❖ SARON ist der neue CHF-Referenzzinssatz

# «Reserve Tiering» bestimmt die Verzinsung der Sichtguthaben ...

## Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite

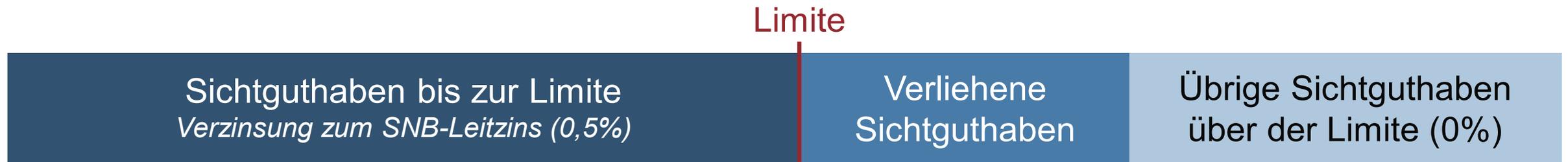


## Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite



... und schafft einen Anreiz für Banken, mit Sichtguthaben zu handeln

## Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite



## Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite



# Abschöpfung reduziert ebenfalls die Sichtguthaben über der Limite

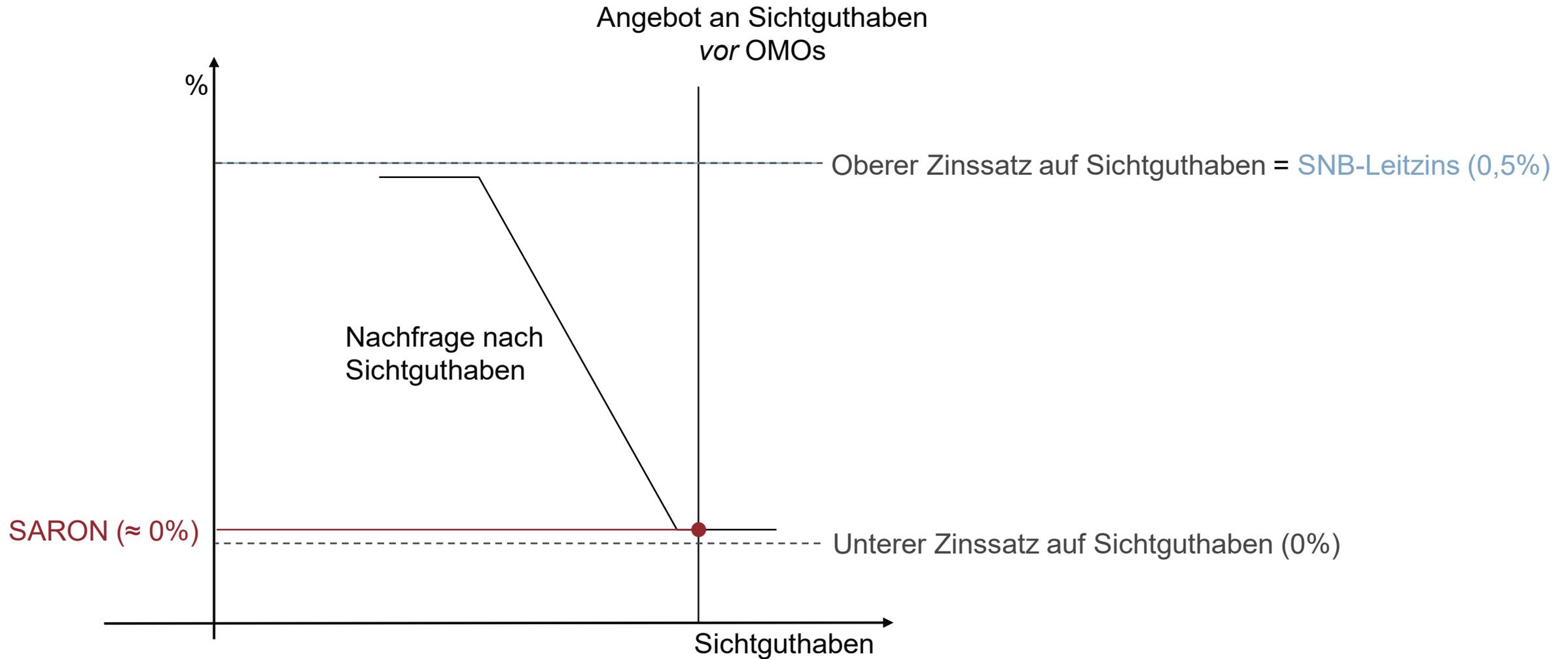
## Banken mit Sichtguthaben über ihrer Limite



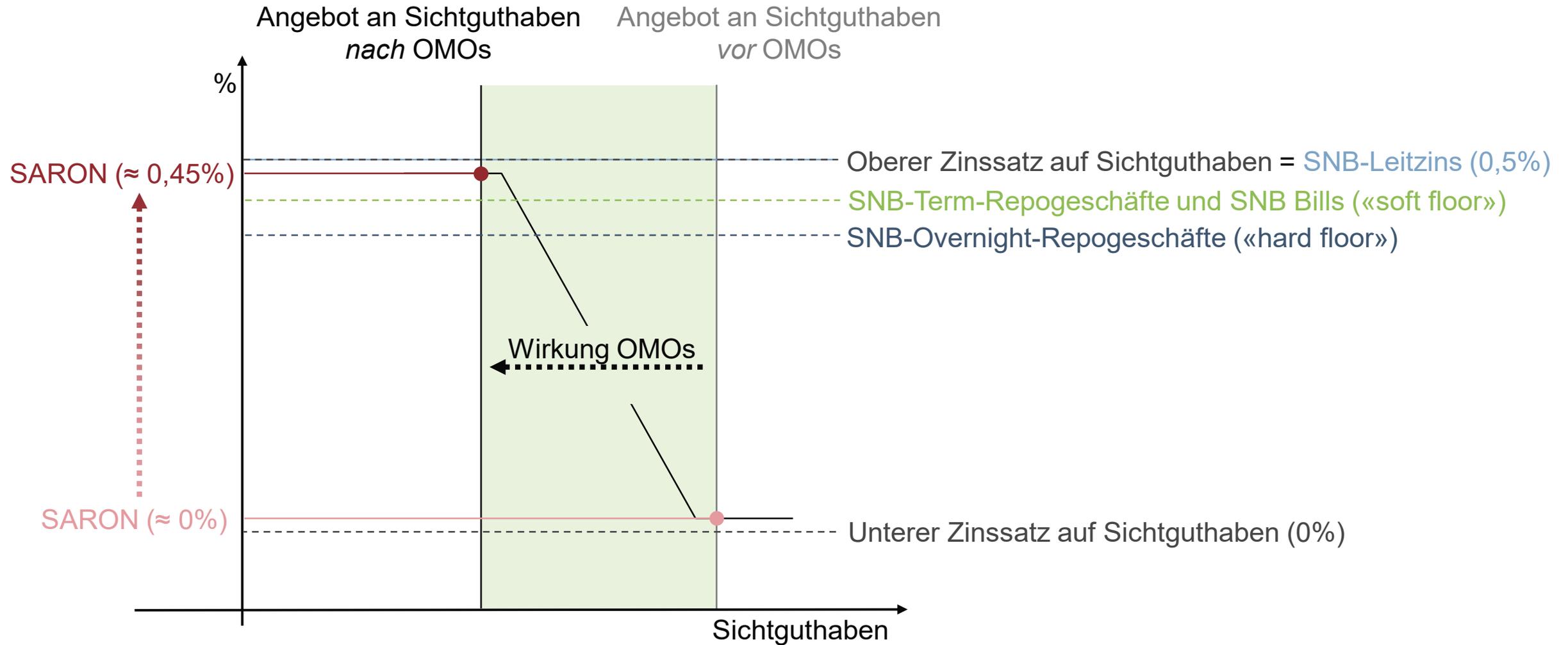
## Banken mit Sichtguthaben unter ihrer Limite



# «Reserve Tiering» schafft einen Zinskorridor für den SARON

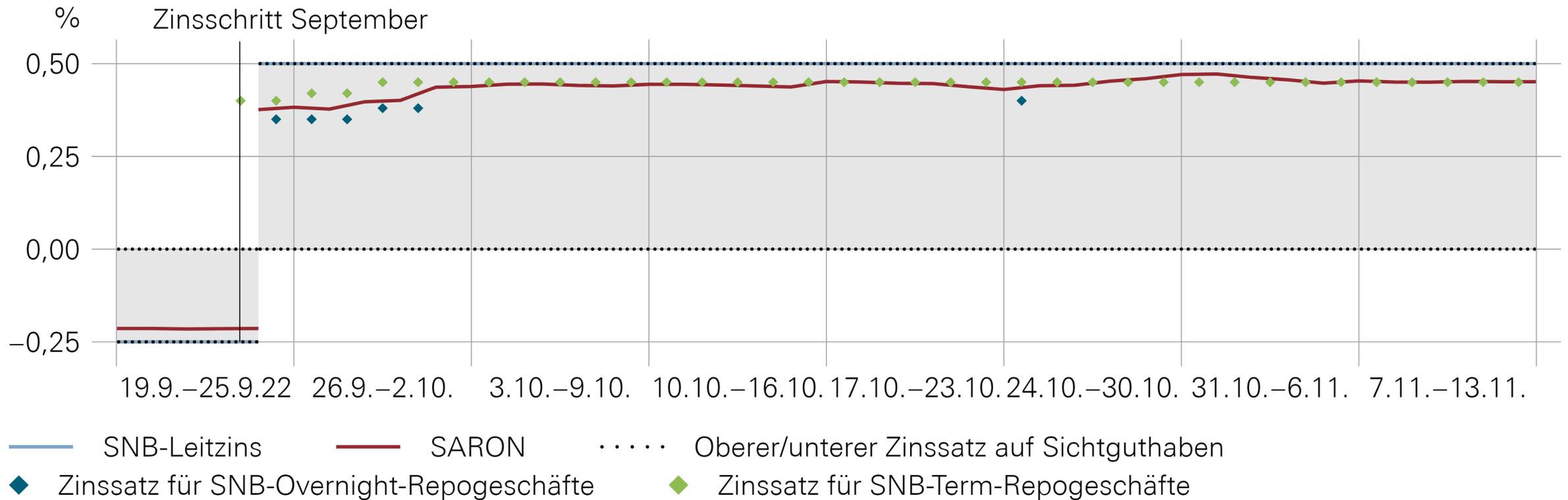


# Abschöpfung via OMOs führt SARON nahe an SNB-Leitzins



# Der SARON hat sich schnell hin zum positiven SNB-Leitzins bewegt und liegt seither nahe bei, aber leicht unter 0,5%

## SNB-ZINSEN UND SARON



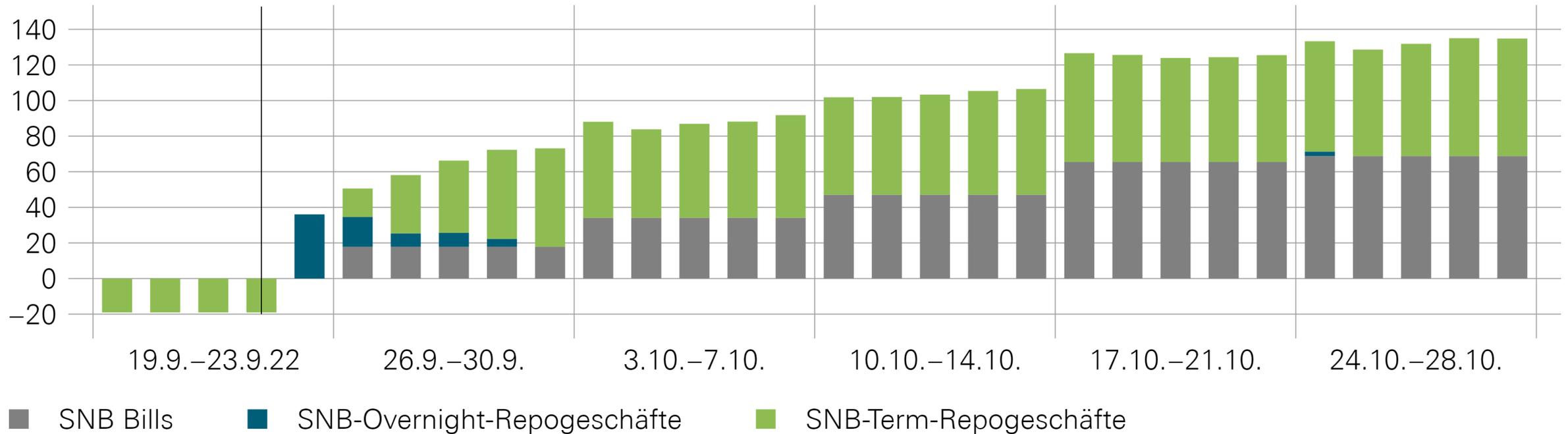
Quellen: Bloomberg, SNB

# Durch den raschen Anstieg der SNB-OMO wurden Sichtguthaben in grossem Umfang absorbiert

## ABSCHÖPFUNG VON SICHTGUTHABEN

Ausstehende Repogeschäfte und SNB Bills

Mrd. CHF Zinsschritt September

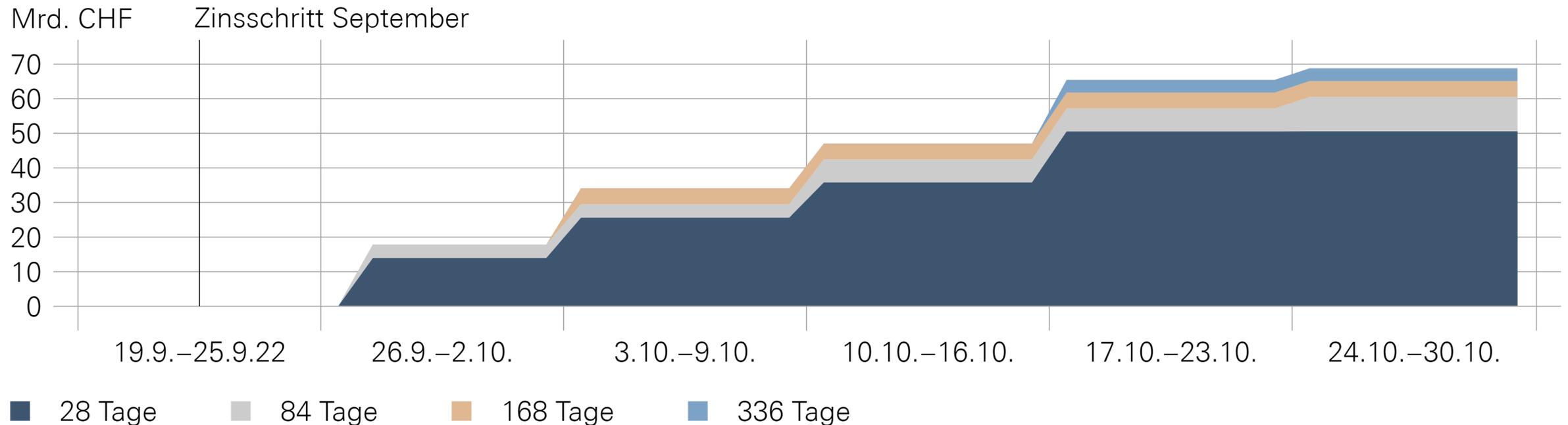


Quelle: SNB

# Bisher ausgegebene SNB Bills grösstenteils mit kürzester Laufzeit

## AUSSTEHENDE SNB BILLS

Nach Laufzeit

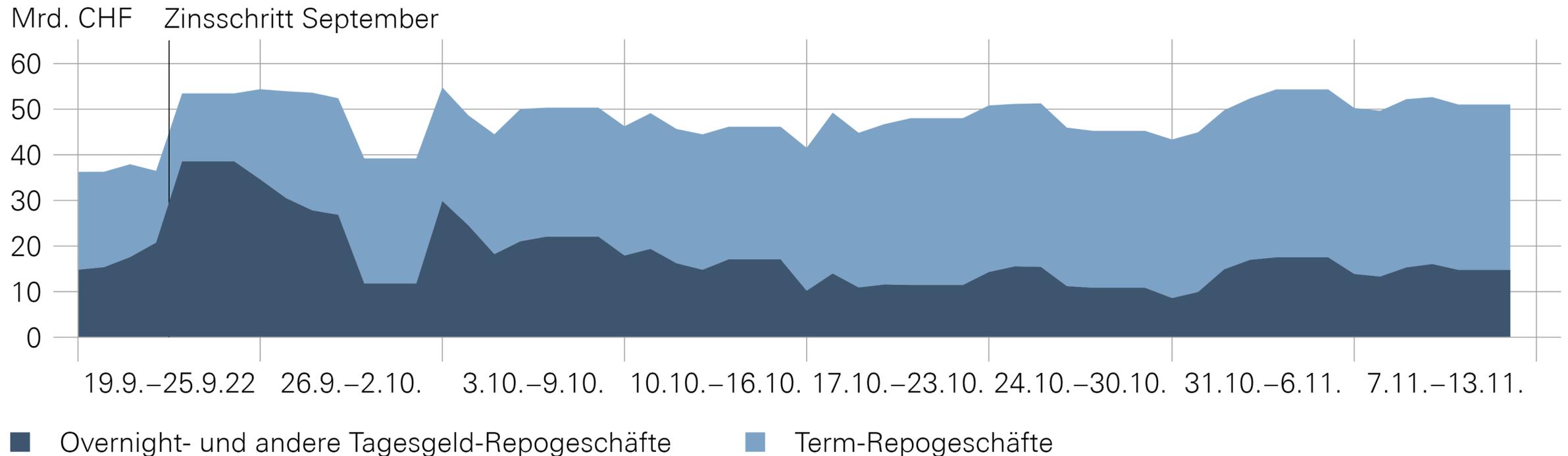


Hinweis: Laufzeit einzelner Emissionen kann von standardmässiger Laufzeit (28, 84, 168 oder 336 Tage) abweichen.

Quelle: SNB

# Interbankenaktivität ist seit dem Zinsschritt solide geblieben

## AUSSTEHENDE INTERBANKEN-REPOGESCHÄFTE

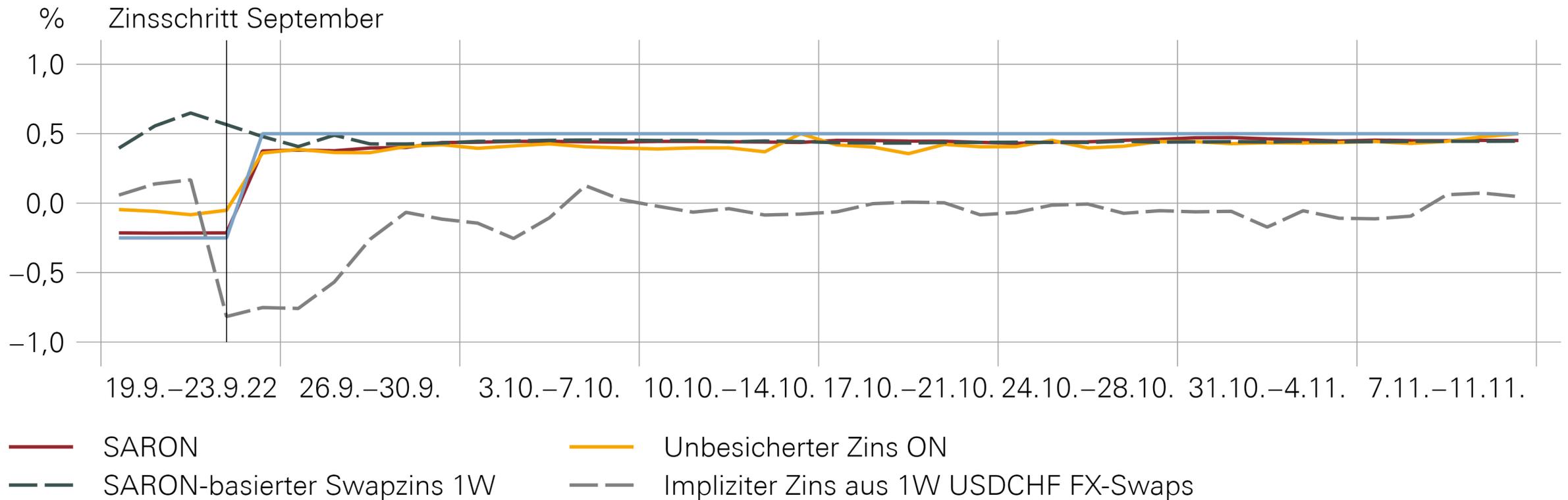


Hinweis: Nur Repogeschäfte in CHF gegen SNB GC Collateral (inkl. Sub-Baskets) berücksichtigt

Quelle: SIX Repo Ltd

# Übertragung des Zinsschritts auf andere Geldmarktzinsen grösstenteils erfolgt; implizite Zinsen aus FX-Swaps hinken nach

## CHF-GELDMARKTZINSSÄTZE



Quellen: Bloomberg, Gottex Brokers (zuvor Cosmorex), Instimatch, SNB

---

# Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit!

© Schweizerische Nationalbank

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

