



---

# Bericht des Bundesrates über die Bedeutung des US-Dollars und des US-Zahlungs- und Abwicklungssystems für den Schweizer Fi- nanzsektor in Erfüllung des Postulats 13.3651

---

vom 12. August 2015

# Inhalt

<b>Zusammenfassung</b> .....	<b>3</b>
<b>1. Einleitung</b> .....	<b>4</b>
1.1 Ausgangslage .....	4
1.2 Inhalt des Berichtes .....	4
<b>2. Die Bedeutung des Dollars und seine Alternativen</b> .....	<b>5</b>
2.1 Der Dollar als globale Leitwährung .....	5
2.2 Alternativen zum Dollar .....	11
2.3 Fazit .....	14
<b>3. Die Bedeutung des US-Clearing- und Settlement Systems für den Schweizer Finanzsektor</b> .....	<b>14</b>
3.1 US-Clearing- und Settlement System .....	14
3.2 Unabhängiges Clearing- und Settlement System im Hinblick auf eine internationale Zusammenarbeit .....	17
3.3 Fazit .....	17
<b>4. Die Bedeutung von US-Ratingagenturen für den Schweizer Finanzsektor</b> .....	<b>18</b>
4.1 Einleitung .....	18
4.2 Ratingagenturlandschaft in der Schweiz .....	19
4.3 Regulatorischer Rahmen .....	19
4.4 Nichtregulatorischer Rahmen .....	20
4.5 Fazit .....	20
<b>5. Einflussnahme auf multilateraler Ebene</b> .....	<b>21</b>
<b>6. Verminderung von Rechts- und Reputationsrisiken</b> .....	<b>22</b>
<b>7. Schlussfolgerung</b> .....	<b>22</b>
<b>Glossar</b> .....	<b>24</b>
<b>Quellenangaben</b> .....	<b>27</b>

## Zusammenfassung

Obwohl schon oft der Abschied vom US-Dollar (Dollar) als globale Leitwährung vorausgesagt wurde, nimmt der Dollar im globalen Wirtschaftssystem nach wie vor eine dominante Stellung ein. Im internationalen Vergleich weist jedoch die Schweiz eine weitaus weniger enge Verflechtung mit dem US-Währungssystem auf als viele andere Länder. Bedingt durch die geografische Nähe und die hohe Aussenhandelsverflechtung mit dem Euro-Raum spielt der Euro in der Schweiz in der öffentlichen Verwendung und als Fakturierungswährung in der privaten Verwendung eine dominantere Rolle als der Dollar. Als Folge dessen kann im Falle der Schweiz von einem dual orientierten Währungssystem – mit einer hohen Bedeutung des Dollars und des Euro – ausgegangen werden. Für sich genommen, wirkt diese Struktur der Währungsbeziehungen einer einseitigen Abhängigkeit vom amerikanischen Finanzsystem entgegen und vermindert dementsprechend mögliche negative Effekte im Zusammenhang mit der öffentlichen oder privaten Verwendung des Dollars.

Als ein solcher negativer Effekt wird oftmals die Tatsache betrachtet, dass die Abrechnung und Abwicklung (Clearing und Settlement) von US-Finanzmarktgeschäften und der Dollar-Zahlungsverkehr zwingend direkt oder indirekt über Finanzmarktinfrastrukturen oder Geschäftsbanken in den USA abgewickelt werden müssen. Das kann unter normalen Umständen als unproblematisch erachtet werden, haben doch die US-Marktteilnehmer ein wirtschaftliches Interesse, diesen Zugang zu gewähren. Auch ein unabhängiges, in Zusammenarbeit mit mehreren Ländern aufgesetztes Clearing- und Settlement System ändert nichts an den Zugangsbedingungen zum Abrechnungs- und Abwicklungsprozess im Verkehr mit den USA. Dies ist indessen keine Eigenheit des amerikanischen Systems. So braucht beispielsweise ein US-Finanzmarktteilnehmer, der Zahlungen in Schweizer Franken (Franken) tätigen möchte, ebenfalls Zugang zu den Schweizer Clearing- und Settlement Prozessen. Kritisch kann diese Situation dann werden, wenn die US-Geschäftspartner die Geschäftsbeziehungen aufkünden und es nicht möglich ist, den bisherigen Zugang zum US-Clearing- und Settlement Prozess rechtzeitig anderweitig sicherzustellen.

In der Diskussion über mögliche negative Effekte, die mit einer dominanten Währung einhergehen, darf aber nicht vergessen werden, dass eine Leitwährung beachtliche Vorteile bietet. So werden Transaktionskosten und Wechselkursunsicherheiten in der privaten Verwendung der Währung signifikant gemindert, was u.a. die Abwicklung des globalen Handels stark vereinfacht. Des Weiteren wird eine Währung erst dann zu einer valablen Reservewährung bei Zentralbanken, wenn ein hohes Währungsvolumen mit einem gut entwickelten und liquiden Kapitalmarkt und der politischen und wirtschaftlichen Stabilität des Emittenten der Leitwährung einhergeht. Dementsprechend kann unabhängig der gegenwärtig dominierenden Währung generell davon ausgegangen werden, dass die ökonomischen Vorteile, die eine globale Leitwährung bietet, auch inhärent Abhängigkeiten zum Finanzsystem dieser Währung entstehen lassen.

Historisch betrachtet zeigt sich, dass eine globale Leitwährung relativ lange eine dominierende Rolle spielen kann. Ein Währungssystem mit einer Leitwährung ist aber politischen und wirtschaftlichen Machtverschiebungen über die Zeit unterworfen. Vor dem Hintergrund des wachsenden internationalen Einflusses Chinas besteht die Wahrscheinlichkeit, dass der Renminbi zukünftig eine bedeutendere Rolle einnimmt, vor allem wenn sich China stärker dem Kapitalverkehr öffnen sollte und die internationale Verwendung des Renminbi im Handels- und Finanzgeschäft stärker ansteigt. In der kurzen Frist ist jedoch nicht davon auszugehen, dass der Renminbi dem Dollar den Rang der Leitwährung streitig macht. Es kann dementsprechend erwartet werden, dass die Verflechtung aller internationalen Finanzgeschäfte mit dem Dollar und dessen Kapitalmarkt kurz- bis mittelfristig Bestand hat. Dies gilt folglich auch für die Schweiz und ihren Finanzplatz, auch wenn die duale Währungsorientierung der Schweiz dies etwas relativiert. Es ist daher wichtig, dass die Schweiz, in Zusammenarbeit mit anderen von der Dollarstärke betroffenen Ländern, in den relevanten multilateralen Gremien ihren Einfluss aktiv geltend macht, damit die USA eine verantwortungsvolle

und nachhaltige Währungspolitik führt. Der Internationale Währungsfonds (IWF) bietet dafür die geeignete Plattform. Des Weiteren setzt sich die Schweiz in internationalen Gremien (beispielsweise im Basler Ausschuss und im Financial Stability Board) dafür ein, dass die Rolle von Ratings, d.h. auch die Rolle der zwei bzw. drei globalen US-Ratingagenturen, in der Regulierung und Aufsicht von Banken und Versicherungen gemindert wird.

Die einzige Möglichkeit, die absolute Unabhängigkeit von den US-Clearing- und Settlement Prozessen zu erlangen, ist der Verzicht auf Dollar-Geschäfte und Dollar-Zahlungen. Eine solche Strategie kann für eine offene Volkswirtschaft mit einem global agierenden Finanzplatz wie die Schweiz nicht ohne massive wirtschaftliche Einbussen verfolgt werden, da die Dollar-Geschäftstätigkeit auch unmittelbar mit dem weltweit grössten Kapitalmarkt verbunden ist. Im Sinne der Minimierung von Risiken, die einen abrupten Unterbruch oder Abbruch des Zugangs zum US-Finanzsystem zur Folge haben könnten, stehen die Schweizer Finanzunternehmen auch selbst in der Pflicht. Obschon das Schweizer Finanzmarkt- und Aufsichtsrecht keine direkte oder explizite Pflicht zur Einhaltung ausländischer Rechtsnormen statuiert, sind die Schweizer Finanzinstitute von der FINMA dazu angehalten, ausländischen Vorschriften die nötige Beachtung zu schenken und ihre grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit auf Rechts- und Reputationsrisiken zu überprüfen.

## **1. Einleitung**

### **1.1 Ausgangslage**

Das Postulat 13.3651 verlangt vom Bundesrat einen Bericht, in dem er wenn nötig in Zusammenarbeit mit anderen Ländern prüfen soll, wie die starke Abhängigkeit der Schweiz vom amerikanischen Finanzsystem eingeschränkt werden kann. Dabei wurde insbesondere auf den US-Clearing- und Settlement Prozess und auf die Ratingagenturen hingewiesen. Der Ständerat hat das Postulat am 23. September 2013 angenommen und am 27. September 2013 an den Bundesrat überwiesen.

Der vorliegende Bericht des Bundesrates in Beantwortung des genannten Postulats wurde in Zusammenarbeit mit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) verfasst. Er nimmt die im Postulat formulierten Anliegen auf.

### **1.2 Inhalt des Berichtes**

Der Bericht zeigt auf, dass die Vernetzung der Schweiz mit dem amerikanischen Finanzsystem vornehmlich auf die heutige dominante Rolle des Dollars als globale Leitwährung zurückzuführen ist und verweist auf gewisse Handlungsmöglichkeiten der Schweiz zur Relativierung dieser Vernetzung.

*Kapitel 2* widmet sich dem globalen wirtschaftlichen Gewicht des Dollars und dessen Einfluss auf die Schweizer Wirtschaft. Es wird aufgezeigt, dass für die Schweiz neben dem Dollar auch der Euro sowohl in der privaten als auch in der öffentlichen Verwendung eine sehr wichtige Rolle spielt und dementsprechend aus Schweizer Optik von einem dualen Leitwährungssystem ausgegangen werden kann, was in der Konsequenz zu einer verminderten Abhängigkeit in Bezug auf das amerikanische Finanzsystem führt. Das Kapitel stellt auch die Frage nach alternativen Währungen zum Dollar und untersucht einerseits das Potential des Euro, eine dominantere Stellung im Währungsgefüge einzunehmen. Andererseits wird auch das Potential der aufstrebenden chinesischen Währung (Renminbi) diesbezüglich genauer analysiert.

*Kapitel 3* beschreibt das System der Abrechnung und der Abwicklung von US-Finanzmarktgeschäften und zeigt auf, dass Dollar-Geschäfte bzw. ihre Zahlungen ohne di-

rekten oder indirekten Zugang zum US-Clearing- und Settlement-Prozess nicht getätigt werden können. Des Weiteren wird die Möglichkeit des Erreichens eines vom US-Clearing- und Settlement Prozess unabhängigeren Systems mittels internationaler Zusammenarbeit geprüft.

*Kapitel 4* beleuchtet den Markt für Ratingagenturen genauer, der von drei Unternehmen (zwei amerikanischen und einem britisch-amerikanischen) dominiert wird. Es wird der Frage nachgegangen, ob sich eine Abhängigkeit des Schweizer Finanzplatzes vom amerikanischen Finanzsystem allenfalls anhand der zwei amerikanischen Ratingagenturen manifestiert.

*Kapitel 5* beschreibt die Möglichkeiten der Schweiz in Zusammenarbeit mit anderen Ländern in verschiedenen multilateralen Gremien zur Wahrung der Stabilität des Währungssystems und zur Krisenprävention beizutragen.

*Kapitel 6* zeigt anhand der gelebten Eigenverantwortung in Bezug auf die Rechts- und Reputationsrisiken durch die Schweizer Finanzmarktteilnehmer eine andere Möglichkeit auf, um allfällige negative Folgen aus der engen Verbundenheit mit dem amerikanischen Finanzsystem zu begrenzen.

*Kapitel 7* beinhaltet die Schlussfolgerungen.

## **2. Die Bedeutung des Dollars und seine Alternativen**

### **2.1 Der Dollar als globale Leitwährung**

Systeme mit einer Leitwährung zeigen sich im Verlauf der Geschichte der internationalen Finanzmärkte relativ stabil und weisen dementsprechend keine häufigen Verschiebungen auf. Der Hauptgrund ist, dass die Dominanz einer globalen Leitwährung mit der politischen und wirtschaftlichen Bedeutung des Emittenten in engem Zusammenhang steht. Oder vom kanadischen Nobelpreisträger Robert Mundell plakativ ausgedrückt: «*Grosse Nationen haben grosse Währungen*». Ein neuzeitlicher, kurzer wirtschaftshistorischer Abriss zeigt dies besonders gut auf. Im 19. Jahrhundert verdrängte die Britische Kolonialmacht mit dem Pfund Sterling den holländischen Rijder, der seit dem 17. Jahrhundert die dominante Währung darstellte. Das Pfund blieb bis zum Ersten Weltkrieg die Leitwährung, bis es seinen Status nach dem Zweiten Weltkrieg vollständig an den Dollar verloren hatte. Während der Periode fester Wechselkurse im Rahmen des Bretton-Woods-Systems bis 1973 fixierten fast alle Länder die Parität ihrer Währungen mit dem Dollar. Der Dollar war fast die einzige Interventions- und Reservewährung. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen ist die weltweite Leitwährungsfunktion des Dollars etwas zurückgegangen, was durch die Einführung des Euro im Jahr 1999 zunehmend verstärkt wurde. Der Vergleich mit der Vergangenheit legt nahe, das heutige globale Währungssystem mit dem Dollar und dem Euro als bipolar zu bezeichnen. Nichtsdestotrotz gilt aber der Dollar in diesem Gefüge als der dominierende Partner und so als die globale Leitwährung.

Die heute vorherrschende internationale Dominanz einer Währung lässt sich systematisch mittels der Krugman-Matrix genauer darstellen. Sie verbindet die drei klassischen Funktionen des Geldes – Zahlungsmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel – mit der internationalen Nutzung durch private und staatliche Akteure. Nachfolgend wird anhand dieser Systematik aufgezeigt, inwiefern sich die Dominanz des Dollars global aber auch in Bezug auf das Schweizer Finanzsystem manifestiert.

Tabelle 1: Funktion einer internationalen Währung anhand der Krugman-Matrix

<b>Funktion einer internationalen Währung</b>		
	Private Verwendung	Öffentliche Verwendung
Zahlungsmittel	Transaktion	Intervention
Recheneinheit	Fakturierung	Wechselkursanker
Wertaufbewahrung	Anlage	Reservehaltung

Quelle: Krugman, Paul R.: Currencies and Crises

### 2.1.1 Private Verwendung des Dollars global und in der Schweiz

Die private Verwendung einer Währung zeigt sich in den international getätigten Güter- und Kapitalmarktgeschäften. Aus Sicht der Schweiz ist die Dollardominanz nicht so ausgeprägt wie in der globalen Betrachtung, nimmt doch der Euro aufgrund der hohen wirtschaftlichen Verflechtung und der geografischen Nähe der Schweiz zur Europäischen Union (EU) einen vergleichsweise grösseren Stellenwert ein.

#### a) Transaktionswährung

Ein Indikator, der die dominierende Relevanz des Dollars als Transaktionswährung aufzeigen kann, ist der weltweite Umsatz der Währung am Devisenmarkt. Laut der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) blieb der Dollar auch im Jahr 2013 die mit Abstand bedeutendste Währung im Devisenhandel. Devisengeschäfte, bei denen der Dollar eine Seite der Transaktion darstellt, machten im April 2013 87% aller weltweit getätigten Devisengeschäfte aus.<sup>1</sup> Im Vergleich dazu kamen der Euro, als zweitplatzierte Währung, und der Yen als drittplatzierte, auf 33.4% bzw. 23%. Der Franken ist mit einem Anteil von 5.2% die sechsthäufigste gehandelte Währung. Bei der Analyse der gehandelten Währungspaare dominiert mit 24.1% aller Kontrakte das USD/EUR-Paar, gefolgt von USD/JPY (18.3%) und USD/GBP (8.8%). Das Währungspaar USD/CHF wurde im April 2013 mit einem Anteil von 3.4% aller Währungspaare am sechsthäufigsten gehandelt.

Auch in der Schweiz war 2013 gemäss der Erhebung der SNB der Dollar die mit Abstand meistgehandelte Währung (84%) gefolgt vom Euro (45%) und dem Franken (29%). Betrachtet man Währungspaare, so dominieren in der Schweiz Kontrakte in USD/EUR mit einem Anteil von 32% am Gesamtumsatz, gefolgt von solchen in USD/CHF mit einem Anteil von 21%.

#### b) Fakturierungswährung

Obwohl keine aussagekräftige Datengrundlage vorhanden ist, die darstellen würde, in welcher Währung sich der Welthandel hauptsächlich abspielt, besteht Grund zur Annahme, dass der Dollar die dominante Fakturierungswährung ist. Ausserdem werden die Verkäufe von Rohöl und anderen wichtigen Rohstoffen wie Gold oder Silber in Dollar fakturiert. Es wird angenommen, dass der Euro, wie schon im Devisenmarkt, die zweitwichtigste Währung in diesem Bereich darstellt.

Im internationalen Handel der Schweiz ist der Euro für die Schweiz im Bereich der Fakturierung die dominanteste Währung. Im September 2014 betrug der Anteil des Euro bei den Exporten 36% (Dollar 18%) und bei den Importen 56% (Dollar 12%). Dies ist nicht weiter erstaunlich, sind doch gemäss der Eidgenössischen Zollverwaltung 2013 Deutschland vor

<sup>1</sup> Da bei jeder Transaktion, bei welcher zwei Währungen involviert sind, sich die Gesamtsumme auf 200% beläuft.

den USA, Italien, Frankreich und China die mit Abstand grössten Handelspartner der Schweiz. Gesamthaft erfolgten im Jahr 2014 37.6% aller Ausfuhren in den Euro-Raum und 50.5% aller Einfuhren aus dem Euro-Raum.

#### c) Anlagewährung

Zur Beurteilung des Ausmasses der Nutzung einer internationalen Währung als Anlagevehikel durch private Akteure können Angaben zum Markt für internationale Schuldverschreibungen dienen. Der Indikator stellt ein Indiz dafür dar, welchen Grad der Internationalisierung eine Währung erreicht hat. Laut der Erhebung der BIZ Ende September 2014 bezüglich den internationalen ausstehenden Anleihen, die einen Grossteil der internationalen Verschuldung ausmachen, entfallen 8,358 Mrd. auf den Dollar und 9,020 Mrd. auf den Euro. Der Euro stellt dementsprechend die leicht dominantere Währung dar.

Als Hinweis, wie stark sich der Dollar in der Schweiz in seiner Funktion als Anlagewährung manifestiert, könnte die Zusammensetzung der Wertschriftenbestände in den Bankdepots dienen. Gemäss dem Statistisches Monatsheft der SNB im Januar 2015 zu den Wertschriftenbeständen der in- und ausländischen Depotinhaber, ist wie erwartet der Franken mit über 50% die dominanteste Währung, gefolgt vom Dollar mit einem Anteil von rund 24% und dem Euro mit 16%. Eine Erklärung für die starke Position des Dollars gegenüber dem Euro ist vor allem auf die höheren Bestände bei den Kollektivanlagen und den Obligationen zurückzuführen.<sup>2</sup>

### 2.1.2 Öffentliche Verwendung global und in der Schweiz

#### a) Reservehaltung und Intervention

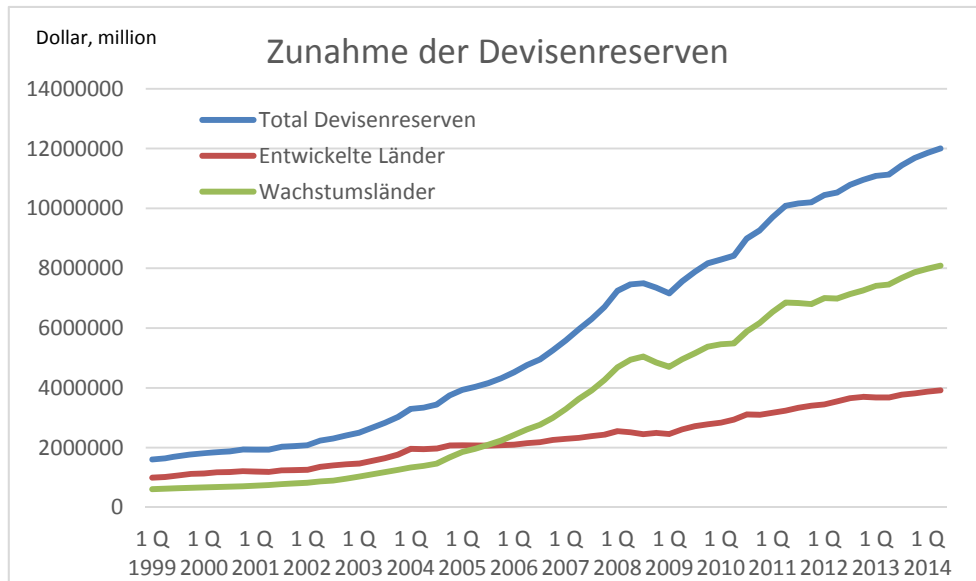
Eine weitere Grösse bei der Analyse eines Währungssystems sind die globalen Devisenreserven der einzelnen Zentralbanken. Devisenreserven (und Währungsreserven im Allgemeinen) lassen sich zur Wechselkurssteuerung, beispielsweise mit dem Ziel der Krisenvorsorge oder Krisenbewältigung, einsetzen. In den letzten zehn Jahren haben sich die globalen Devisenreserven mehr als verdreifacht, wobei vor allem der Anteil der Wachstumsländer signifikant gestiegen ist (siehe Grafik 1). Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass eine Erhöhung der Devisenreserven im Nachgang der Krisen in Asien und Lateinamerika als eine sinnvolle Präventionsmassnahme erachtet wurde. Des Weiteren führten auch Koppelungen von Währungen an ein anderes Währungsregime dazu, die Bestände der Devisen zu erhöhen, um eine Aufwertung der eigenen Währung zu verhindern und den Wechselkurs zu stützen. Andere Faktoren, wie z.B. eine mögliche Stabilisierung des Bankensektors, könnten zusätzlich zum Anstieg der Devisenreserven beigetragen haben.<sup>3</sup> Dieser Trend zu einer höheren Reservehaltung hat sich während der Finanz- und Wirtschaftskrise noch verstärkt, wobei auch entwickelte Länder, wenn auch nicht im selben Ausmass wie die Wachstumsländer (allen voran China), ihre Bestände aufgestockt haben.

---

<sup>2</sup> Bei Geldmarktpapieren sowie auch bei strukturierten Produkten ist der Dollar gegenüber dem Euro auch die klar dominantere Währung, wenn auch mit einem signifikant kleineren Volumen.

<sup>3</sup> Ein mögliches denkbare Szenario wäre hier beispielsweise der Abfluss von Vermögen aus dem Land.

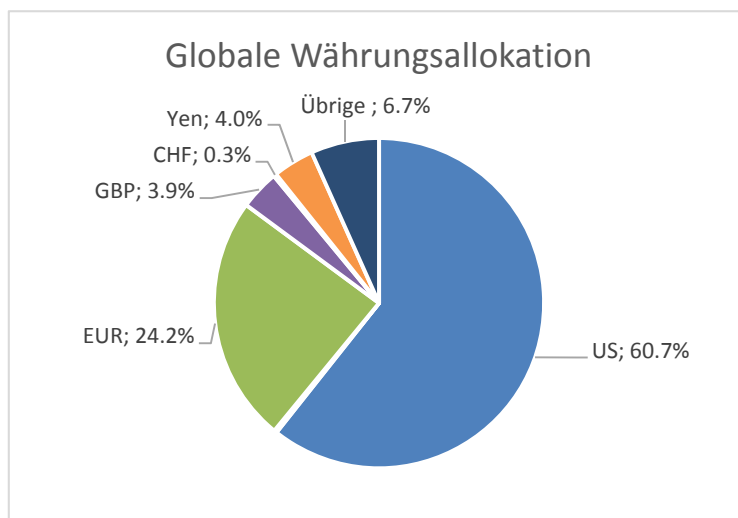
Grafik 1: Zunahme der Devisenreserven weltweit



Quelle: International Monetary Fund (IMF): Currency Composition of official foreign exchange reserves, 2. Quartal 2014

Die Frage, in welcher Währung diese Devisenreserven gehalten werden, lässt sich nicht präzise beantworten. Der IWF publiziert zwar quartalsweise die aggregierten Bestände der Mitgliedsländer, die auf freiwilliger und vertraulicher Basis ihre Daten übermitteln. Eine umfassende Zuordnung auf die verschiedenen Währungen liegt aber nicht vor. So veröffentlichte der IWF nur für 52.6% aller Devisenreserven die Aufteilung auf die verschiedenen Währungen. Betrachtet man die ausgewiesene Währungsaufteilung geht hervor, dass global betrachtet der Dollar mit 60.7% aller Devisenreserven vor dem Euro mit 24.2% klar die dominante Stellung einnimmt (siehe Grafik 2).

Grafik 2: Währungsallokation der Devisenreserven weltweit



Quelle: International Monetary Fund (IMF): Currency Composition of official foreign exchange reserves, 2. Quartal 2014

Die Verteilung der Devisenreserven zwischen Dollar und Euro unterscheidet sich bei Industrie- und Wachstumsländer kaum, was sich mit den Zielsetzungen der Zentralbanken bei der Bewirtschaftung der Devisenreserven erklären lässt.



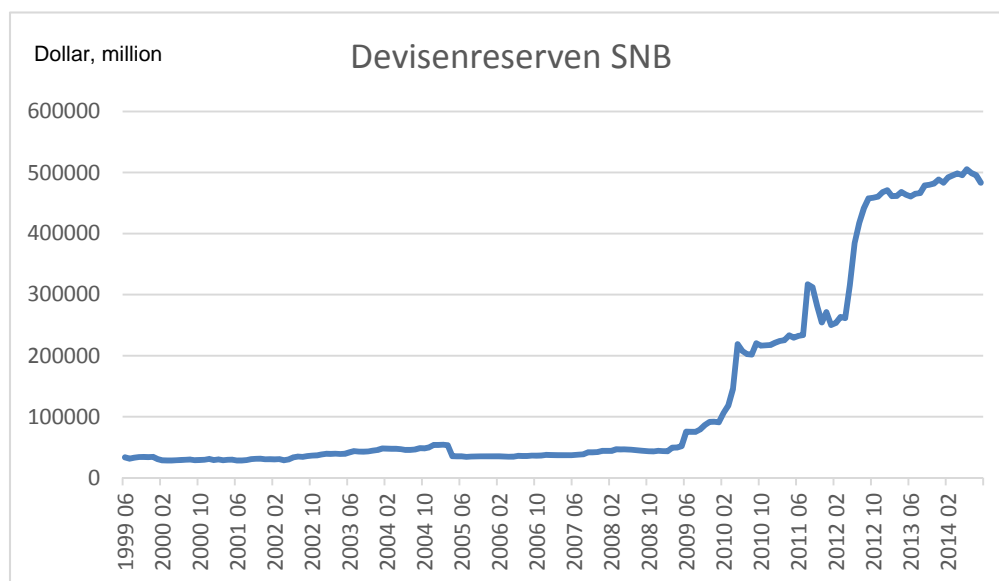
Die ökonomische Forschung bietet viele mögliche Faktoren an, die erfüllt sein müssen, damit sich eine Währung als Reservewährung qualifiziert. Vereinfacht kann man aber von zwei Voraussetzungen ausgehen:<sup>4</sup>

- 1) Vertrauen und Sicherheit, die auf der politischen und wirtschaftspolitischen Stabilität eines Landes oder einer Währungsunion basieren. Vertrauensfördernd wirken auch eine glaubwürdige Zentralbankpolitik und der Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank von staatlichem (politischem) Einfluss.
- 2) Ein reifer (gut entwickelter) und liquider Kapitalmarkt und eine frei konvertierbare Währung. Reif bedeutet, dass der Verkauf dieses Produkts keine signifikanten Preisänderungen nach sich zieht. Liquid heisst hier, dass das vom Investor gehaltene Finanzprodukt rasch verkauft werden kann. Auch dieses Kriterium erfüllt das US-Finanzsystem einerseits mit dem grössten, d.h. tiefsten und breitesten<sup>5</sup>, Kapitalmarkt der Welt und andererseits mit einer sich frei bewegenden Währung (Free Floating).

Global gesehen herrscht bei den Devisenreserven im heutigen bipolaren Währungsgefüge eine klare Dominanz des Dollars.

Auch in der Bilanz der SNB haben die Devisenreserven in den letzten Jahren ein starkes Wachstum erfahren. Dieser Anstieg gründete vor allem auf den Interventionen der SNB am Devisenmarkt zur Durchsetzung des Franken-Mindestkurses von 1.20 gegenüber dem Euro, die zwischen September 2011 und Januar 2015 erfolgten (siehe Grafik 3).

Grafik 3: Zunahme der Devisenreserven in der Schweiz



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB): Währungsreserven in der Schweiz, Statistisches Monatsheft November 2014

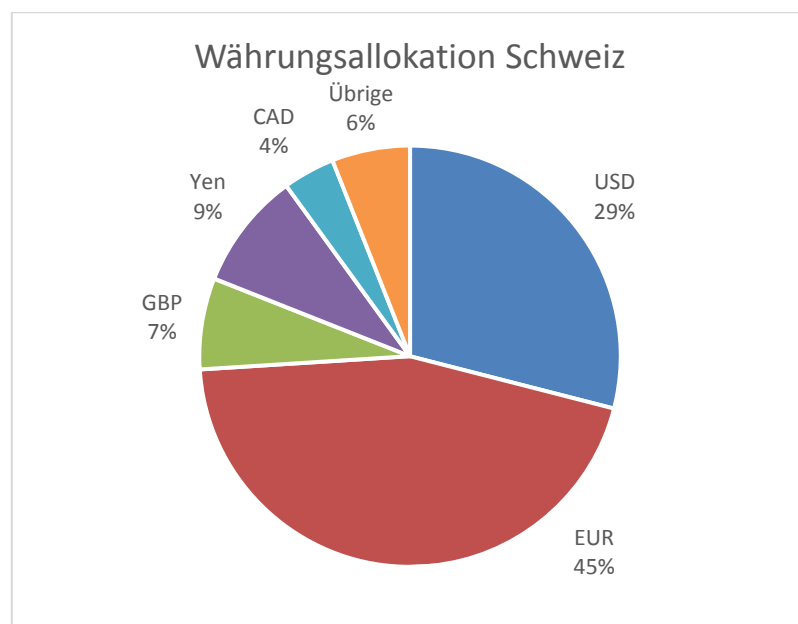
Die Zusammensetzung der Devisenreserven in der Schweiz unterscheidet sich von der weltweiten Devisenallokation. Für die Schweiz spielt der Euro mit einem Anteil von 45% (Ende 4. Quartal 2014) vor dem Dollar mit 29% die grösste Rolle (siehe Grafik 4). Schon seit 2000, einem Jahr nach der Einführung des Euro, stellte er für die Devisenreserven der SNB die

<sup>4</sup> Das ökonomische Streben nach Rendite stellt bei der Reservehaltung der Zentralbanken ein nachrangiges Ziel dar.

<sup>5</sup> Die Bezeichnung «breit» bezieht sich in diesem Zusammenhang auf das Vorhandensein verschiedener Anlageprodukte (z.B. mit langer oder kurzer Laufzeit) und das Bestehen eines liquiden Sekundärmarktes, der die Liquidität bereitstellt. Der Begriff «tief» verweist auf eine ausreichende Grösse, um die globale Nachfrage zu befriedigen und Schocks absorbieren zu können.

wichtigste Währung dar. Seit der Einführung des Mindestkurses ist die Bedeutung des Euro als Reservewährung weiter gestiegen. Wie sich die Euro-Devisenreserven nach der Aufhebung des Mindestkurses entwickeln werden, wird sich erst mittel- bis langfristig weisen.

Grafik 4: Währungsallokation der Devisenreserven Schweiz



Quelle: Schweizerische Nationalbank (SNB): Devisenanlagen und Frankenanleihen, Ende 3. Quartal 2014

#### b) Wechselkursanker

Eine weitere wichtige Funktion des Dollars, die zu seiner Bedeutung in der öffentlichen Verwendung beiträgt, ist die Ankerrolle. Darunter versteht man, dass neben den USA auch andere Länder diesem Währungsblock zugeordnet werden können, da diese ihre nationale Währung dem Dollar gegenüber anbinden oder den Dollar sogar als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden (z.B. Ecuador, Panama). Viele erdölexportierende Länder pflegen ein kontrolliertes Floating oder gar eine feste Wechselkursanbindung an den Dollar. Laut IWF bestand der Dollar-Block im Jahr 2011 aus insgesamt 63 Staaten und Gebieten. Obwohl diese Anzahl nur unwesentlich von der des Euro-Blocks (59 Staaten und Gebiete) abweicht, war laut Berechnungen der Deutschen Bundesbank die aggregierte Wertschöpfung des Dollar-Blocks um einen Drittel, in Kaufkraftparitäten gerechnet gar um die Hälfte, höher.<sup>6</sup>

Obwohl sich die SNB nach der Aufhebung des Mindestkurses nicht mehr an einem Referenzwert gegenüber dem Euro orientiert, bleibt der Euro für die Schweiz aufgrund der hohen Handelsaktivität der Schweiz mit dem Euro-Raum von grosser wirtschaftlicher Bedeutung. Wie vorgängig aufgezeigt, kann im Falle der Schweiz von einem dual orientierten Währungssystem – mit einer prominenten Rolle des Dollars und des Euro – ausgegangen werden.

### 2.1.3 Auswirkungen der Abhängigkeit von der Leitwährung Dollar

Auswirkungen einer Abhängigkeit von der Leitwährung Dollar können sich zum Beispiel daraus ergeben, dass geldpolitische Entscheide des Emittenten der Leitwährung, die auch Zinsentscheide und den Wechselkurs beeinflussen, vorrangig nationalen Prioritäten dienen. Das Federal Reserve System (FED) hat öffentlich erklärt, dass sie den Wechselkurseffekt bei ihrer geldpolitischen Strategie berücksichtigt. Ein Zielkonflikt mit dem Interesse der anderen

<sup>6</sup> Die Wertschöpfung des Dollar Blocks war in den letzten Jahren noch merklich höher, da im Zuge der graduellen Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar die chinesische Währung nicht mehr als Fixkursregime zum Dollar klassifiziert wird.

Länder an einer stabilen Leitwährung kann sich insbesondere dann ergeben, wenn eine expansive Geldpolitik zu einer raschen Entwertung des Dollars führen sollte.

Eine Abhängigkeit besteht aber nicht nur von der monetären Politik der USA, sondern auch von den Notenbanken, die einen hohen Bestand an Dollarreserven aufweisen. Dies betrifft vornehmlich die asiatischen Zentralbanken, die ihre Dollarreserven in den letzten Jahren enorm aufgebaut haben. Durch Devisenmarktinterventionen, wie eine Veräusserung der US-Devisenbestände, könnte der Dollar drastisch an Wert verlieren, was einen Zinsanstieg in den USA auslösen könnte, der sich auf die globalen Kapitalmärkte übertragen dürfte. Auch in diesem Fall liegt ein solches Verhalten nicht im Interesse der Marktteilnehmer und ist dementsprechend nicht wahrscheinlich. Ein schwacher Dollar würde einerseits die asiatische Exportwirtschaft beeinträchtigen und andererseits den Bestand an Dollarreserven (umgerechnet in die jeweilige lokale Währung) schmälern.

Es gibt aber gewichtige Vorteile bei der Benützung einer Leitwährung. Beispielsweise werden Transaktionskosten und Wechselkursunsicherheiten verringert. Des Weiteren sind die Faktoren wie das hohe Dollarvolumen, die politische und ökonomische Grösse der USA sowie der mächtige Kapitalmarkt, welche die Abhängigkeit vom US-System definieren, gerade Voraussetzungen dafür, dass der Dollar als Reservewährung überhaupt in Betracht gezogen werden kann.

## **2.2 Alternativen zum Dollar**

### **2.2.1 Potential des Euro**

Seit seiner Einführung im Jahr 1999 nimmt der Euro eine bedeutende Stellung im globalen Währungssystem ein. Wie jedoch die Analysen in Kapitel 2.1 und im Folgenden zeigen, ist der Dollar aus globaler Perspektive weiterhin die dominierende Währung. Aus Schweizer Optik ist die Dominanz des Dollars nicht ganz so ausgeprägt und der Euro nimmt aufgrund der geografischen Nähe einen vergleichsweise grösseren Stellenwert ein.

#### a) Private Verwendung des Euro global und in der Schweiz

Internationale Transaktionen werden global betrachtet mehrheitlich in Dollar durchgeführt. Auch in der Schweiz ist der Dollar bei den Devisentransaktionen die am meisten gehandelte Währung. Als Fakturierungswährung stellt wiederum der Dollar global die dominante Währung dar. In der Schweiz aber wird der Euro als Fakturierungswährung aufgrund der wirtschaftlichen Verflechtung mit dem EU-Raum am meisten verwendet. Bezüglich der Anlagefunktion kann für die Schweiz anhand der Wertschriftenbestände in den Bankendepots angenommen werden, dass der Euro nach dem Franken und dem Dollar die dritt wichtigste Währung darstellt (für detailliertere Analysen siehe Abschnitt 2.1).

#### b) Öffentliche Verwendung des Euro global und in der Schweiz

In der öffentlichen Verwendung bei den Devisenreserven spielt weltweit der Dollar klar die wichtigste Rolle, wobei sich in der Schweiz aber ein anderes Bild präsentiert: Bei den Reserven der SNB ist der Euro schon seit dem Jahr 2000 die dominierende Währung. Seit der Aufhebung des Euro-Mindestkurses existiert in der Schweiz auch keine Ankerfunktion für eine Währung mehr (für detailliertere Analysen siehe Abschnitt 2.1).

Der Euro nimmt zwar seit seiner Einführung im Jahr 1999 eine bedeutende Stellung im globalen Währungssystem ein, hat aber seit Ausbruch der Eurokrise im Jahr 2010 gegenüber dem Dollar an Bedeutung eingebüsst. So ist zum Beispiel der Anteil des Euro an globalen Währungstransaktionen von 39% im Jahr 2010 auf 33% im Jahr 2013 gesunken, während der Anteil in Dollar in der gleichen Zeitperiode von 85% auf 87% gestiegen ist.

Verschiedene institutionelle, strukturelle und politische Gegebenheiten im Euroraum bieten Erklärungsansätze, weshalb sich der Euro bislang nicht als globale Leitwährung etablieren konnte. Erstens ist die Bewältigung ökonomischer und finanzieller Probleme in der Eurozone jeweils von der Zusammenarbeit der nationalen Regierungen abhängig. Eine erfolgreiche Zusammenarbeit kann aber nicht immer als gegeben betrachtet werden, und die Kompromissfindung beansprucht Zeit. Dies kann zu grösseren Unsicherheiten auf den Märkten führen und die Eignung des Euro als stabiler globaler Anker in Frage stellen. Die Schwierigkeiten in einigen Ländern der Eurozone aufgrund von früheren innenpolitischen Entscheidungen haben umso mehr zu Unsicherheiten geführt. Die substantielle Stärkung der europäischen Architektur zur Krisenprävention und -bewältigung könnte jedoch dazu beitragen, die Koordination und Geschwindigkeit der Entscheidungsfindung zu erhöhen. Zu diesen Massnahmen gehören die Umsetzung der Bankenunion mit einer einheitlichen Aufsicht der bedeutendsten Banken durch die Europäische Zentralbank (EZB) sowie deren Abwicklung auf europäischer Ebene durch den Single Resolution Mechanism (SRM). Ausserdem wurde mit dem European Stability Mechanism (ESM) eine Institution geschaffen, welche Staaten in finanzieller Schieflage nach einheitlichen Kriterien Kredite gewährt und somit ebenfalls zur Stabilität des Euro beiträgt. Solche Institutionen könnten längerfristig eine positive Wirkung auf das Vertrauen der Kapitalmarktteilnehmer in den Euro entfalten. Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes, welche jetzt in Kraft gesetzt wurde könnte auch Hilfe verschaffen, indem sie unter anderem die Sanktionen bei Nichtbeachtung des Defizits verschärft und den Pakt um ein Verfahren gegen makroökonomische Ungleichgewichte ergänzt.

Zweitens erschwert die fragmentierte Struktur des europäischen Markts für Staatsanleihen die Erreichung einer Grösse und Liquidität, welche mit dem US-Anleihenmarkt vergleichbar wäre. Die Länder der Eurozone emittieren ihre Anleihen weiterhin selbstständig, da insbesondere die Idee eines Eurobonds für den gesamten Euroraum bislang nicht konsensfähig war. So wird geschätzt, dass das Marktvolumen an deutschen Staatsanleihen nur ein Viertel des Volumens an US-Staatsanleihen beträgt (Eichengreen, 2011). Zwar könnten Anleger in Staatsanleihen anderer Euroländer investieren. Die Bonität der Anleihen variiert aber stark zwischen den Ländern des Euroraums. Per Mandat ist jedoch eine Vielzahl von institutionellen Investoren auf sichere Anleihekategorien angewiesen.

### **2.2.2 Potential des Renminbi**

Die Frage, ob sich die chinesische Währung – Renminbi (RMB) oder auch Yuan (CNY) genannt – als eine der international führenden Währungen durchsetzen wird, bedarf einer differenzierten Beantwortung. Es liegt nahe, das entsprechende Potential des RMB unter den folgenden Gesichtspunkten zu beurteilen (in Anlehnung an Tabelle 1):

- Die Rolle des RMB als internationale Handels- und Transaktionswährung.
- Die Rolle des RMB als Reservewährung für ausländische Zentralbanken.
- Das Ausmass der Liberalisierung der Kapitalbilanz.

#### **a) Transaktionswährung**

Laut der World Trade Organisation (WTO) stieg der Anteil Chinas am Welthandelsvolumen von ungefähr 4% um die Jahrtausendwende auf gegenwärtig über 10%. China löste damit die USA anfangs 2013 als grösste Handelsnation der Welt ab. Zwar steht die Bedeutung des RMB als internationale Handels- und Transaktionswährung noch immer in einem starken Missverhältnis zu Chinas Position als grösster Handelsmacht, doch gewinnt der RMB in seiner grenzübergreifenden Verwendung rasch an Terrain. Während der Anteil des in RMB abgewickelten chinesischen Aussenhandelsvolumen 2010 noch 2.2% ausmachte, betrug laut Medienberichten dieser im Jahr 2014 bereits rund 20%. Überdies stiess der RMB gemäss

SWIFT im Januar 2015 mit einem Anteil von 2.17% der internationalen Zahlungen unter die fünf meistgenutzten Zahlungswährungen vor.<sup>7</sup>

#### b) Reservewährung

Trotz dieses raschen Bedeutungsgewinnes in der privaten Verwendung, ist eine Beurteilung des Potentials des RMB in der öffentlichen Verwendung weiterhin kontrovers. Zur Etablierung des RMB als internationale Reservewährung gilt es, eine Reihe von Hindernissen zu überwinden. Insbesondere müsste China internationalen Investoren ermöglichen, auf den chinesischen Geld- und Anleihemärkten frei zu investieren und Kapital auch jederzeit wieder abzuziehen. Zusätzlich zu den bestehenden Kapitalverkehrskontrollen bestehen Schwachpunkte hinsichtlich der Reife der chinesischen Finanzmärkte. Das chinesische Finanzsystem ist weitestgehend von staatlichen Banken dominiert. Die regulatorische Abschottung des chinesischen Bankensystems schränkt den Wettbewerb im Finanzsektor und die Entwicklung der Finanzmärkte weitgehend ein.

Weiter liessen sich eine unabhängige Geldpolitik, ein freier Kapitalverkehr und ein Regime fester Wechselkurse nicht miteinander vereinbaren. Es scheint unwahrscheinlich, dass die chinesische Regierung in absehbarer Zeit die entsprechenden tiefgreifenden Reformen durchführt. Eine Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen ohne Freigabe des Wechselkurses ist mit einer Reihe von Risiken verbunden, beispielsweise dass der Wechselkurs seine Rolle als Schockdämpfer nicht erfüllen kann und so die Steuerung von Wachstum und Inflation erschwert würde.

Trotz der genannten Defizite wird der RMB von Zentralbanken zunehmend als Reservewährung gehalten, auch wenn es sich dabei meist um kleinere Positionen handelt, die vorwiegend aus strategischen Überlegungen gehalten werden dürften. Auch die SNB verfügt über eine Investitionsquote für den chinesischen Interbanken-Anleihenmarkt in der Höhe von 15 Mrd. RMB.

#### c) Liberalisierung der Kapitalbilanz

Im Verlauf der vergangenen Jahre hat die chinesische Regierung die Kapitalverkehrskontrollen schrittweise und vorsichtig gelockert. Beispielsweise förderte sie Abflüsse aus China durch grosse Unternehmen und institutionelle Investoren, um dem anhaltenden Aufwertungsdruck des RMB entgegenzuwirken. Gleichzeitig wurden auch die Möglichkeiten für ausländische Investoren durch die Öffnung der chinesischen Finanzmärkte durch verschiedene Investitionsprogramme erweitert. Derartige Massnahmen führen zu einer schrittweisen und selektiven Beseitigung von Kapitalverkehrskontrollen. Eine vollkommene Liberalisierung der Kapitalbilanz, insbesondere für Individuen, ist vorerst jedoch nicht absehbar.

Die chinesische Regierung dürfte weiterhin an diesem schrittweisen Vorgehen festhalten und neue Liberalisierungsmassnahmen zuerst in Pilotzonen testen, ehe diese auf das ganze Land ausgeweitet werden. Damit wird der Spielraum gewahrt, um unerwünschten Zu- und Abflüssen von Liquidität entgegenzuhalten. Parallel dazu hilft die Weiterentwicklung des offshore Marktes dabei, die begrenzte Konvertibilität des RMB zu kompensieren und dessen Verwendung ausserhalb Chinas zu fördern.

Unterdessen wurden Finanzplätze ausserhalb Chinas als offshore Hubs für RMB aufgebaut. Auch die Schweiz ist im Begriff, sich innerhalb Europas als RMB Hub zu etablieren. Diese Hubs bilden gewissermassen die Verbindung zwischen den Zielen der chinesischen Regierung, die internationale Verwendung des RMB voranzubringen und an den bestehenden Einschränkungen im Kapitalverkehr festzuhalten.

---

<sup>7</sup> 1. USD 44.64%; 2. EUR 28.3%; 3. GPP 7.92%; 4. JPY: 2.69%.

## 2.3 Fazit

Der Dollar ist nach wie vor die weltweit dominierende Leitwährung. Auch auf die Schweizer Wirtschaft übt der Dollar sowohl in der privaten wie auch in der öffentlichen Verwendung einen grossen Einfluss aus. Keine Volkswirtschaft, und erst recht nicht ein Land mit einem wichtigen internationalen Finanzplatz, kann sich der Leitwährung Dollar, die mit dem weltweit grössten Kapitalmarkt gekoppelt ist, entziehen. Es erstaunt daher nicht, dass gerade bei den Transaktionsfunktionen einer Währung, namentlich bei den Devisengeschäften, der Dollar auch in der Schweiz die mit Abstand dominanteste Währung darstellt. Es zeigt sich aber auch, dass die Schweiz im internationalen Vergleich eine geringere Abhängigkeit gegenüber dem Dollar aufweist, da neben dem Dollar auch der Euro sowohl in der öffentlichen als auch in der privaten Verwendung eine gewichtige Rolle spielt. Der Euro hat aufgrund der Aussenhandelsverflechtung und der geografischen Nähe im Bereich der öffentlichen Verwendung einen grösseren Stellenwert als der Dollar, was sich schon vor der Periode des Mindestkurses gegenüber dem Euro gezeigt hat. Aber auch bei der Fakturierung in der privaten Verwendung ist der Dollaranteil geringer als derjenige des Euro. Dementsprechend kann im Fall der Schweiz tatsächlich von einer dual geprägten Währungsorientierung ausgegangen werden. Schon alleine diese Diversifizierung führt direkt zu einer effizienten und effektiven Abfederung einer möglichen Abhängigkeit vom amerikanischen Finanzsystem.

Historisch gesehen kann ein Leitwährungsmodell relativ lange Bestand haben. Dennoch ist es über die Zeit Veränderungen unterworfen, die beispielsweise auf wirtschaftliche und politische Machtverschiebungen zurückzuführen sind. Vor diesem Hintergrund ist es durchaus denkbar, dass der RMB in Zukunft in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen eine bedeutendere Rolle einnehmen wird. Der Umstand, dass China derzeit weder eine offene Kapitalbilanz aufweist noch eine flexible Wechselkurspolitik verfolgt, welche beide als essenzielle Eigenschaften einer globalen Leitwährung gelten, mag die Diskussion über den Aufstieg des RMB als etwas verfrüht erscheinen lassen. Des Weiteren verfügt China über einen wenig entwickelten Kapitalmarkt. Der Euro hätte hingegen durchaus Potential, sich stärker als Leitwährung zu positionieren. Die strukturellen Herausforderungen sowie die zurzeit unsicheren Entwicklungen innerhalb des Euroraums machen jedoch eine baldige Ablösung des Dollars in seiner Rolle als globale Leitwährung wenig wahrscheinlich.

## 3. Die Bedeutung des US-Clearing- und Settlement Systems für den Schweizer Finanzsektor

### 3.1 US-Clearing- und Settlement System

Die Abrechnung und Abwicklung von US-Finanzmarktgeschäften und der Dollar-Zahlungsverkehr erfolgen stets direkt oder indirekt über Finanzmarktinfrastrukturen oder Geschäftsbanken in den USA. Tätigen Schweizer Banken an US-Finanzmärkten Geschäfte oder führen sie im Auftrag von Kunden Dollar-Zahlungen aus, müssen sie deshalb direkten oder indirekten Zugang zu den Clearing- und Settlement Prozessen in den USA haben.

#### 3.1.1 Überblick über die wichtigsten US-Clearing- und Settlement Prozesse

Finanzmarktgeschäfte können an einer Börse oder ausserbörslich (OTC) abgeschlossen werden. Unter «Clearing und Settlement» werden alle jene Dienstleistungen subsumiert, welche nach Handelsabschluss für die Abrechnung (Clearing) und Abwicklung (Settlement) von Finanzmarktgeschäften erbracht werden.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Definitionen für die hier verwendete Terminologie finden sich auch in der Nationalbankverordnung (NBV) und im Entwurf zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FINFRAG) und dessen Botschaft.

Häufig (aber nicht immer) werden Finanzmarktgeschäfte über zentrale Gegenparteien abgerechnet, die von den Handelsparteien die jeweiligen Verpflichtungen übernehmen und deren rechtzeitige Erfüllung garantieren. Die Abwicklung (d.h. die Erfüllung) der Finanzmarktgeschäfte erfolgt über Zahlungssysteme sowie die Effektenabwicklungssysteme der Zentralverwahrer. Neben den Finanzmarktinfrastrukturen (Zahlungssysteme, zentrale Gegenparteien, Zentralverwahrer) erbringen auch viele Banken spezifische Clearing- und Settlement Dienstleistungen. Banken, welche Zahlungsverkehrsdienstleistungen für andere Banken und Finanzintermediäre anbieten, werden als Korrespondenzbanken bezeichnet. Als *Custodians* werden Banken bezeichnet, welche für andere Banken und Finanzintermediäre Dienstleistungen im Bereich der Verwahrung und Abwicklung von Effekten erbringen.<sup>9</sup>

Generisch unterscheiden sich die Clearing- und Settlement Prozesse zwischen einzelnen Ländern kaum.<sup>10</sup> Die nachfolgend beschriebenen Prozesse fokussieren auf Dollar-Finanzmarktgeschäfte sowie Dollar-Grossbetragszahlungen; die Abwicklung des inländischen Dollar-Massenzahlungsverkehrs wird nicht beleuchtet.

### 3.1.1.1 Zahlungssysteme

Fedwire Funds Service (Fedwire) ist das wichtigste Zahlungssystem in den USA. Daneben bestehen mit dem Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) und dem National Settlement Service (NSS) zwei weitere Grossbetragszahlungssysteme für die Abwicklung von Dollar-Zahlungen. Für die Abwicklung von Dollar-Devisengeschäften spielt zudem das in den USA domizilierte Mehrwährungszahlungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) eine wichtige Rolle.<sup>11</sup>

Die Abwicklung von Dollar-Grossbetragszahlungen in Zentralbankgeld erfolgt über Fedwire, das von der US-Zentralbank, dem Federal Reserve System, betrieben wird. Über Fedwire wickeln die Teilnehmer u.a. die Geldseite von diversen Dollar-Finanzmarktgeschäften ab. Die Bereitstellung der für die Abwicklung der Zahlungen notwendigen Liquidität erfolgt über den Zugang zu einem Konto beim Federal Reserve System. Finanzmarktteilnehmer ohne Zugang zu einem Konto beim Federal Reserve System (z.B. Banken ausserhalb der USA) sind auf die Dienstleistungen einer US-Korrespondenzbank angewiesen.

CHIPS ist ein privatwirtschaftliches Zahlungssystem, das verschiedene Grossbetragszahlungen abwickelt. Die Abwicklung über CHIPS bedingt, dass die Teilnehmer Liquidität von ihrem Fedwire-Konto auf das Fedwire-Konto von CHIPS überweisen. Die Teilnahme an CHIPS setzt somit die Teilnahme an Fedwire voraus.

NSS, das vom Federal Reserve System betrieben wird, wird primär benutzt für die Abwicklung von Zahlungen, die von Automated Clearing Houses (ACH) oder anderen Abrechnungs- und Abwicklungseinrichtungen multilateral verrechnet wurden. Auch die NSS-Teilnehmer müssen für die Bereitstellung von Liquidität über ein Konto beim Federal Reserve System verfügen.

CLS ist ein Mehrwährungszahlungssystem, über welches Devisengeschäfte in 17 Währungen gemäss dem Prinzip Zahlung-gegen-Zahlung abgewickelt werden, darunter auch der US Dollar und der Franken. Um ihre Devisengeschäfte über CLS abwickeln zu können, müssen die CLS-Teilnehmer ihre Konten bei CLS über die nationalen Grossbetragszahlungssysteme

---

<sup>9</sup> Neben der Abrechnung und der Abwicklung gibt es insbesondere bei Derivatgeschäften eine Reihe von weiteren Nachhandelsprozessen, bspw. die Registrierung von Handelsdaten bei Transaktionsregistern oder die Portfoliokompression.

<sup>10</sup> BIZ Red Books enthalten neben einer Beschreibung von international tätigen Finanzmarktinfrastrukturen auch detaillierte Beschreibungen der nationalen Clearing- und Settlement Prozesse der G20 Länder und der Schweiz.

<sup>11</sup> Laut der BIZ (2008) wickelte CLS einen substantiellen Anteil des weltweiten Devisenhandels ab.

mit der notwendigen Liquidität alimentieren. Die Dollar-Liquidität wird über Fedwire bereitgestellt. CLS-Teilnehmer, die nicht direkt an Fedwire angeschlossen sind, müssen eine US-Korrespondenzbank benutzen, die über einen Zugang zu Fedwire verfügt. Zuständig für die Aufsicht über diese Zahlungssysteme ist jeweils das Federal Reserve System.

### **3.1.1.2 Zentrale Gegenparteien**

In den USA gibt es mehrere bedeutende zentrale Gegenparteien. Drei zentrale Gegenparteien stehen unter dem Dach der Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC): Über die National Securities Clearing Corporation (NSCC) rechnen die Teilnehmer vornehmlich Geschäfte in US-Aktien und Unternehmensobligationen ab. Die Fixed Income Clearing Corporation (FICC)/Government Securities Division (GSD) ermöglicht die Abrechnung von US-Staatsanleihen und Anleihen von staatlichen Agenturen sowie auf diesen Anleihen basierenden Repo-Geschäften. Über die FICC/Mortgage Backed Securities Division werden MBS von staatlichen Agenturen abgerechnet.

Weitere zentrale Gegenparteien in den USA sind die Options Clearing Corporation (OCC), die auf börsengehandelte Aktien- und Rohstoffderivate spezialisiert ist, CME Clearing, die eine breite Palette an Derivaten abrechnet, die an verschiedenen US-Börsen gehandelt werden, und ICE Clear Credit LLC, die vor allem auf die Abrechnung von Credit Default Swaps spezialisiert ist.

Zuständig für die Aufsicht über diese zentralen Gegenparteien sind – in Abhängigkeit der abgerechneten Finanzinstrumente – entweder die Securities Exchange Commission (SEC) oder die Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

### **3.1.1.3 Zentralverwahrer bzw. Effektenabwicklungssysteme**

Die USA verfügen über zwei bedeutende Zentralverwahrer bzw. Effektenabwicklungssysteme. Fedwire Securities Services fungiert als zentrale Verwahrungsstelle und Abwicklungssystem für Staatsanleihen, Anleihen staatlicher Agenturen und internationaler Organisationen. Fedwire Securities Services wird vom Federal Reserve System betrieben und wickelt die Geldseite in Zentralbankgeld ab. Depository Trust Company (DTC), eine Tochtergesellschaft von DTCC, fungiert als zentrale Verwahrungsstelle und Abwicklungssystem für alle anderen Wertpapiere wie Aktien, Obligationen und Geldmarktinstrumente. Zuständig für die Aufsicht über Fedwire Securities Services ist das Federal Reserve System, DTCC steht unter der Aufsicht der SEC.

Diverse US-Geschäftsbanken fungieren als Dollar-Korrespondenzbanken und Custodians. Sie erbringen eine breite Palette an Clearing- und Settlement Dienstleistungen sowohl für andere US-Finanzmarktteilnehmer als auch für Finanzmarktteilnehmer ausserhalb der USA. Die bedeutendsten Akteure in diesen Geschäftsbereichen sind die Bank of New York Mellon (BNYM) und JPMorgan Chase Bank (JPMC). Ihre Bedeutung erklärt sich vor allem durch ihre zentrale Rolle im Dollar-Repomarkt, für welchen beide als praktisch exklusive Tri-party Agenten fungieren.<sup>12</sup> BNYM und JPMC sind zudem bedeutende Tri-party Agenten in Europa.

### **3.1.2 Zugang für Schweizer Finanzmarktteilnehmer zu den US-Clearing- und Settlement Prozessen**

Der Zugang zu den US-Clearing- und Settlement Prozessen kann direkt oder indirekt erfolgen. Eine direkte Anbindung ist möglich, wenn der Schweizer Finanzmarktteilnehmer über

---

<sup>12</sup> Ein Tri-party Agent organisiert die Besicherung und dient als Abwicklungsstelle für den Tri-party Repo Markt.



eine eigene Tochtergesellschaft in den USA verfügt, welche direkt an den jeweiligen Finanzmarktinfrastrukturen (z.B. Fedwire) teilnehmen kann. Dies ist jedoch nur für die wenigsten Schweizer Finanzmarktteilnehmer eine Option.

Viel häufiger ist die indirekte Anbindung, bei welcher der Schweizer Finanzmarktteilnehmer die Dienstleistungen von US-Korrespondenzbanken und US-Custodians in Anspruch nimmt, welche ihrerseits direkt in die US-Clearing- und Settlement Prozesse eingebunden sind. Dabei hat der Schweizer Finanzmarktteilnehmer die Wahl, ob er direkt eine Geschäftsbeziehung mit einer US-Korrespondenzbank bzw. einem US-Custodian eingeht, oder ob er eine weitere Bank dazwischenschaltet. Beispielsweise kann ein Schweizer Finanzmarktteilnehmer eine Schweizer Grossbank (oder auch eine andere Bank ausserhalb der USA) benutzen, die ihrerseits entweder über eine US-Tochtergesellschaft oder über eine US-Korrespondenzbank verfügt. Auch in diesem Fall bleibt aber die Notwendigkeit bestehen, Zugang zu den relevanten US-Clearing- und Settlement Prozessen zu erhalten.

### **3.2 Unabhängiges Clearing- und Settlement System im Hinblick auf eine internationale Zusammenarbeit**

Zur Abrechnung von internationalen Finanzmarkttransaktionen über Landesgrenzen hinaus dient der internationale Clearing- und Settlement Markt. Diese Dienstleistungen werden vor allem durch zwei europäische Unternehmen erbracht: Euroclear Bank S.A. als Teil der Euroclear Group (Euroclear Bank) mit Sitz in Brüssel und Clearstream International SA (Clearstream) als Teil der Clearstream Holding mit Sitz in Luxemburg. Euroclear Bank bietet gemäss Standard & Poor's gemessen an den Vermögenswerten der Kunden (2013 rund 24.2 Billionen Euro) das grösste Clearing- und Settlement System für internationale Finanztransaktionen an und zählte laut BIZ 1'300 Teilnehmer (mehrheitlich bestehend aus Broker-Dealers, Custodians, Banken, Zentralbanken) aus 80 Ländern. Euroclear Bank wird von der belgischen Zentralbank beaufsichtigt und ist im Besitz einer belgischen Bankenlizenz. Clearstream, das im Vergleich zu Euroclear Bank nur halb so viele Vermögenswerte von Kunden abwickelt (2013 rund 12.1 Billionen Euro) zählt laut BIZ 2'500 Kunden in mehr als 110 Ländern. Sie wird von der luxemburgischen Zentralbank beaufsichtigt und besitzt die luxemburgische Bankenlizenz.

Um einen Zugang zum amerikanischen Clearing- und Settlement System zu erhalten, braucht es wie beschrieben ein Eingangsfenster in Form eines US-Finanzmarktteilnehmers, der an das US-Clearing- und Settlement System angeschlossen ist. Dieser Kontakt ist aber erst möglich, wenn die Unternehmen gemäss den Anforderungen des USA Patriot Act im Besitz einer «Bestätigung von Korrespondenzkonten ausländischer Banken» (Certification regarding Correspondent Accounts for Foreign Banks) sind. Auch die Gründung einer öffentlich-rechtlichen Clearingstelle für Zahlungen in Dollar oder den Handel mit US-Wertschriften in der Schweiz, oder zusammen mit europäischen Partnern, kann dies nicht ändern, da schliesslich alle Dollar-Zahlungen und US-Wertschriftengeschäfte über ein US-System abgewickelt werden müssen.

### **3.3 Fazit**

Ohne den Zugang zu den US-Clearing- und Settlement Prozessen können Finanzmarktteilnehmer ihre Geschäfte bzw. Zahlungen in Dollar weder abrechnen noch abwickeln. Die einzige Alternative, um die Abhängigkeit gegenüber dem US-Finanzsystem zu begrenzen, bestünde darin, vollständig auf Dollar-Finanzmarktgeschäfte und Dollar-Zahlungen zu verzichten. Aus geschäftspolitischen Gründen dürfte es für viele Schweizer Finanzmarktteilnehmer aber unverzichtbar sein, über einen Zugang zu den US-Clearing- und Settlement Prozessen zu verfügen und diesen Zugang aufrecht zu erhalten.

Normalerweise ist die dadurch entstehende Abhängigkeit unproblematisch, da es auch im Interesse der US-Korrespondenzbanken und der US-Custodians liegt, ausländischen Finanzmarktteilnehmern den Zugang zu den US-Clearing- und Settlement Prozessen und damit zum US-Finanzsystem zu ermöglichen. Kritisch wird diese Abhängigkeit dann, wenn die US-Geschäftspartner die Geschäftsbeziehungen aufkünden und es nicht möglich ist, den Zugang rechtzeitig anderweitig sicherzustellen.

Des Weiteren ist die Abhängigkeit gegenüber den US-Clearing- und Settlement Prozessen keine Eigenheit des US-Finanzsystems, sondern sie besteht auch gegenüber anderen Finanzsystemen. So muss ein Schweizer Finanzmarktteilnehmer, der beispielsweise Euro- oder Yen-Finanzmarktgeschäfte tätigen will, ebenfalls Zugang zu den jeweiligen Clearing- und Settlement Prozessen für Euro- oder Yen-Finanzmarktgeschäfte haben. Und analog muss ein ausländischer Finanzmarktteilnehmer, beispielsweise aus den USA, der Zahlungen in Franken tätigen will, über den Zugang zu den relevanten Schweizer Clearing- und Settlement Prozessen verfügen (z.B. müssen Zahlungen über eine Schweizer Korrespondenzbank laufen, die Zugang zum Swiss Interbank Clearing (SIC) System hat). Die Besonderheit des US-Finanzsystems ergibt sich daraus, dass die USA die bedeutendsten Geld- und Kapitalmärkte beheimaten und der Dollar global die bedeutendste Währung ist (siehe Kapitel 2.1). Für einen Schweizer Finanzmarktteilnehmer wäre der Verzicht auf jegliche Dollar-Finanzmarktgeschäfte und Dollar-Zahlungen daher wesentlich einschneidender als der Verzicht auf Finanzmarktgeschäfte und Zahlungen in anderen Währungen.

Auch die Gründung einer internationalen öffentlich-rechtlichen Clearing- und Settlement Stelle führt nicht zu einem System, das ohne einen Kontakt mit einer amerikanischen Institution Dollar-Transaktionen ausführen kann.

## **4. Die Bedeutung von US-Ratingagenturen für den Schweizer Finanzsektor**

### **4.1 Einleitung**

Der internationale Markt der Ratingagenturen wird in hohem Masse von drei Agenturen – zwei US-amerikanischen und einer amerikanisch-britischen - dominiert. Das Postulat verlangt, dass geprüft werden soll, ob diese US-amerikanische Dominanz für den Schweizer Finanzsektor hinsichtlich des Zugangs zu den Kapitalmärkten oder die prudenzielle Aufsicht problematisch ist. Das Postulat nennt mögliche Massnahmen, um dieser Abhängigkeit entgegenzuwirken, zum Beispiel mit der Schaffung einer öffentlichen Ratingagentur.

Eine Ratingagentur ist ein Institut, das Bonitätsurteile (Ratings) erteilt, welche die Rückzahlungsfähigkeit eines Schuldners (hauptsächlich staatliche Einrichtungen und private Unternehmen) und die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls (Default) bewerten. Ratings gelten in der Regel als Meinungen. Die drei grossen Ratingagenturen, Standard & Poor's Ratings Services (S&P; USA), Moody's Investors Service (Moody's; USA) und Fitch Ratings (USA/GB) dominieren den Sektor weltweit. Die chinesische Agentur Dagong Global Credit Rating Corporation wurde 1994 gegründet.<sup>13</sup> Die Europäische Union hat vor kurzem die Schaffung einer europäischen Ratingagentur geprüft. Mit der globalen Wirtschaftskrise gerieten die Ratingagenturen wegen zu positiver Bewertungen von strukturierten Schuldenprodukten (Asset Backed Securities, Subprimemarkt) und Unternehmen (Lehman Brothers), zu negativer Ratings gewisser Staatsanleihen, potenzieller Interessenkonflikte sowie der Oligopolstruktur

---

<sup>13</sup> Sie bewertet vor allem chinesische Einrichtungen und nur sechs internationale Unternehmen. Somit kann sie kaum zur Diversifizierung des Ratings bei typischen Portfolios von Schweizer Versicherungen, Banken, Pensionskassen oder Fonds beitragen.

des Sektors in die Kritik. Viele G20-Staaten haben ein nationales Registrierungs- und Aufsichtssystem für Ratingagenturen errichtet; in der Schweiz ist dies insofern nicht der Fall, als keine internationale Ratingagentur Sitz in der Schweiz hat.

## 4.2 Ratingagenturlandschaft in der Schweiz

In Anbetracht der geringen Grösse des Schweizer Marktes hat keine ausländische Agentur einen Sitz in der Schweiz. Fitch Ratings und S&P beaufsichtigen das Schweizer Geschäft von Frankfurt aus, Moody's und DBRS von London aus. Insgesamt werden die meisten Schweizer Unternehmen und Gemeinwesen nicht von internationalen Ratingagenturen bewertet. Wenn sie es sind, wie zum Beispiel der Kanton Genf und seine Gemeinden, Nestlé und einige Banken (einschliesslich Kantonalbanken), so ist dies hauptsächlich auf ihren Wunsch nach Zutritt zu den internationalen Kapitalmärkten zurückzuführen. Alpiq, Givaudan und andere Flaggschiffe der Schweizer Industrie hingegen haben keine Ratings, da sie sich typischerweise aus dem Schweizer Kapitalmarkt finanzieren. Die geringe Abdeckung der Schweizer Industrie durch internationale Ratingagenturen liegt im Wesentlichen an der eher geringen Höhe und Frequenz der Emissionen, die den Beizug von Ratingagenturen nicht rechtfertigen. In den meisten europäischen Ländern ist die Lage ähnlich. Des Weiteren war die Nachfrage seitens der Banken, Versicherungen, Pensionskassen usw. nach den betreffenden Emissionen bislang sehr gross. Der Markt wird von der Nachfrage bestimmt.

## 4.3 Regulatorischer Rahmen

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) hat die drei grossen internationalen Agenturen Fitch Ratings, Moody's Investors Services und Standard & Poor's Ratings Services sowie DBRS (Kanada) und fedafin AG (Schweiz)<sup>14</sup> anerkannt.<sup>15</sup>

Die Anerkennung der Ratingagenturen durch die FINMA ist eine Anforderung des Basler Ausschusses für die Verwendung von banken- und versicherungsextern erstellten Ratings im Rahmen der Aufsichtsvorschriften durch die Beaufsichtigten der FINMA (Banken, Effekthändler, Versicherungsunternehmen). Damit sollen hauptsächlich für Banken und Versicherungsgesellschaften, die beide dem Basler Aufsichtsregime unterstellt sind, die Rahmenbedingungen bezüglich Kreditrisiken, das heisst die Berechtigung zur Verwendung von externen Ratings im Rahmen der Standardansätze für die Berechnung der erforderlichen Eigenmittel (Basel III und SST) bereitgestellt werden. Mit den neuen Liquiditätsvorschriften für Banken Basel III kommt externen Ratings eine nicht unbedeutende Rolle bei der Festlegung der erforderlichen Sicherheitsmargen zu. Der Basler Ausschuss erachtet Agenturen nicht nur in Bezug auf die Eigenmittel als konform, sondern auch in Bezug auf die Liquidität.; im Zusammenhang mit den Eigenmitteln gelten somit anerkannte Agenturen auch im Rahmen der Liquidität als anerkannt, unter der Voraussetzung, dass sie Instrumente und nicht nur Gegenparteien bewerten..

Die FINMA folgt den Empfehlungen nach dem Verhaltenskodex der Internationalen Organisation für Effektenhandels- und Börsenaufsichtsbehörden (IOSCO), der sich vor allem mit dem Good-Governance-Aspekt der Agenturen im Hinblick auf gut funktionierende Rahmenbedingungen des Marktes befasst. Als Mitglied der IOSCO und des Financial Stability Board verfolgt die Schweiz die internationalen Diskussionen zur Regulierung und Aufsicht der Ratingagenturen. Auch die Arbeiten des Basler Ausschusses zur Revision des Standardansatzes für das Kreditrisiko und die Verbriefung werden von der Schweiz aktiv verfolgt.

---

<sup>14</sup> Fedafin – Federalism and Finance AG ist eine in St. Gallen ansässige Ratingagentur, die Gemeinwesen, Kantone, öffentliche Unternehmen sowie Unternehmen bewertet, deren Anleihen an der Schweizer Börse gehandelt werden. Die FINMA hat fedafin nur bezüglich Ratings von «öffentlich-rechtlichen Körperschaften» in der Schweiz (Kantone, Städte und Gemeinden) anerkannt. Fedafin erstellt Gegenpartei- und keine Emittenten- oder Instrumentenratings.

<sup>15</sup> FINMA: Publikation der anerkannten Ratingagenturen.

Um anerkannt zu werden, muss eine Ratingagentur die Voraussetzungen Objektivität, Unabhängigkeit, Transparenz, Information der Öffentlichkeit, ausreichende Ressourcen und Glaubwürdigkeit erfüllen. Was die Unabhängigkeit anbelangt, so müssen die Ratingagentur und ihre Ratingverfahren unabhängig sein und dürfen keinerlei politischem und wirtschaftlichen Druck unterliegen, der das Rating beeinflussen könnte. Insbesondere müssen die Ratingagenturen sicherstellen, dass sie über keine wirtschaftlichen Beziehungen (namentlich durch finanzielle Beteiligungen und Darlehen) verfügen, die einen Interessenkonflikt darstellen.

Die FINMA übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit und Zuverlässigkeit der Ratings der von ihr anerkannten Ratingagenturen, auch wenn die Anerkennung durch die FINMA eine Einstufung der Agentur und der Ratings als durchschnittlich ausreichend Gewähr bietend für die Verwendung zu aufsichtsrechtlichen Zwecken nach den Vorgaben des Basler Ausschusses und hinsichtlich der Governance-Kriterien der IOSCO darstellt. Einer Ratingagentur kann die Anerkennung entzogen werden, sobald sie die Voraussetzungen in Bezug auf Rating oder Governance nicht mehr erfüllt.

Den Beaufsichtigten der FINMA wird dennoch nahegelegt, eine kritische Grundhaltung zu pflegen und ihre Abhängigkeit von Ratings auch der anerkannten Ratingagenturen zu limitieren. Ungeachtet der Verwendung der Ratings sei es Sache der Beaufsichtigten, ihre Risiken (Kredit-, Anlage-, Marktrisiken usw.) angemessen zu erfassen und eigenständig zu beurteilen, zu begrenzen und zu überwachen.

#### **4.4 Nichtregulatorischer Rahmen**

Zu beachten ist, dass die Beaufsichtigten der FINMA für Ratings ausserhalb der Verwendung zu aufsichtsrechtlichen Zwecken wie beispielsweise zur Information oder Unterstützung des Risikomanagements keine anerkannte Ratingagentur beiziehen müssen. Zudem müssen sich Agenturen, die sich in der Schweiz niederlassen wollen und deren Nutzer die Ratings nicht für aufsichtsrechtliche Zwecke verwenden, nicht bei der FINMA registrieren lassen. In diesem Sinne besteht in der Schweiz kein anderer Aufsichtsprozess über Ratingagenturen als im Rahmen der Verwendung der Ratings zu aufsichtsrechtlichen Zwecken.

#### **4.5 Fazit**

Die Abhängigkeit des Schweizer Finanzsektors von internationalen Ratingagenturen ist als mittel einzustufen und unterscheidet sich darin nicht von den anderen europäischen Industrieländern, wie die Überprüfungen des Basler Ausschusses zeigen. Somit ist zwischen regulatorischem und nichtregulatorischem Umfeld zu unterscheiden.

- Im regulatorischen Umfeld (Eigenmittel) ist die Abhängigkeit aufgrund des Kreditvergabebehaviorhaltens der Banken verhältnismässig gering. Schweizer Banken vergeben ihre Kredite überwiegend an den Schweizer Industriesektor und Private. Die Verwendung von Ratings internationaler Agenturen ist insofern minimal, als keine der von der FINMA anerkannten internationalen Ratingagenturen diese Art Gegenpartei auf breiter Basis bewertet.<sup>16</sup>
- Die Ratings grosser Agenturen sind im Anlageprozess der Banken und institutionellen Akteure (Versicherungen, Pensionskassen, Fonds) insofern von Bedeutung, als Schweizer Anleiheemissionen nicht ausreichen, um deren geballte Nachfrage zu decken.

---

<sup>16</sup> Eigenmittelverordnung (ERV; SR 952.03).

- Bezogen auf den Schweizer Finanzmarkt im eigentlichen Sinn ist die Abhängigkeit noch geringer, da nur ein kleiner Teil der Schweizer Anleihen durch amerikanische oder internationale Ratingagenturen bewertet wird. Dies liegt daran, dass sich mittelgrosse Schweizer Unternehmen (KMU) meist über die Bank oder kleine Anleiheemissionen direkt auf dem Schweizer Markt finanzieren können.
- Im Ausland ansässige Ratingagenturen müssen grundsätzlich die gleichen Anforderungen erfüllen wie in der Schweiz ansässige.
- Das von allen Ratingagenturen abgebildete ausgezeichnete Rating der Schweizerischen Eidgenossenschaft legt nahe, dass solides Verhalten einer staatlichen oder privaten Stelle auch als solches anerkannt wird.

Die Schweiz den Gedanken einer staatlichen finanziellen Unterstützung für Ratingagenturen oder die Bildung einer öffentlichen Ratingagentur generell ab. Unter politischem Einfluss stehende Ratingagenturen entsprechen insbesondere beim Rating von Staatsanleihen nicht den Anforderungen bezüglich Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit. Darüber hinaus würde die Schaffung einer öffentlichen Ratingagentur Fachwissen, Knowhow und wohl auch eine gewisse Marktgrösse voraussetzen. Zudem gälte es die rechtlichen Folgen eines von einer öffentlichen Stelle vergebenen Ratings zu bedenken. Positiv steht die Schweiz hingegen der Gründung neuer Ratingagenturen gegenüber; der Wettbewerb würde dadurch verstärkt und die Qualität der Ratings verbessert. Der Erfolg einer neuen Ratingagentur hängt im Wesentlichen von ihrer Akzeptanz bei den Wirtschaftsakteuren sowie von ihrer Objektivität, Unabhängigkeit, Transparenz, Glaubwürdigkeit und von ihren Ressourcen ab.

Schliesslich setzt sich die Schweiz in den internationalen Institutionen für den weiteren Abbau der Rolle von Ratingagenturen in den Aufsichtsvorschriften für Banken und Versicherungen ein (siehe oben). Die Mitgliedschaft im Financial Stability Board sowie in den standardsetzenden Gremien wie dem Basler Ausschuss bietet die Möglichkeit entsprechender Mitwirkung. Unter anderem beteiligt sich die FINMA im Basler Ausschuss für Bankenaufsicht aktiv an den Arbeiten der Arbeitsgruppe *Ratings and Securitization* und der *Task Force on the Standardized Approach*, die eine Reduktion der regulatorischen Abhängigkeit im Rahmen des Standardansatzes für Banken und des SST-Modells für Versicherungen beim Kreditrisiko anstrebt.

## **5. Einflussnahme auf multilateraler Ebene**

Zusätzlich zur Einflussnahme auf technischer Ebene im Rahmen des FSB und des Basler Ausschusses hat die Schweiz die Möglichkeit, ihre Interessen im Wirtschafts- und Finanzbereich im IWF geltend zu machen. Seit seiner Gründung 1945 ist der IWF dafür zuständig, die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik als ständige Einrichtung zu fördern und als Apparat zur Konsultation und Zusammenarbeit bei internationalen Währungsproblemen zur Verfügung zu stehen. Die Aufgabe, die Stabilität der Währungen zu fördern, geordnete Währungsbeziehungen unter den Mitgliedern aufrechtzuerhalten und Währungsabwertungen aus Wettbewerbsgründen zu vermeiden, ist ein Kernaspekt seines Mandats.

Diese Aufgaben nimmt der IWF insbesondere durch seine Überwachungstätigkeit wahr. Die laufende Überprüfung der globalen wirtschaftlichen Aussichten hat zum Ziel, zum Erhalt der Stabilität des Währungssystems und zur Krisenprävention beizutragen. Die wichtigsten globalen Analysen des IWF sind der halbjährlich erscheinende World Economic Outlook für die Weltwirtschaftsaussichten, der Global Financial Stability Report für die Finanzmarktaussichten und der Fiscal Monitor für die Einschätzung der Haushaltspolitiken der Länder. Durch ihre globale Ausrichtung ermöglichen diese Kernprodukte der multilateralen Überwachungstätigkeit eine ganzheitliche Betrachtung der Abhängigkeiten und Wechselwirkungen zwischen Ländern. Weitere Analysen, wie beispielsweise «Spillover»-Berichte, ermöglichen

eine genauere Betrachtung der Auswirkungen von wirtschaftspolitischen Entscheiden systemrelevanter Volkswirtschaften auf andere Länder und helfen, auf Risiken besser aufmerksam zu machen. Ergänzt wird die multilaterale Betrachtungsweise durch regelmässige Länderüberprüfungen aller Mitgliedsstaaten sowie durch Finanzsektorüberprüfungen, welche insbesondere für wichtige systemrelevante Finanzplätze durchgeführt werden.

Als Institution mit einer quasi-globalen Mitgliedschaft ermöglicht der IWF eine inklusive Kooperation in allen wichtigen internationalen Finanz- und Währungsfragen. Die Analysen des IWF-Stabs finden bis auf oberster ministerieller Ebene Beachtung und fördern den laufenden Austausch zwischen Ländern. Die Mitgliedsländer üben zudem eine wichtige Kontrollfunktion auf den IWF-Stab und die Geschäftsleitung aus. Die wichtigsten Aufsichtsgremien innerhalb des IWF sind – u.a. was Währungsfragen angeht - der internationale Finanz- und Währungsausschuss (IMFC) sowie der Exekutivrat des IWF, in dem die Schweiz vertreten ist. Durch ihren Einsitz in beiden Gremien kann die Schweiz ihre Ansichten in Finanz- und Währungsangelegenheiten auf internationaler Ebene wirksam einbringen. Indem sich die Schweiz aktiv an den IWF-internen Diskussionen beteiligt, trägt sie laufend zur Anpassung und Optimierung dieses währungspolitischen Instrumentariums bei. Ferner spielt die Schweiz bei der Verbesserung der Überwachungstätigkeiten des IWF eine wichtige Rolle.

## **6. Verminderung von Rechts- und Reputationsrisiken**

Eine Abhängigkeit vom US-Finanzsystem wird dann problematisch, wenn ein Institut den Zugang zu diesem verliert. Dies kann etwa eine Folge von Verstössen gegen lokale Rechtsnormen sein. Um dieses Risiko zu minimieren, stehen Schweizer Finanzunternehmen selbst in der Pflicht. Obschon das Schweizer Finanzmarkt- und Aufsichtsrecht keine direkte oder explizite Pflicht zur Einhaltung ausländischer Rechtsnormen statuiert, sind die Schweizer Finanzinstitute gehalten, ausländischen Vorschriften die nötige Beachtung zu schenken.

Die FINMA legt in ihrem Positionspapier vom 22. Oktober 2010 dar, dass im grenzüberschreitenden Geschäft tätige Finanzdienstleister sämtliche Risiken ihrer Geschäftstätigkeit, d.h. auch Rechts- und Reputationsrisiken, welche in der Auslandtätigkeit begründet sind, angemessen erfassen, begrenzen und überwachen müssen.<sup>17</sup> Dieses Risikomanagement ist Teil des Erfordernisses der Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit. So werden die Beaufichtigten von der FINMA angehalten, ihr grenzüberschreitendes Finanzdienstleistungsgeschäft einer eingehenden Rechts- und Umfeldanalyse zu unterziehen und diese bei Änderung der Rechtslage bzw. der Umstände gegebenenfalls anzupassen. Basierend darauf sind die entsprechenden Weisungen an die Mitarbeitenden bezüglich der länderspezifischen Verhaltensweisen zu erlassen und deren Durchsetzung sicherzustellen. Die Verantwortung dafür liegt bei den Finanzdienstleistern selbst, d.h. das länderspezifische Fachwissen muss entsprechend der jeweiligen Aktivitäten aufgebaut bzw. eingekauft werden. Das Schweizer Aufsichtsrecht gebietet dementsprechend indirekt im Rahmen der Pflicht zur Führung eines effektiven Risikomanagements die Beachtung sämtlicher relevanten Bestimmungen im Tätigkeitsfeld von Finanzinstituten. Dies bedeutet insbesondere, dass Kenntnisse der auf die Zielmärkte anwendbaren Rechtsvorschriften erworben sowie die rechtlichen Entwicklungen verfolgt werden müssen.

## **7. Schlussfolgerung**

Der Bundesrat ist der Ansicht, dass das Schweizer Finanzsystem im internationalen Vergleich eine geringere Verflechtung zur globalen Leitwährung Dollar aufweist als viele andere

---

<sup>17</sup> Die rechtlichen Grundlagen dazu finden sich in erster Linie in den Art. 3 Abs. 2 Bst. a und c BankG, Art. 3f BankG, Art. 9 Abs. 2 und 4 BankV, Art. 14a BankV, sowie im FINMA-RS 08/24 «Überwachung und interne Kontrolle Banken» und im FINMA-RS 08/21 «Operationelle Risiken Banken».

Länder. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass für die Schweiz mit ihrer hohen Außenhandelsverflechtung mit der Euro-Zone ein duales Währungsgefüge, bestehend aus dem Dollar und dem Euro, massgeblich ist. Dennoch sind die meisten Schweizer Finanzinstitute auf Transaktionen in und mit dem US-Finanzmarkt angewiesen. Jeder Finanzmarktakteur weltweit, und so auch jedes Schweizer Finanzinstitut, ist bei US-Finanzmarktgeschäften und Zahlungen in Dollar zwingend darauf angewiesen, das Clearing und Settlement direkt oder indirekt über Finanzmarktinfrastrukturen oder Geschäftsbanken in den USA abzuwickeln. Ein vollständiger Verzicht auf Dollar-Geschäfte oder Dollar-Zahlungen, und damit eine Abschottung vom US-Finanzmarkt, ist aufgrund der damit einhergehenden massiven wirtschaftlichen Behinderungen als nicht realistisch einzuschätzen. Es ist daher wichtig, dass die Schweiz – auch in Zusammenarbeit mit anderen Ländern, die sich in einer ähnlichen Situation befinden – in multilateralen Gremien (z.B. IMF, Financial Stability Board oder Basler Ausschuss) ihre Interessen an einer stabilen Währung, geordneten Währungsbeziehungen sowie am Zugang zu ausländischen Finanzmarktinfrastrukturen mit Nachdruck einbringt. Eine andere Möglichkeit, um allfällige negative Folgen aus der engen Verbundenheit mit dem amerikanischen Finanzsystem zu begrenzen, liegt in der Eigenverantwortung der Schweizer Finanzmarktteilnehmer selbst. Dazu gehört auch eine angemessene Diversifikation der Fremdwährungsenagements. In Bezug auf die Rechts- und Reputationsrisiken, welche mit einer Auslandaktivität verbunden sein können, sind die Finanzdienstleister zudem im Rahmen der Aufsicht dazu angehalten, die Gesetzesbestimmungen vor Ort zu beachten und allfällige Risiken zu beurteilen und zu begrenzen. So obliegt es den einzelnen Finanzinstituten, eine adäquate Risikoabschätzung zu den Problemen vorzunehmen, die eine vermehrte Geschäftstätigkeit im Ausland mit entsprechenden technischen und rechtlichen Verflechtungen mit sich bringen kann.

Der Bundesrat ist der Ansicht, dass sich die Schweiz in Bezug auf die Bedeutung des US-Dollars und des US-Zahlungs- und Abwicklungssystems angemessen positioniert hat und diesbezüglich kein weiterer Handlungsbedarf besteht.

## **Glossar**

### **Ankerrolle**

Darunter versteht man, dass neben des Emittenten einer Währung auch andere Länder diesem Wahrungsblock zugeordnet werden können, da diese ihre nationale Währung anbinden oder die Währung sogar als gesetzliches Zahlungsmittel verwenden.

### **Anlagewährung**

Anlagewährung ist die Währung in welcher ein Anleger Geld unterhält.

### **Bankenunion**

Die Europäische Bankenunion bezeichnet die im Mai 2014 beschlossene Übertragung von nationalen Kompetenzen auf zentrale Institutionen, bzw. die Schaffung von einheitlichen, gemeinsamen Richtlinien und Regelungen im Bereich der Finanzmarktaufsicht und der Sanierung oder Abwicklung von Kreditinstituten innerhalb der Europäischen Union, bzw. der Eurozone.

### **Bretton-Woods-System**

In Bretton Woods, einem kleinen Ort im amerikanischen Bundesstaat New Hampshire, trafen sich im Sommer 1944 Vertreter aus 45 Nationen zur United Nations Monetary and Financial Conference. Die Bretton-Woods-Konferenz führte 1945 zur Gründung des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank. Die Schweiz ist seit 1992 Mitglied der Bretton-Woods-Institutionen.

### **Clearing**

Clearing bezeichnet den Prozess, der die Übermittlung, Abstimmung, Bestätigung und unter Umständen die Aufrechnung (Netting) gegenseitiger Verpflichtungen sowie die Ermittlung der Schlusspositionen vor der Abwicklung einer Zahlung oder Effektentransaktion umfasst.

### **Continuous Linked Settlement (CLS)**

CLS ist ein Zahlungssystem für die Abwicklung von Devisengeschäften.

### **Custodian**

Als Custodians werden Banken bezeichnet, welche für andere Banken und Finanzintermediäre Dienstleistungen im Bereich der Verwahrung und Abwicklung von Effekten erbringen

### **Devisen**

Devisen umfassen Geldforderungen, die auf fremde Währungen lauten und im Ausland zahlbar sind. Beispiele hierfür sind Sicht- und Terminguthaben sowie Checks, die auf ausländische Währungen lauten.

### **Devisenreserven**

Als Devisenreserven werden die Anlagen einer Zentralbank in Fremdwährungen in Form von ausländischen Anleihen, Aktien und Guthaben bei anderen Zentralbanken bezeichnet.



## **Devisenmarktinterventionen**

Eine Devisenmarktintervention bedeutet, dass eine Zentralbank ihre Heimwährung auf Kassa oder Termin gegen eine oder mehrere ausländische Währungen kauft oder verkauft, mit dem Ziel, die eigene Währung zu stärken bzw. zu schwächen.

## **European Stability Mechanism (ESM)**

Der ESM ist eine EU-Finanzierungsinstitution mit Sitz in Luxemburg. Er trat am 27. September 2012 in Kraft. Der ESM ist Teil des Euro-Rettungsschirms und löst die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) ab.

## **Fakturierungswährung**

Währung, in der ein Exporteur die Rechnung über von ihm gelieferte Exportgüter ausstellt bzw. ein Importeur von ihm erworbene Güter bezahlen muss.

## **Financial Stability Board (FSB)**

Das FSB ist das zentrale internationale Gremium im Bereich der Finanzmarktstabilität. Im Januar 2013 hat sich das FSB zu einem Verein nach Schweizer Recht mit Sitz in Basel bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich konstituiert. Zu den Hauptaufgaben des FSB gehört die Koordination internationaler Arbeiten im Bereich der Finanzstabilität und Finanzmarktregulierung. Ihm gehören neben den G20-Staaten auch Hongkong, Singapur, die Niederlande, Spanien und die Schweiz an. Im FSB sind zudem die wichtigsten internationalen Organisationen und Standardsetter vertreten.

## **Internationaler Währungsfonds (IWF)**

Der IWF und die Weltbank bilden die Bretton-Woods-Institutionen. Der IWF wurde 1945 mit dem Ziel gegründet, die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik zu fördern und ein ausgewogenes Wachstum des Welthandels zu erleichtern. Heute gehören dem IWF praktisch alle Staaten der Welt an. Die wichtigste Aufgabe des IWF ist die wirtschaftspolitische Überwachung seiner Mitgliedsländer im Rahmen der Artikel IV-Konsultation. Der IWF gewährt zudem Kredite an Länder mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten (Zahlungsbilanz). Arme Länder unterstützt der IWF im Rahmen des Treuhandfonds für Armutsbekämpfung und Wachstum (Poverty Reduction and Growth Trust, PRGT). In aussergewöhnlichen Krisensituationen stehen dem IWF neben der Finanzierung über Quoten die Allgemeinen Kreditvereinbarungen (AKV) und die Neuen Kreditvereinbarungen (NKV) zur Verfügung. Der IWF leistet ferner technische Hilfe. Die Schweiz ist seit 1992 Mitglied des IWF und leitet eine Stimmrechtsgruppe.

## **Leitwährung**

Die Leitwährung stellt jene Währung innerhalb eines internationalen Währungssystems dar, die als internationales Zahlungsmittel und Reservemittel sowie als internationale Anlagewährung verwandt wird.

## **Mindestkurs**

Der Mindestkurs war eine von der SNB festgelegte Untergrenze für den Wechselkurs, die am Devisenmarkt nicht unterschritten werden durfte. Vom 6. September 2011 bis 15. Januar 2015 galt ein Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro. Das bedeutete, dass die SNB den Wechselkurs nicht unter 1.20 Franken pro Euro fallen liess. Die SNB setzte den Mindestkurs mit aller Konsequenz durch und war bereit, dafür unbeschränkt Devisen zu kaufen (Devisenmarktintervention). Ziel des Mindestkurses war, eine mit einer massiven Überbewertung des

Frankens verbundene Bedrohung der Wirtschaft sowie die damit verbundene Gefahr einer deflationären Entwicklung einzudämmen (Deflation) und damit angemessene monetäre Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft zu sichern. Am 15. Januar 2015 hob die SNB den Mindestkurs angesichts der internationalen Entwicklungen auf.

### **Netting**

Das Netting ist die vereinbarte Aufrechnung von gegenseitigen Positionen oder Verpflichtungen von Gegenparteien oder Systemteilnehmern. Es verringert eine grosse Zahl von Einzelpositionen oder -verpflichtungen auf eine kleinere Zahl von Positionen oder Verpflichtungen.

### **Over the Counter-Handel (OTC-Handel)**

Als OTC- oder ausserbörslicher Handel werden Wertschriftentransaktionen bezeichnet, die nicht über die Börse abgeschlossen werden. Auch viele Derivate werden ausserbörslich an sogenannten OTC-Derivatmärkten gehandelt. Aufgrund ihrer starken internationalen Vernetzung sowie der grossen Handelsvolumen und Ausfallrisiken können OTC-Derivatmärkte die Stabilität des Finanzsystems gefährden. Die G20 und das Financial Stability Board (FSB) haben daher Empfehlungen zur Erhöhung der Transparenz, der Integrität und der Stabilität des OTC-Derivatmarkts verabschiedet. Insbesondere sollten standardisierte OTC-Derivate über zentrale Gegenparteien abgerechnet werden.

### **Reservewährung (-haltung)**

Als Reservewährung bezeichnet man in der Regel eine von den Zentralbanken für Währungsreserven genutzte Währung.

### **Settlement**

In einem Finanzgeschäft bedeutet Settlement die Erfüllung einer Zahlungs- oder Lieferverpflichtung, d.h. die Überweisung der Zahlung oder die Übertragung der Effekten von der Senderbank an die Empfängerbank.

### **Single Resolution Mechanism (SRM)**

Der SRM ist ein Teil der Bankenunion. Das Ziel ist die geordnete Abwicklung von Banken in Schwierigkeiten unter geringstmöglicher Belastung der Steuerzahler und der Realwirtschaft.

### **Transaktionswährung**

Als Transaktionswährung bezeichnet man eine Währung, die für internationale Güter- und Kapitalgeschäfte in erheblichem Umfang verwendet wird.

### **Zentrale Gegenpartei (CCP)**

Eine CCP ist eine Institution, die sich auf einem Markt zwischen Käufer und Verkäufer stellt. Sie tritt somit gegenüber jedem Käufer als Verkäufer bzw. gegenüber jedem Verkäufer als Käufer auf. Die zentrale Gegenpartei ist verantwortlich für das Management der Verträge sowie deren Erfüllung. Sie übernimmt insbesondere das Gegenparteiisiko, d.h. das Risiko, dass eine Partei ihren Verpflichtungen aus dem Vertrag nicht nachkommen kann. Fällt eine Partei aus, muss die zentrale Gegenpartei über ausreichend finanzielle Ressourcen und Liquidität verfügen, um allfällige Verluste decken und ihre Zahlungs- bzw. Lieferverpflichtung rechtzeitig erfüllen zu können.

## Quellenangaben

Avenir Suisse: Diskussionspapier, Zentralbanker als Zauberlehrlinge, Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, 2013.

Bank of International Settlement (BIZ): Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange turnover in April 2013: Preliminary global Results, Monetary and Economic Department, 2013.

Bank of International Settlement (BIZ): International debt securities for Q3 2014.

Bank of International Settlement (BIZ): Committee on Payments and Market Infrastructures, Red Book Volume 2, 2012.

Bank of International Settlement (BIZ): Committee on Payments and Market Infrastructures, Red Book Volume 1, 2011.

Bank of International Settlements (BIZ): Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI Progress in reducing foreign exchange settlement risk, 2008.

Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten und Derivatehandel – Entwurf, 2014.

Chatham House: Briefing Paper, The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hong Kong, September 2012.

[http://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/public/Research/International%20Economics/0912bp\\_subacchi\\_huang.pdf](http://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/public/Research/International%20Economics/0912bp_subacchi_huang.pdf)

CNBC: Yuan trade settlement to grow by 50% in 2014: Deutsche Bank, December 2013.  
<http://www.cnbc.com/id/101263663>

Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Juli 2012, Der Euro als Ankerwährung und als Kern eines Währungsblockes, 2012.

Eichengreen, Barry: Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar, Oxford University Press Trade, 2011.

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA): circulaire 2012/, Agences de notation, 2014.

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA): Positionspapier der FINMA zu den Rechts- und Reputationsrisiken im grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungsgeschäft, 2010.

Eurasisches Magazin: Chinas währungspolitische Offensive, Dezember 2009.  
<http://www.eurasischesmagazin.de/artikel/Chinas-waehrungspolitische-Offensive/20100110>

Goldberg, Linda S.: Is the International Role of the Dollar Changing?, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Volume 16 Number 1, 2010.

Goldberg, Linda, Tille, Cédric: Macroeconomic interdependence and the international role of the dollar, Journal of Monetary Economics, Volume 56, Issue 7, 2009.

International Monetary Fund (IMF): Factsheet, IMF's Response to the Global Economic Crisis, 2014.

- International Monetary Fund (IMF): Currency Composition of official foreign exchange reserves, 2. Quartal 2014
- International Organization of Securities Commissions (OICV-IOSCO): Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, 2008.
- KFW-Research: Die Diskussion um den US-Dollar als internationalen Leit- und Reservewährung, 2001.
- Krugman, Paul R.: Currencies and Crises, The MIT Press Cambridge, 1997.
- Loader David: Clearing, Settlement and Custody, Butterworth-Heinemann, 2014.
- McCauley Robert, Chan Tracy: Wechselkursentwicklung bestimmt die Währungszusammensetzung staatlicher Reserven, BIZ-Quartalsbericht Dezember, 2014.
- Prasad, Eswar S.: The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance, Princeton, University Press, 2014.
- Schweizerische Nationalbank (SNB): Umsätze im Devisen- und Derivatgeschäft, Triennial Survey der BIZ: Ergebnisse für die Schweiz, 2013.
- Schweizerische Nationalbank (SNB): Statistisches Monatsheft, Januar 2015.
- Schweizerische Nationalbank (SNB): Statistisches Monatsheft, November 2014.
- Staatssekretariat für Wirtschaft (SECO) Direktion Wirtschaftspolitik: Konjunkturtendenzen, Dollar-Schwäche – Erklärungsansätze und Effekte auf die Schweizer Konjunktur, 2004.
- Standard and Poor's Rating Services: RatingDirect – Euroclear Bank S.A., 2014.
- SWIFT: Product Services RMD, January 2015  
[http://www.swift.com/assets/swift\\_com/documents/products\\_services/RMB\\_January\\_2015\\_SDC\\_final.pdf](http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_January_2015_SDC_final.pdf)
- Verordnung zum Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank, 2004.  
<http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20040259/index.htm>
- World Trade Organization (WTO): Economic Research and Statistics Division, Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture? 2012.