

Embargo: Donnerstag, 2. Juli 2009, 08:30

**10 Jahre Franken-Repomarkt –
eine Erfolgsgeschichte**

Thomas J. Jordan*
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Repo-Tagung der Schweizerischen Nationalbank
Hotel Schweizerhof Luzern
2. Juli 2009

* Der Referent dankt Dr. Caesar Lack, Dr. Marlene Amstad und Karl Hug für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

Der Franken-Repomarkt feiert dieses Jahr sein zehnjähriges Bestehen – im Juni 1999 wurden erstmals Repo-Geschäfte über die Swiss Value Chain abgewickelt.¹ Die Entwicklung des Franken-Repomarkts ist eine Erfolgsgeschichte. Von den Banken anfänglich mit Skepsis aufgenommen und aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank (SNB) nur als Ergänzung zum damaligen Instrumentarium gedacht, haben sich der Repomarkt innert weniger Jahre zum zentralen Umschlagplatz für gesicherte Frankenliquidität und das Repogeschäft zum Hauptinstrument der Geldpolitik der SNB entwickelt. An dieser Stelle wird auf die Entstehung und Entwicklung des Franken-Repomarkts sowie auf dessen Feuertaufe in der Finanzmarktkrise zurückgeblückt, und es wird auf mögliche Weiterentwicklungen eingegangen, die nicht zuletzt auf den Lehren aus der Finanzkrise beruhen.

Das Interbankengeschäft in der Schweiz fand vor der Schaffung des Repomarktes überwiegend auf ungesicherter Basis statt. Das Hauptinstrument der Geldpolitik der SNB war der Devisenswap. Ergänzende Instrumente waren die Weiterplatzierung von Bundesgeldern, Swaps mit Geldmarktbuchforderungen und das Lombardgeschäft. Diese Instrumente wiesen verschiedene Nachteile auf. Zudem erschwerte das breite Spektrum an Instrumenten die Anwendung geordneter Verfahren und die Gleichbehandlung der Geschäftspartner. Devisenswaps konnten zum Beispiel nur mit den grossen Banken abgeschlossen werden, da nur sie über ausreichende Devisenbestände verfügten. Die Feinverteilung der Liquidität im schweizerischen Finanzsystem musste somit von wenigen privaten Banken vorgenommen werden. Dabei führte mangelnder Wettbewerb und ungenügende Effizienz mitunter zu unerwünschten Zins- und Liquiditätsschwankungen am Franken-Geldmarkt. Devisenswaps wurden telefonisch abgeschlossen, und die Fremdwährungsabwicklung erfolgte im Ausland. Neben den Markt- und Kreditrisiken beinhalteten Devisenswaps somit auch beträchtliche operationelle Risiken.

Mitte der 1990er Jahre kam die SNB zum Schluss, dass ein Repomarkt in der Schweiz wesentliche Vorteile bringen würde. Damals hatte sich das Repogeschäft bereits in vielen Ländern als geldpolitisches Hauptinstrument erfolgreich durchgesetzt. In der Schweiz hingegen verhinderten regulatorische Hürden lange Zeit die Entstehung eines Repomarktes. Diese Hürden mussten zuerst genommen werden. Eine zentrale Hürde war die Stempel-

¹ Der Repohandel hatte schon im April 1998 begonnen, allerdings noch auf Basis des Telefonhandels.

pflicht. Auf Anregung der SNB und der Geschäftsbanken nahm die Eidgenössische Steuerverwaltung 1997 eine Neuinterpretation des Bundesgesetzes über die Stempelabgabe vor, wodurch das Repogeschäft von der Stempelsteuer befreit wurde. Im selben Jahr wurde auch das Nationalbankgesetz angepasst, und Repogeschäfte wurden als Instrument zugelassen. Die Tatsache, dass es sich bei Repogeschäften um gesicherte Anlagen handelt, veranlasste zudem die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) dazu, bei Repo-Geschäften in Bezug auf die Eigenmittel- und Liquiditätsbestimmungen im Vergleich zu ungesicherten Geldmarktgeschäften günstige Rahmenbedingungen zu setzen.

Mit der Einführung des Franken-Repomarktes verfolgte die SNB mehrere Ziele. Sie versprach sich davon als erstes Vorteile für die Geldpolitik. Die Implementierung der Geldpolitik über das Repogeschäft sollte insbesondere eine Verringerung der Kredit-, Markt- und operativen Risiken, eine höhere Effizienz des Geldmarktes und eine höhere Transparenz bei der Geldpolitik bewirken.² Zweitens spielten Überlegungen im Zusammenhang mit der Finanzmarktstabilität eine Rolle. Ein liquider gesicherter Geldmarkt ist ein Grundpfeiler der Finanzmarktstabilität, da er für die Refinanzierung der Banken in Krisenzeiten unabdingbar ist. Die Ereignisse der vergangenen zwei Jahre haben aufgezeigt, wie wichtig dieser Aspekt ist. Der ungedeckte Geldmarkt ist in der Finanzmarktkrise praktisch versiegt oder wurde prohibitiv teuer, und die Geschäftsbanken mussten sich über andere Wege, nicht zuletzt über den gedeckten Geldmarkt, refinanzieren. Und drittens wollte die SNB mit der Einführung des Repomarktes auch eine effiziente und flexible Plattform für Handel und Abwicklung von Geldmarktgeschäften schaffen.

Das im internationalen Vergleich relativ späte Entstehen eines Repomarktes in der Schweiz hatte auch Vorteile. Es konnte ein zeitgemässes System eingeführt werden, ohne dass auf Bestehendes Rücksicht genommen werden musste. Das Ergebnis war denn auch ein System, das immer noch als weltweit führend gilt. Erfolgsfaktoren waren die Prinzipien *Standardisierung*, *Automatisierung*, *Integration* und *Offenheit*, auf denen der Franken-Repomarkt basiert. Die Transaktionen sind bezüglich Collateral-Korb, Kontrakttyp und andern Spezifikationen standardisiert, werden automatisiert auf der elektronischen Handelsplattform Eurex Repo abgeschlossen und danach voll integriert über das Wertschriftenabwicklungssystem

² Die Fixierung des Reposatzes ist transparenter als ein impliziter Zinssatz bei Devisenswaps, der aus dem Wechselkurs und der Zinsdifferenz hergeleitet werden muss.

SECOM der SIX SIS und das Echtzeit-Zahlungssystem SIC der SIX SIC abgewickelt. Diese einzigartige Integration von Handel und Abwicklung wird als Swiss Value Chain bezeichnet. Der Franken-Repomarkt steht Teilnehmern im Ausland offen und erlaubt Collateral in fremden Währungen. Es wurde zudem auch grossen Wert auf eine umfassende Risikoreduktion gelegt: Die Abwicklung der Geschäfte beruht auf dem Prinzip "Lieferung gegen Bezahlung", d.h. die Wertschriften und das Geld werden zeitgleich endgültig übertragen. Ausserdem wird das Risikomanagement des Repo-Geschäftes, d.h. der Wertausgleich, während dessen Laufzeit automatisch durchgeführt: Zweimal täglich werden Ausgleichslieferungen vorgenommen. Da dem Geldgeber das Collateral während der Laufzeit des Repos zur freien Verfügung steht, bleibt seine Liquidität erhalten. Im internationalen Vergleich unüblich ist zudem, dass der Interbanken-Repomarkt und die Repogeschäfte zur Implementierung der Geldpolitik dieselbe Plattform benutzen und denselben Collateralanforderungen unterliegen, die von der SNB definiert werden. Dies bedingt eine enge Zusammenarbeit zwischen der SNB und dem Privatsektor (Banken, Eurex, SIX SIS, SIX SIC) bei Aufbau, Betrieb und Weiterentwicklung des Systems.

Die Schaffung des neuen Marktes ging sehr zügig vonstatten. 1996 beschloss die SNB, das Repo-Geschäft als ordentliches Instrument einzuführen. 1997 wurde die Entwicklung des Reposystems in Angriff genommen. Erste Repo-Transaktionen fanden 1998 statt. Seit 1999 stellt die SNB ihre Basis- und Feinsteuerungsliquidität weitgehend über Repo-Auktionen und Repo-Einzelgeschäfte zur Verfügung. Im gleichen Jahr wurde die Innertagsfazilität zur Erleichterung des Zahlungsverkehrs eingeführt. Die zunächst nur als Ergänzung zum bestehenden Instrumentarium vorgesehenen Repos ersetzten schon sehr rasch alle bisherigen ordentlichen geldpolitischen Instrumente (Abbildung 1). Im Jahr 2005 wurde schliesslich das Lombard-Geschäft aufgehoben und durch die Engpassfinanzierungsfazilität ersetzt. Bei beiden Fazilitäten erfolgt der Bezug von Liquidität über den Abschluss von Repo-Geschäften.

In den ersten Jahren seines Bestehens war der Franken-Repomarkt vor allem durch die von der SNB getätigten Umsätze geprägt, die über die Jahre relativ konstant blieben. Die zwischen den Geschäftsbanken gehandelten Umsätze hingegen erlebten ein rasantes Wachstum. Sie stiegen von durchschnittlich 1 Mrd. Franken pro Tag im Jahre 1999 auf über 10 Mrd. Franken pro Tag im vergangenen Jahr (Abbildungen 2 und 3). Auch die Zahl der

Teilnehmer ist deutlich von ca. 30 anfangs 1999 auf aktuell rund 150 gestiegen, wobei das Wachstum zwei Schübe erlebte: Ein erster Schub erfolgte 1999 als Folge befürchteter Liquiditätsengpässe aufgrund des Jahr-2000-Problems. Ein zweiter Schub erfolgte in der jüngsten Finanzmarktkrise, die den Nutzen des gesicherten Geschäftes besonders augenfällig werden liess (Abbildung 4). Im internationalen Vergleich wohl einmalig ist die Internationalität des Franken-Repomarktes. Banken im Ausland machen einen bedeutenden Teil der Teilnehmer und des Umsatzes aus. In der Finanzmarktkrise stieg deren Bedeutung nochmals an (Abbildung 5).

Die Ziele, die sich die SNB bei der Einführung des Franken-Repomarktes vor 10 Jahren gesteckt hatte, konnten weitestgehend erreicht werden. Das Repo-Instrument hat aufgrund seiner Vorteile in normalen Zeiten innert kürzester Zeit sämtliche anderen Instrumente ersetzt. Das geldpolitische Konzept der SNB, das auf der Steuerung des 3M-Libors basiert und über Repo-Geschäfte implementiert wird, hat sich als sehr flexibel und nützlich erwiesen. Dank dem Repo-Geschäft konnte die SNB den 3M-Libor auch in der Krise gut steuern (Abbildung 6), auch wenn das Erreichen der gewünschten Zielgrösse aufgrund hoher Risikoprämien manchmal längere Zeit in Anspruch nahm. Die Erwartung, dass mit dem Repogeschäft ein Beitrag zur Systemstabilität geleistet werden könne, wurde ebenfalls erfüllt. Der Franken-Repomarkt hat auch in den letzten zwei schwierigen Jahren gut funktioniert und den Banken, die über genügend hochwertiges Collateral verfügten, eine problemlose Refinanzierung ermöglicht. Die Plattform konnte zudem verwendet werden, um weitere Instrumente wie die SNB Bills einzuführen. Diese dienen der Abschöpfung von Liquidität und erhöhen somit die Flexibilität der Geldpolitik. Den SNB Bills wird beim Übergang von der aktuellen Nullzinspolitik zu einer regulären Zinssteuerung eine wichtige Rolle zukommen.

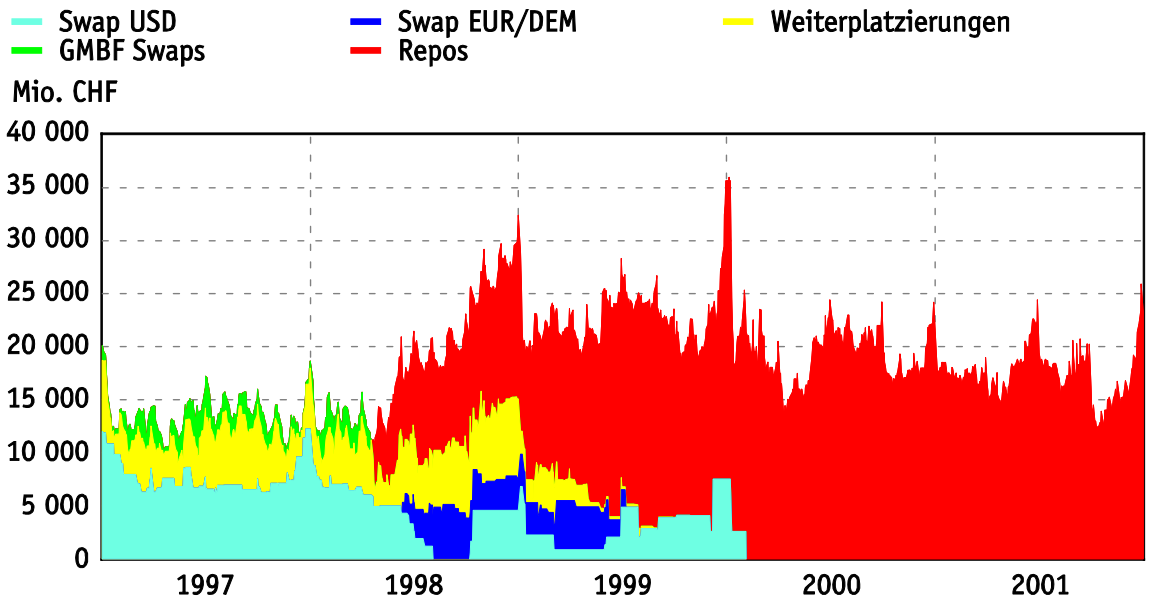
Die Krise hat aber auch einige Grenzen offengelegt. Trotz der Sicherung durch Wertschriften haben bestimmte Geldgeber Zweifel an der Qualität der Gegenpartei und/oder des Collaterals erkennen lassen. Und trotz der Offenheit und Internationalität der Plattform wurde es letzten Herbst notwendig, wieder auf das Instrument des Devisenswaps zurückzugreifen, um die Liquiditätsnachfrage von Banken im Ausland, die nicht an den Franken-Repomarkt angeschlossen waren oder nicht über genügend notenbankfähiges Collateral verfügten, zu

befriedigen (Abbildung 7). Die Liquidität des Franken-Repomarktes war zudem nicht jederzeit optimal.

Um den erkannten Grenzen zu begegnen, prüft die SNB mehrere Ideen. Dazu gehören die Einführung von Cash Collateral, was faktisch einem Devisenswap in Form eines Repogeschäftes gleichkommt, und die Ausweitung des Teilnehmerkreises, möglicherweise auch auf Nichtbanken. Ferner wird auch geprüft, ob die Einführung einer zentralen Gegenpartei das Vertrauen in das System erhöhen könnte. Ziel ist es letztlich, die Liquidität des Repomarktes zu steigern und somit dafür zu sorgen, dass die Erfolgsgeschichte Franken-Repomarkt in den kommenden 10 Jahren eine Fortsetzung finden wird.

Abbildung 1

Ausstehende Liquidität



30.06.2009 10:33:18

Abbildung 2

Durchschnittliche tägliche Umsätze

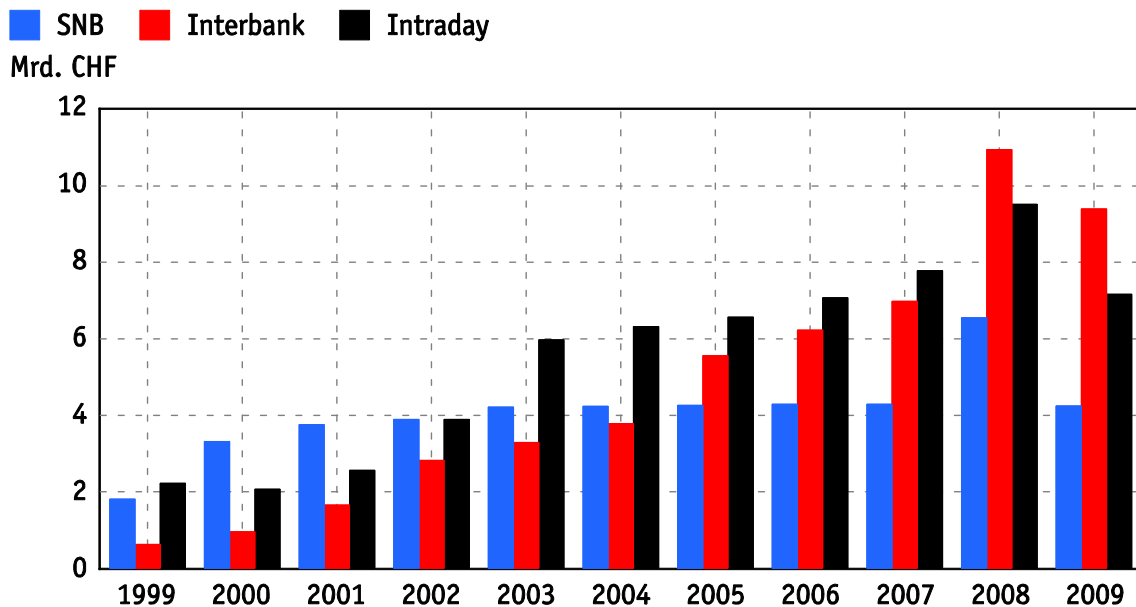
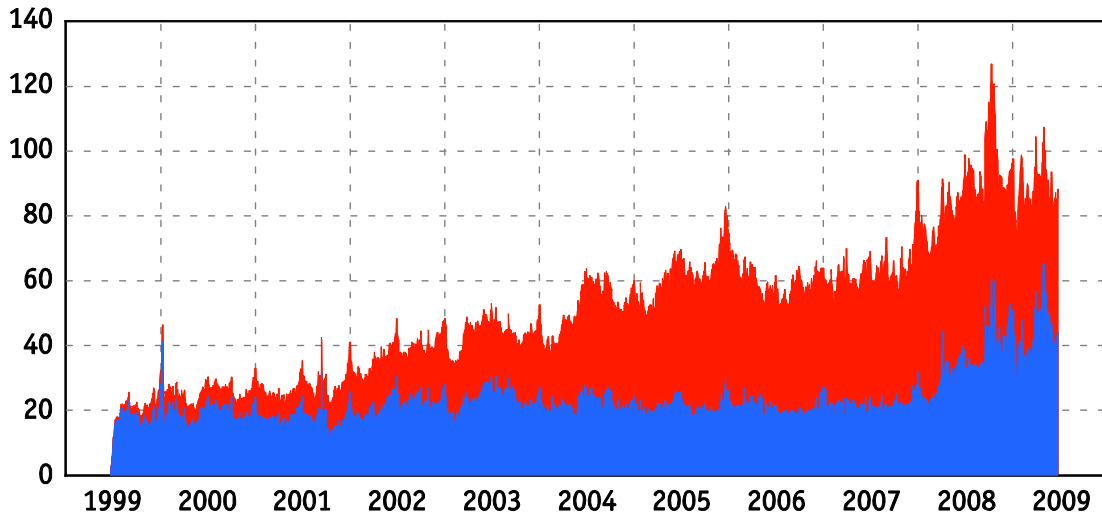


Abbildung 3

Ausstehende Volumen

— SNB — Interbankenmarkt

Mrd. CHF



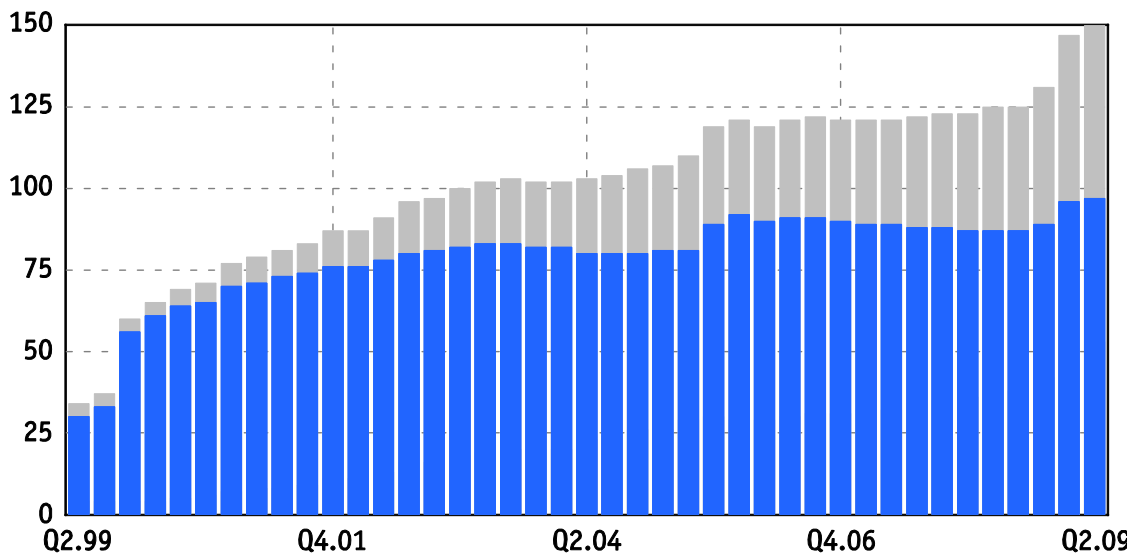
Quellen: SNB, Eurex Zürich AG

30.06.2009 10:23:00

Abbildung 4

Teilnehmer

■ angeschlossene Banken Inland ■ angeschlossene Banken Ausland



Quelle: Eurex Zürich AG

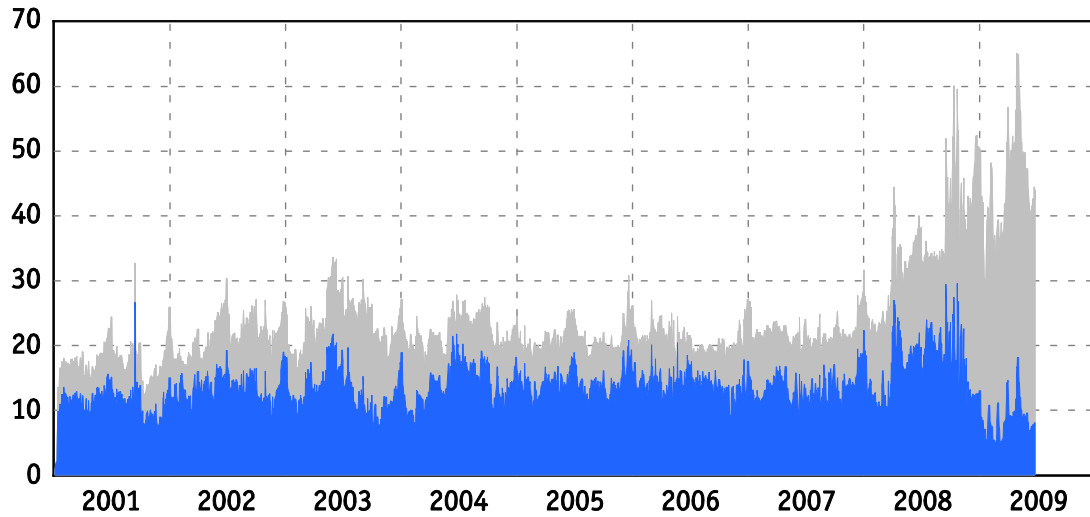
30.06.2009 10:26:42

Abbildung 5

Ausstehende Volumen SNB

— Inland — Ausland

Mrd. CHF



Quellen: SNB, Eurex Zürich AG

30.06.2009 10:28:21

Abbildung 6

CHF Libor & SNB 1W repo

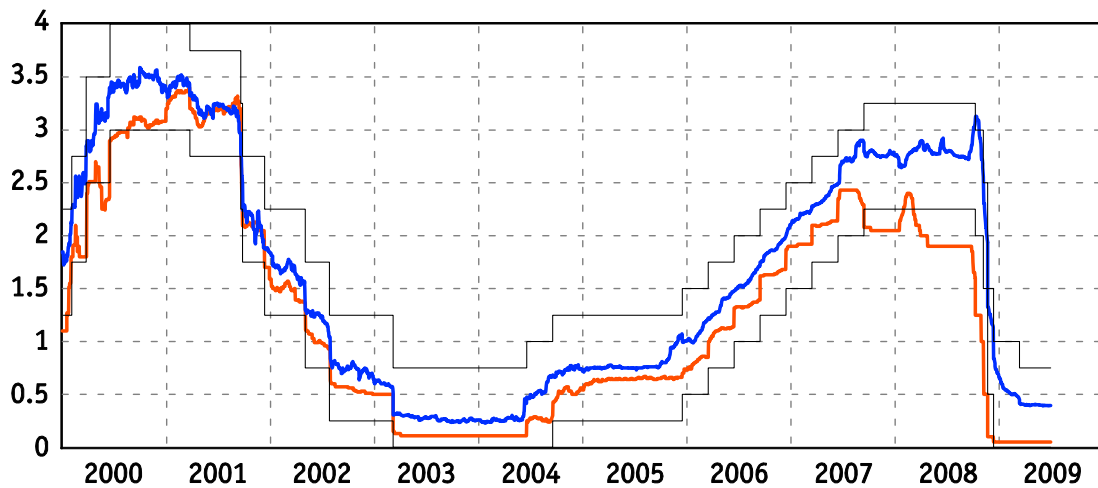
— SNB 1W repo

— Untergrenze Zielband

— CHF 3M Libor

— Obergrenze Zielband

%



Quellen: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

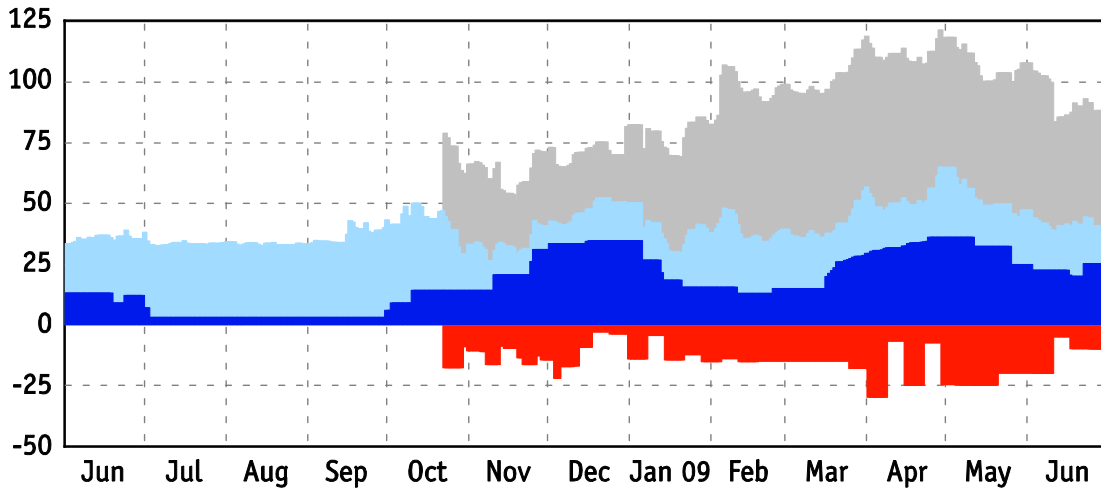
01.07.2009 10:02:05

Abbildung 7

Ausstehende geldpolitische Operationen der SNB



Mrd. CHF



Quelle: SNB

30.06.2009 10:30:33