

Embargo: 25. August 2009, 11.30 Uhr

SARON[®] – Innovation für die Finanzmärkte

Thomas J. Jordan
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank^{*}

Lancierungs-Event "Swiss Reference Rates",
Hotel Widder, Zürich

25. August 2009

^{*} Der Referent dankt Dr. Sébastien Kraenzlin und Sandra Strametz für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

© Schweizerische Nationalbank, Zürich/Bern 2009

Einleitung

Aussagekräftige und verlässliche Referenzzinssätze sind sowohl für die Geldpolitik als auch für die Finanzmärkte von grosser Bedeutung. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) setzt ihre geldpolitischen Entscheidungen seit Januar 2000 über die Steuerung des Zinsniveaus auf dem Franken Geldmarkt um. Dabei spielen sowohl der besicherte wie auch der unbesicherte Geldmarkt eine wichtige Rolle. Die SNB verwendet den Franken Dreimonats-Libor als geldpolitischen Referenzsatz und setzt für diesen ein Zielband fest. Die Höhe des Zielbandes ergibt sich aus dem geldpolitischen Handlungsbedarf, für dessen Ermittlung wiederum die Inflationsprognose als Hauptindikator herangezogen wird. Die SNB steuert den Dreimonats-Libor über den Abschluss von Repo-Geschäften mit ihren Gegenparteien. Für die Marktteilnehmer sind Referenzzinssätze für die faire Preissetzung von Krediten und Derivaten entscheidend.

Fehlen von Referenzzinssätzen für den besicherten Franken Geldmarkt

Der Franken Libor wird seit 1989 täglich durch die British Bankers' Association (BBA) aufgrund von Meldungen 12 international tätiger Banken festgelegt. Der Libor reflektiert die Verhältnisse auf dem unbesicherten Geldmarkt und enthält eine Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie. Die SNB wählte den Dreimonats-Libor als geldpolitischen Referenzzinssatz, weil er ökonomisch der bedeutendste Franken Geldmarktsatz ist und somit für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine wichtige Rolle spielt. Nachdem in der Finanzkrise vermehrt Zweifel am Libor geäussert wurden, untersuchte die SNB dessen Relevanz und Aussagekraft. Die Untersuchung zeigte, dass keine Evidenz für eine systematische Verzerrung des Franken Libors besteht und dass der Libor in der Schweiz weiterhin über eine sehr hohe ökonomische Relevanz verfügt. So ist der Dreimonats-Libor eine wichtige Referenzgrösse für die Preisgestaltung von Krediten (Abbildung 1). Auch bei der Preissetzung von Finanzkontrakten und Derivaten spielt der Libor eine überragende Rolle. Hingegen werden andere Referenzgrössen, wie beispielsweise die TOIS-Kurve, kaum herangezogen. Der Libor wird sogar dort verwendet, wo die Eigenschaften des unbesicherten Geldmarktgeschäftes, das eine Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie beinhaltet, keine oder nur eine untergeordnete Rolle für die Preisgestaltung spielen.

Die SNB kann nur im besicherten Geldmarkt operieren, da sie den Banken Geld ausschliesslich gegen ausreichende Sicherheiten ausleihen darf. Für die Umsetzung der Geldpolitik ist die SNB daher auf einen effizienten besicherten Geldmarkt angewiesen, dessen Impulse sich effizient auf die Zinskonditionen im unbesicherten Geldmarkt übertragen. Die SNB hat dazu vor 10 Jahren den Repo-Markt geschaffen und verwendet das Repo-Geschäft als wichtigstes Instrument zur Steuerung des Dreimonats-Libors. Dieses Instrument hat sich auch in der Finanzkrise gut bewährt. Für die SNB ist der Repo-Markt aber nicht nur für die Steuerung des Libors wichtig. Vielmehr betrachtet die SNB den Repo-Markt auch für die Sicherung der Systemstabilität als absolut zentral. Ein Grossteil des Interbankengeschäfts sollte aus Gründen der systemischen Sicherheit über den besicherten Geldmarkt laufen. Für die Liquiditätssicherung in Krisenzeiten ist ein funktionierender Repo-Markt für die Banken überlebenswichtig. Der Franken Repo-Markt hat in den vergangenen zwei turbulenten Jahren gut funktioniert und sich als wertvolle Refinanzierungsquelle für jene Banken erwiesen, die über genügend hochwertiges Collateral verfügten. Was für den

besicherten Franken Geldmarkt bzw. den Franken Repo-Markt bisher hingegen fehlte, ist ein System von Referenzsätzen.

Einführung der Swiss Reference Rates

Um der steigenden Bedeutung des Repo-Marktes sowie dem Marktbedürfnis nach Referenzsätzen auf besicherter Basis Rechnung zu tragen, wurden deshalb die Swiss Reference Rates gemeinsam von der SNB und der Schweizer Börse entwickelt. Welche Rolle sollen die Swiss Reference Rates einnehmen? Erstens erfolgt mit der Einführung der Referenzsätze eine weitere Förderung des Franken Repo-Marktes. Die Referenzsätze erlauben den Marktteilnehmern das Repo-Geschäft noch besser als kurzfristiges Refinanzierungs- und Anlageinstrument für ihr Liquiditätsmanagement zu nutzen. Die Marktteilnehmer haben mit den Swiss Reference Rates klare Benchmarks für Kosten und Nutzen ihres Liquiditätsmanagements. Dies steigert die Attraktivität des Franken Repo-Marktes weiter. Zweitens steht mit den Swiss Reference Rates künftig ein solider Benchmark für Finanzinstrumente zur Verfügung, deren Preissetzung nicht von einer variablen Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie abhängt. Drittens erhält die SNB mit den Swiss Reference Rates eine Art Cockpit, um die Verhältnisse am Franken Geldmarkt in Realzeit zu beobachten. Sie kann damit die Entwicklungen am Geldmarkt besser überwachen und folglich die Steuerung des Zinsniveaus zeitnah optimieren.

Die neuen Referenzsätze unterscheiden sich vom Libor in folgenden wichtigen Punkten: Erstens basieren die Swiss Reference Rates auf Daten des besicherten Geldmarktes, während der Libor die Verhältnisse am unbesicherten Geldmarkt reflektiert. Zweitens fließen in die Berechnung der Swiss Reference Rates abgeschlossene Repo-Transaktionen und handelbare Preise (Quotes) ein, die auf der Handelsplattform der Eurex Zürich AG gestellt werden. Dabei werden Transaktionen und Quotes von allen Repo-Teilnehmern berücksichtigt (zur Zeit rund 150 Banken). Der Libor hingegen wird anhand von unverbindlichen Preisindikationen der 12 Panelbanken fixiert. Während der Libor eine Kreditrisiko- und Liquiditätsprämie enthält, sind Gegenpartei- und Liquiditätsrisiken bei den Swiss Reference Rates vernachlässigbar. Die Swiss Reference Rates reagieren somit kaum auf Veränderungen des Vertrauens zwischen Banken.

Ein Blick über die Grenzen der Schweiz hinaus zeigt, dass die Swiss Reference Rates auch im internationalen Vergleich ein Novum darstellen. Dies nicht nur aufgrund des Berechnungsverfahrens, das neben abgeschlossenen Transaktionen ebenfalls Quotes berücksichtigt, sondern auch, weil über den Tagesgeldsatz hinaus das ganze Laufzeitenspektrum des besicherten Geldmarktes abgedeckt wird.

Ein Referenzsatz muss das Marktgeschehen repräsentativ abbilden, damit er am Markt auf Akzeptanz stösst und für viele Geschäfte verwendet wird. Vergleicht man das Geschäftsvolumen, das dem SARON zugrunde liegt, mit dem entsprechenden Volumen für den EONIA, so wird ersichtlich, dass der SARON auf einem sehr soliden Volumen abgestützt ist (Abbildung 2). Dieses hat in der ersten Hälfte der Krise sogar zugenommen und erreichte im Durchschnitt rund CHF 14 Mrd. Der Rückgang in der späteren Phase der Krise ist auf die massive Liquiditätsversorgung der SNB zurückzuführen, die einen Teil des Interbankengeschäfts überflüssig gemacht hat.

Bedeutung der Swiss Reference Rates für die Nationalbank

Mithilfe der Swiss Reference Rates kann die SNB die Entwicklungen am Geldmarkt besser überwachen und folglich die Steuerung des Zinsniveaus optimieren. Die SNB misst insbesondere dem Overnight-Satz der Swiss Reference Rates, dem so genannten SARON, die grösste Bedeutung bei, da bisher weder auf besicherter noch auf unbesicherter Basis ein Franken Overnight-Satz mit hoher Relevanz für die Finanzmärkte existierte. Ausgangswert für die Franken-Zinskurve soll daher künftig der SARON sein. Dieser reagiert am stärksten auf die Verhältnisse am Repo-Markt und dient als allgemeiner Indikator für Veränderungen der kurzfristigen Zinsen. Der SARON ersetzt den bisherigen Repo-Overnight-Index (SNB). Dieser wurde von der SNB als Berechnungsgrundlage für den Sondersatz der Engpassfinanzierungsfazilität (EFF) sowie für den Strafsatz bei Nichterfüllung der Mindestreserveverordnungen verwendet. Ab sofort übernimmt der SARON dessen Funktionen.

In vielen Ländern nehmen Overnight-Sätze eine Leitzinsfunktion für die Geldpolitik ein, entweder explizit wie z.B. die Fed Funds Rate für die amerikanische Zentralbank oder implizit wie z.B. der EONIA für die Europäische Zentralbank (EZB). Zwar soll auch der SARON eine hohe Bedeutung für die SNB und die Finanzmärkte erhalten. Seine Einführung ändert am geldpolitischen Konzept der SNB aber nichts. Die Verwendung des Dreimonats-Libors als geldpolitischer Referenzsatz und dessen indirekte Steuerung über Repo-Geschäfte hat sich über lange Jahre und auch im Verlauf der Krise sehr bewährt. Solange der Libor seine ökonomische Bedeutung beibehält, gibt es keinen Grund, den Referenzzinssatz zu ändern.

Bedeutung der Swiss Reference Rates für den Markt

Mit der Einführung der Swiss Reference Rates wird die Referenzsatzpalette für den Franken Geldmarkt vervollständigt, da diese eine wichtige Ergänzung zum Franken Libor und TOIS Fixing darstellen. Die Swiss Reference Rates können als Benchmark für besicherte Kredite sowie für verschiedenste Finanzmarktinstrumente eingesetzt werden. Im Bereich der derivativen Produkte bestehen Einsatzmöglichkeiten für Interest Rate Swaps (IRS) oder Overnight Indexed Swaps (OIS), Futures und Forwards. Weiter können die Swiss Reference Rates für klassische Geldmarktanlagen wie zum Beispiel für die Verzinsung von Geldmarktkonti oder für strukturierte Produkte und Exchange Traded Funds (ETFs) verwendet werden.

Konkret könnte zum Beispiel der SARON Swap entstehen. Ein solcher wäre vergleichbar mit dem gegenwärtigen TOIS, wobei anstatt dem TOIS Fixing das SARON Fixing als variabler Zinssatz verwendet würde. Eine Gegenüberstellung der Entwicklung des SARON und des TOIS Fixings im vergangenen Jahr zeigt, dass die Volatilität des SARON eindeutig geringer ausfiel (Abbildung 3). Die Volatilität des TOIS Fixings war insbesondere in der turbulentesten Phase der Krise nach dem Kollaps von Lehman Brothers im Durchschnitt um das Sechsfache höher. In ruhigen Zeiten weicht die Volatilität des TOIS Fixings lediglich am Monatsende aufgrund des Monatsultimos von jener des SARON ab. Im Oktober 2008 traten als Folge des Lehman Konkurses am unbesicherten Franken-Geldmarkt starke Spannungen auf, da zahlreiche ausländische Banken mit erschwerten Refinanzierungsbedingungen zu kämpfen hatten. Der Nachfrageüberschuss nach Franken-Liquidität bewirkte, dass die Liquiditätskomponente der Risikoprämie anstieg, was sich ebenfalls in einem markanten Anstieg des TOIS Fixings niederschlug. Die Verwerfungen am Geldmarkt zu jener Zeit beeinflussten den SARON hingegen nicht. Für den Swap-Verkäufer (fixed rate receiver) führten diese Verwerfungen bei

der Verwendung des TOIS zu hohen Verlusten. Je nach Motiv für den Abschluss eines Swap-Geschäftes (Absichern von Zinsrisiken, Spekulation auf Zinsänderungen oder die Ausnutzung von Arbitrage-Möglichkeiten) kann der SARON Vorteile gegenüber anderen Referenzsätzen bieten.

Fazit

Mit der Einführung der Swiss Reference Rates wird eine risikoneutrale Franken-Zinskurve für die Finanzmärkte geschaffen, die eine Ergänzung zum Franken Libor und TOIS Fixing darstellt und in der Schweiz berechnet wird. Die SNB misst insbesondere dem SARON eine hohe Bedeutung bei. Er wird für das geldpolitisch zentrale Repo-Geschäft eine wichtige Referenzgrösse sein. Die Swiss Reference Rates bieten aber für alle innovativen Marktteilnehmer neue Einsatzmöglichkeiten. Die SNB hat ein grosses Interesse daran, dass sich die Swiss Reference Rates im Markt etablieren. Sie hat sich daher bei der Entwicklung dieser Referenzsätze massgeblich engagiert und wird für diese Sätze auch in Zukunft die Funktion eines Paten wahrnehmen.

Abbildung 1

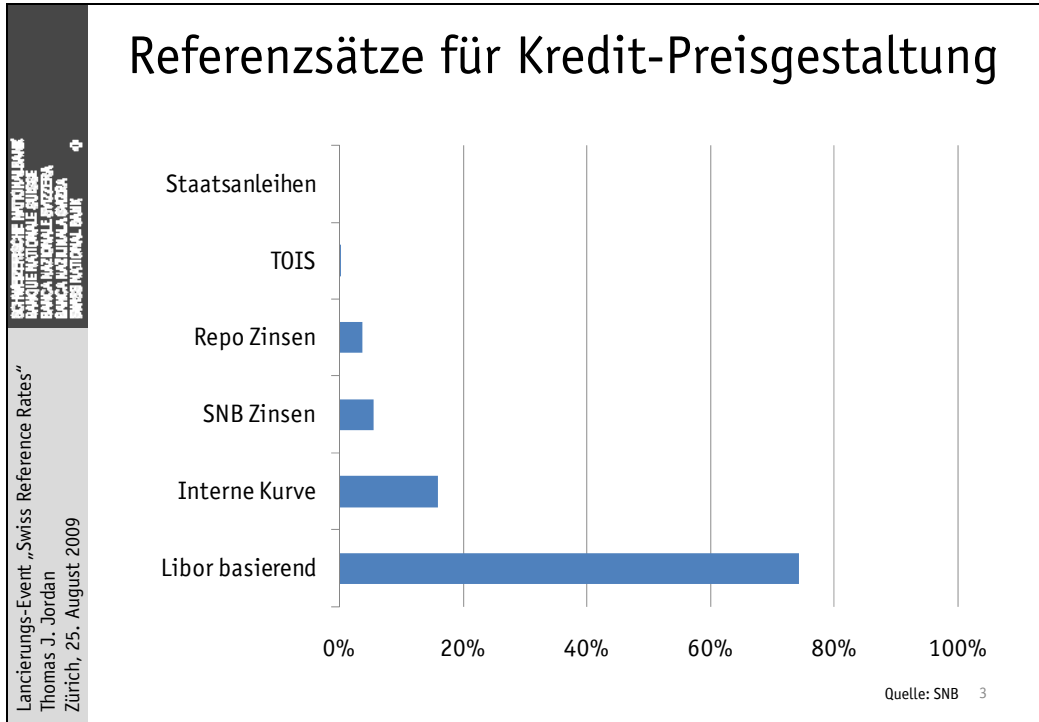


Abbildung 2

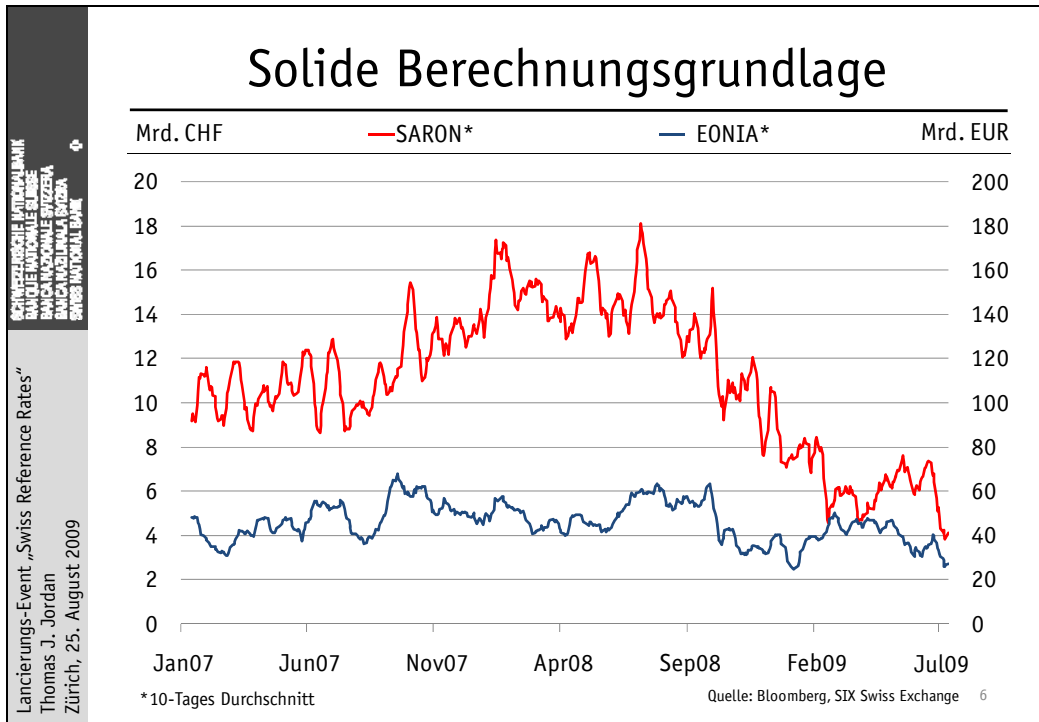
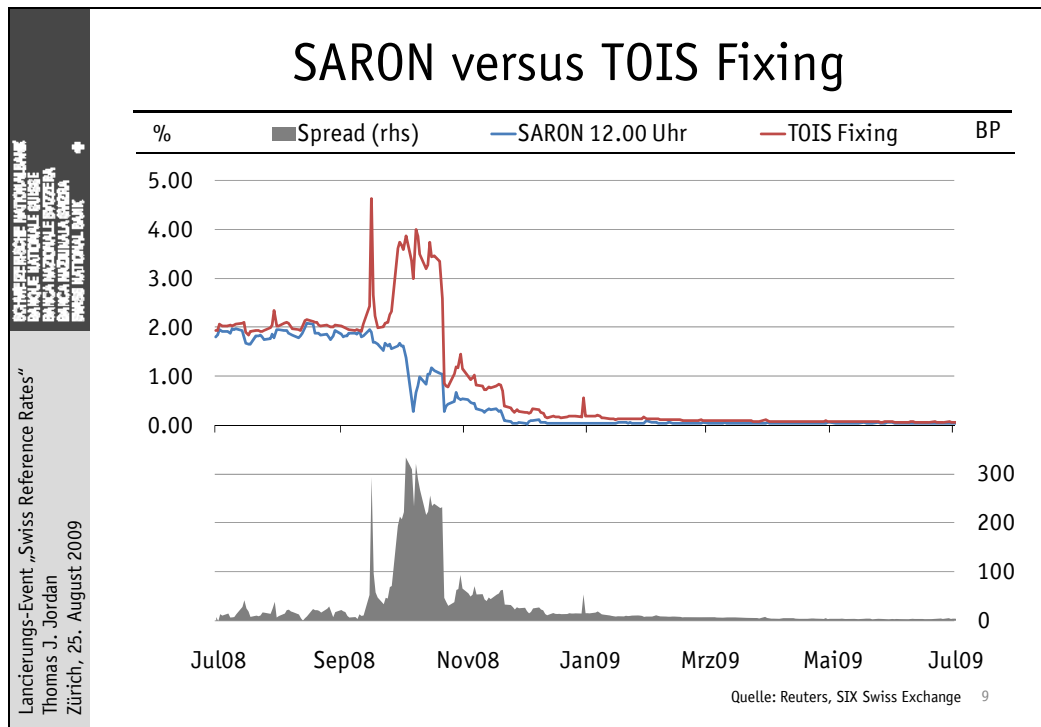


Abbildung 3



SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
 BANQUE NATIONALE SUISSE
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 BANCA NAZIONALE SVIZZERA
 BANK OTC NATIONAL BANK

Lancierungs-Event „Swiss Reference Rates“
 Thomas J. Jordan
 Zürich, 25. August 2009