



Bern, 11. Dezember 2014
Fritz Zurbrügg

Einleitende Bemerkungen von Fritz Zurbrügg

In meinen Bemerkungen werde ich zuerst auf die Entwicklung an den Finanzmärkten seit Mitte Jahr eingehen. Anschliessend werde ich auf die verschiedenen Reformbestrebungen bei Referenzsätzen für Zinsen und Devisenkurse zu sprechen kommen.

Entwicklung an den Finanzmärkten

An den Finanzmärkten ist die Volatilität nach einer längeren Ruhephase seit Mitte Jahr leicht angestiegen. Zudem ging der Risikoappetit der Anleger zeitweilig zurück, und die Risikomärkte gerieten vorübergehend ins Stocken. So waren an den Aktienmärkten in den letzten Monaten zwei Verkaufswellen zu beobachten (siehe Abbildung 1). Ende Juli waren davon insbesondere die europäischen Handelsplätze betroffen, während sich die Börsen in den USA und den aufstrebenden Volkswirtschaften widerstandsfähiger zeigten. Die zweite, heftigere Verkaufswelle, die Ende September einsetzte, hinterliess auch an den wichtigen aussereuropäischen Börsen deutliche Spuren. Auslöser beider Verkaufswellen waren in erster Linie die unerwartet schwachen Wirtschaftsdaten in den Kernländern der Eurozone und in Japan. Ihre negative Wirkung wurde zeitweise noch von geopolitischen Spannungen verstärkt.

Allerdings zeigt Abbildung 1 auch, dass diese Verkaufswellen relativ kurzlebig waren. Einige Aktienindizes – darunter der S&P 500 in den USA und der SPI in der Schweiz – konnten ihre Verluste zügig wettmachen und haben mittlerweile sogar neue Höchstmarken erreicht. Auch wichtige Aktienindizes des Euroraums wie der Euro Stoxx 50 konnten ihre Verluste aufholen und lagen zuletzt etwa auf dem Stand von Mitte Jahr. Neben der sich fortsetzenden Konjunkturerholung in den USA und überwiegend soliden Unternehmensgewinnen beidseits des Atlantiks dürften hier auch die Lockerungsmassnahmen der Notenbanken in der Eurozone, Japan und China eine wichtige Rolle gespielt haben.

An den Zinsmärkten hat sich der Rückgang der Renditen von Staatsanleihen fortgesetzt. Darin widerspiegeln sich unter anderem tiefe Teuerungsraten und fallende Inflationserwartungen in



Mediengespräch

den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften. Besonders ausgeprägt war der Renditerückgang in der Eurozone, wo die Investoren mit weiteren geldpolitischen Lockerungsmassnahmen rechnen. Dementsprechend gaben die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen seit Ende Juni um mehr als 50 Basispunkte nach, während die Renditen vergleichbarer US-Staatsanleihen um rund 30 Basispunkte fielen. Die Rendite zehnjähriger Anleihen der Eidgenossenschaft sank im gleichen Zeitraum um etwa 35 Basispunkte und erreichte zuletzt mit rund 0,3% einen historischen Tiefstwert.

Die relative Stärke des Konjunkturverlaufs in den USA und die entsprechend höheren Zinserwartungen hinterliessen deutliche Spuren an den Devisenmärkten. So konnte der handelsgewichtete US-Dollar seit Ende Juni fast 10% zulegen. Im Gegenzug fiel der handelsgewichtete Euro um gut 3,5%, während der Yen sogar fast 12% seines Wertes einbüsste. Abbildung 2 zeigt, dass sich die US-Dollar-Stärke seit Mitte Jahr auch gegenüber dem Franken bemerkbar machte. Allerdings ist in der Grafik ebenfalls erkennbar, dass der Franken in den letzten Monaten seinerseits gegenüber dem Euro stärker tendierte. Dies dürfte vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen sein: Einerseits sorgte die enttäuschend verlaufende Konjunktur in der Eurozone und die damit verbundene weitere Lockerung der Geldpolitik für einen sich abschwächenden Euro. Andererseits widerspiegelt der Druck auf den Franken die, insbesondere in Phasen erhöhter geopolitischer Spannungen, hohe Nachfrage nach sicheren Anlagen. Der handelsgewichtete Frankenwechselkurs hat sich seit Mitte Jahr insgesamt kaum verändert. Der Franken bleibt damit nach wie vor hoch bewertet.

Reformbestrebungen bei Referenzsätzen für Zinsen und Devisenkurse

Damit komme ich zu den Fortschritten bei der Reform von Referenzsätzen an Zins- und Devisenmärkten. In den letzten Jahren sind Manipulationen bekanntgeworden, welche die Glaubwürdigkeit dieser Referenzsätze untergraben haben. Auf internationaler Ebene werden die Arbeiten vom Financial Stability Board (FSB) koordiniert. Gleichzeitig werden länderspezifische Reformen auf nationaler Ebene umgesetzt. In der Schweiz liegt die Verantwortung für Referenzsätze grundsätzlich beim Privatsektor; die Referenzsätze unterstehen keiner Regulierung. Allerdings hat die SNB ein grosses Interesse an glaubwürdigen Referenzsätzen für Zinsen und Devisenkurse, da sie für das Funktionieren der Finanzmärkte und für die Umsetzung der Geldpolitik wichtig sind. Aus diesem Grund hat die SNB die Reformvorhaben im Bereich der Referenzsätze unterstützt, indem sie sich an verschiedenen internationalen und nationalen Arbeitsgruppen beteiligt hat. Ich habe an dieser Stelle schon mehrfach darüber berichtet. Seit dem letzten Mediengespräch hat das FSB nun zwei Abschlussberichte veröffentlicht, was mir Gelegenheit gibt, ein vorläufiges Fazit zu ziehen.

Referenzsätze für Zinsen

Im Bereich der Referenzzinssätze empfiehlt der Abschlussbericht eine zweigleisige Vorgehensweise. Zum einen sollen die bestehenden Referenzzinssätze weiter verbessert werden. Zum anderen wird die Entwicklung von alternativen Referenzzinssätzen angestrebt.

Mediengespräch

Neben verbesserten Libor-Zinssätzen, die weiterhin auf unbesicherten Geldmarkttransaktionen beruhen, sollen künftig auch vermehrt Referenzzinssätze entstehen, die sich auf Repogeschäfte oder andere nahezu risikolose Transaktionen beziehen.

Der Abschlussbericht des FSB hält fest, dass bei den Libor-Sätzen bereits deutliche Fortschritte erzielt wurden. Allerdings sind noch nicht alle von den Wertpapier-Aufsichtsbehörden festgelegten Anforderungen (IOSCO-Standards¹) erfüllt. Insbesondere ist weiterhin offen, ob die den Zinssätzen zugrunde liegenden Märkte ausreichend liquide sind. Eine gewisse Liquidität ist nämlich nötig, um robuste, d.h. auf eine breite Datengrundlage abgestützte, Referenzzinssätze zu ermöglichen. Die Administratorin des Libors, die ICE Benchmark Administration (IBA), kündigte als Reaktion auf den FSB-Bericht weitere Verbesserungen an, wie die Libor-Sätze durch effektive Transaktionen, also solche, die tatsächlich stattgefunden haben, besser verankert werden sollen. Effektive Transaktionen werden dabei entweder direkt für die Berechnung der Libor-Sätze oder indirekt zur Untermauerung von gemeldeten Zinskonditionen verwendet. Hierbei wird geprüft, ob künftig neben Geschäften am Interbankenmarkt auch kurzfristige Kredite an Grosskunden oder Geldmarktpapiere berücksichtigt werden können.

Um die Vorschläge des FSB zu beurteilen, werden in den betroffenen Währungsräumen Daten erhoben. Für die Schweiz führte die SNB in diesem Frühsommer eine solche Datenerhebung durch. Dabei wurden Daten sowohl zu Geschäften von Banken am Interbankenmarkt und mit Grosskunden als auch zum Handel mit Geldmarktpapieren gesammelt. Über 50 Banken aus dem In- und Ausland nahmen an der Umfrage teil. Es hat sich dabei bestätigt, dass die geringe Anzahl an effektiven Transaktionen am Geldmarkt derzeit ein Problem für die Erstellung von robusten Referenzzinssätzen darstellt. Für den Franken scheint ein rein transaktionsbasierter Ansatz somit kaum umsetzbar. Dies gilt auch, wenn die Datengrundlage erweitert und weitere Instrumente berücksichtigt werden. Der Franken-Libor wird folglich weiterhin in erster Linie auf gemeldeten Zinskonditionen der teilnehmenden Banken basieren.

Wie bereits erwähnt, schlägt das FSB neben Verbesserungen bei den bestehenden Libor-Zinssätzen auch die Entwicklung von alternativen Referenzzinssätzen vor. In der Schweiz sind alternative Zinssätze für sehr kurzfristige Frankengeschäfte bereits vorhanden. Auf dem besicherten Geldmarkt ist dies beispielsweise der SARON², der den Ausgangspunkt für die Zinskurve auf dem Franken-Repomarkt bildet. Auf dem unbesicherten Geldmarkt existiert das TOIS³-Fixing, das sich auf Transaktionen im Tagesgeldbereich bezieht und für Zinsderivate benützt wird. Auch beim TOIS-Fixing bestand allerdings Reformbedarf. Seit dem 1. Oktober gelten darum neue Standards, die sich an den internationalen Anforderungen orientieren und die u.a. bei den Aufsichtsstrukturen und Verhaltensregeln zu Verbesserungen geführt haben.

¹ IOSCO ist die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organisation of Securities Commission).

² SARON bezeichnet die Swiss Average Rate Overnight.

³ TOIS steht für Tomorrow/Next Overnight Indexed Swap.

Mediengespräch

Auch bei diesen Referenzzinssätzen ist das zugrundeliegende Geschäftsvolumen derzeit sehr gering.

Referenzwerte am Devisenmarkt

Nun möchte ich auf die Referenzwerte am Devisenmarkt eingehen. An den internationalen Finanzmärkten werden Devisen rund um die Uhr gehandelt. Es gibt keine Schlusskurse für einen bestimmten Tag. Vor diesem Hintergrund stellen die Referenzwerte am Devisenmarkt für zahlreiche Anleger wie Fondsgesellschaften und Vermögensverwalter eine Art Fixpunkt dar, um ihre Portfolios einheitlich zu bewerten. Einer der bekanntesten Referenzwerte ist das sogenannte «WM/Reuters-Fixing», das täglich um 16 Uhr Londoner Zeit ermittelt wird; dieses ergibt sich als Mittelwert tatsächlicher Devisentransaktionen, die innerhalb einer Minute getätigt werden.

Die FSB-Arbeitsgruppe nahm sich vor, die Fixings dieser Referenzwerte zu untersuchen und Verbesserungsmöglichkeiten vorzuschlagen. Die Arbeiten der Gruppe gingen unabhängig von den Untersuchungen zu den Devisenmarktmanipulationen vonstatten, die gleichzeitig von den Aufsichtsbehörden verschiedener Länder durchgeführt wurden und im November zur Vergabe von Bussen geführt haben.

Der Ende September vorgelegte Abschlussbericht stellte fest, dass – im Gegensatz zur Situation bei den Referenzzinssätzen – die Liquidität des Devisenmarktes hoch und somit eine ausreichende Datengrundlage für die Berechnung der Referenzwerte vorhanden ist. Die Probleme des Fixings liegen aber andernorts, nämlich in einer starken Konzentration von Handelsaufträgen zu den Fixing-Zeitpunkten. Daraus ergeben sich für Händler Möglichkeiten, den Fixingpreis zum eigenen Vorteil zu manipulieren. Um diese zu beseitigen, schlägt die Arbeitsgruppe vor, das Zeitfenster für die Fixierung auszuweiten und damit die Datenbasis zu verbreitern. Zusätzlich empfiehlt die Arbeitsgruppe verschiedene Verhaltensrichtlinien für die Durchführung von Fixing-Aufträgen. Insbesondere muss sichergestellt werden, dass vor dem Fixing keine Informationen über Kundenaufträge zwischen den Banken ausgetauscht werden. Die SNB unterstützt die im Bericht der Arbeitsgruppe festgehaltenen Empfehlungen. Es liegt nun in erster Linie aber am Privatsektor, diese Empfehlungen umzusetzen.

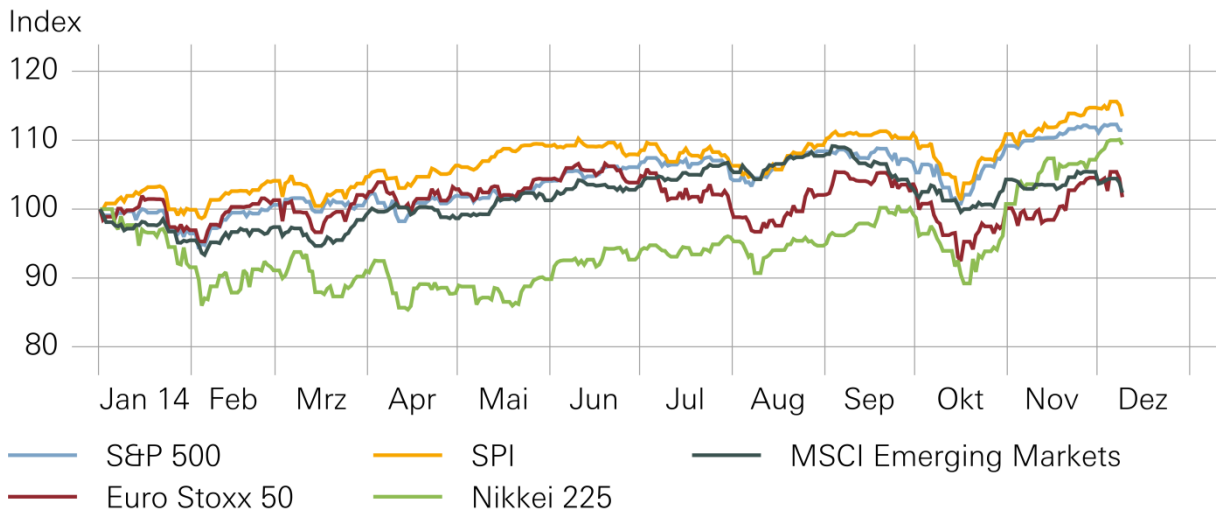
Die bisherigen Reformen sowohl bei den Referenzzinssätzen als auch bei den Referenzwerten am Devisenmarkt gehen in die richtige Richtung. Die SNB wird die Umsetzung der Reformempfehlungen bei den Referenzwerten am Devisenmarkt genau verfolgen und gegebenenfalls Unterstützung leisten. Bei den Referenzzinssätzen werden die Arbeiten des FSB mit weiterer Beteiligung der SNB fortgesetzt.

Mediengespräch

Abbildungen

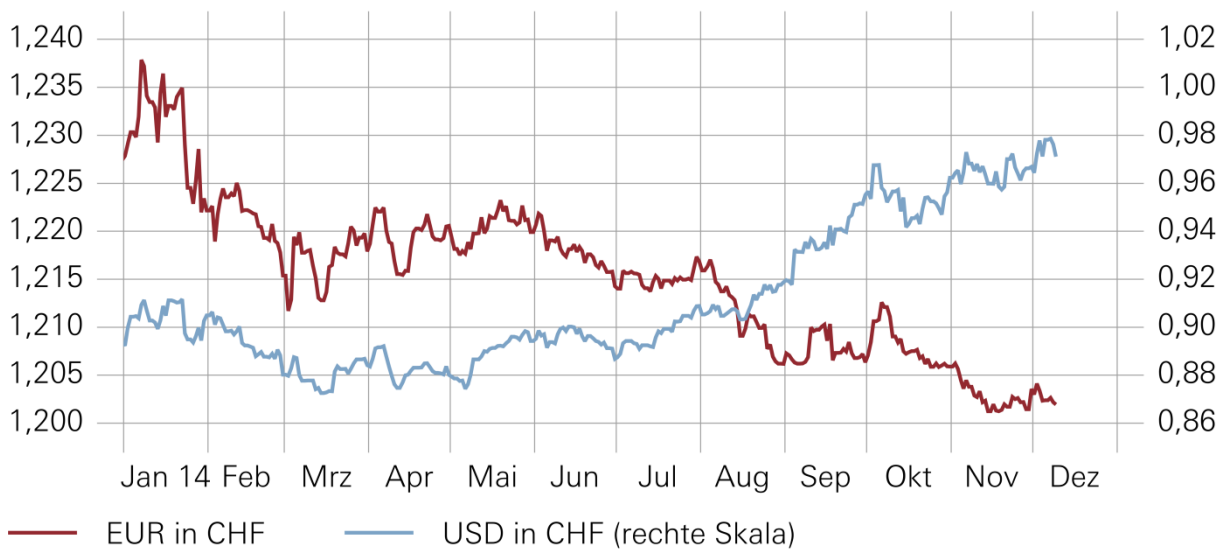
ABB. 1: AKTIENMÄRKTE

Periodenbeginn = 100



Quellen: SNB, Bloomberg

ABB. 2: DEWISENKURSE



Quellen: SNB, Bloomberg