

# INSIDE PARADEPLATZ

FINANZNEWS AUS ZÜRICH

## Weil die SNB ihren Ruf verspielt hat, ist sie nun selbst eine Aufwertungsquelle

8.6.2016  Christoph Zenger  Kommentieren

Zur Aufhebung des Euro-Mindestkurses gab es in den Medien kaum nennenswerte Grundsatzkritik. Immerhin verwiesen einige – auch konservative – Berichterstatter auf die mangelnde ökonomische Begründung des Entscheids – ohne diesen Gedanken allerdings bis zur letzten Konsequenz weiterzuverfolgen. Die von der SNB vorgeschobenen Bilanzrisiken sind für eine Notenbank absolut irrelevant, weil sie ihr Eigenkapital jederzeit in jeder beliebigen Menge praktisch kostenlos drucken respektive buchen kann.

Die SNB hätte auch bei einer viel grösseren Bilanzsumme nie etwas verlieren können. Selbst bei einer markanten Kursschwäche des Schweizerfrankens nicht. In einem solchen Falle hätte sie mit Verkäufen ihrer Devisenbestände sogar (noch grössere) Gewinne erzielt (bei CHF 1.5 pro Euro erhielte sie bedeutend mehr Schweizerfranken pro Euro als sie bei 1.08 bezahlt hätte). Bilanzrisiken gibt es bei der SNB schlicht und einfach nicht.

Für das Direktorium der SNB stellte aber bereits die damalige Bilanzsumme von 80% des Bruttosozialprodukts (BSP) ein Problem dar. Dass unsere beiden Grossbanken über eine gemeinsame Bilanzsumme verfügen, die 300% des BSP überschreitet und sie dabei hochriskante Eigenkapitalquoten von weniger als 5% aufweisen, wird ausgeblendet – so als ob es die weltweite Finanzkrise nie gegeben hätte. Nicht bei der SNB, sondern bei den Grossbanken liegen die grössten (Bilanz)Risiken unserer Volkswirtschaft.

Singapur hat Devisenreserven in der Grössenordnung von 400% des BSP. Sie sind – im Gegensatz zu Norwegen – ohne jegliche Rohstoffexporte entstanden. Die Märkte wie auch die meisten Ökonomen interpretieren dies nicht als Schwäche, sondern eher als Stärke des Stadtstaates.

Diesem Vorbild entsprechend hätte die SNB praktisch kostenlos gedruckte oder gebuchte Schweizerfranken (anstatt wie Norwegen Öl) exportieren und damit unser

Volkvermögen steigern können. Der bekannte Ökonom Professor Peter Bernholz unterstützt diesen Gedanken. Professor Didier Sornette von der ETH äussert sich ähnlich. Noch ist es leider nur eine akademische Minderheit, die solches fordert.

Zu Kosten von Null gekaufte Euro-Aktien wären eine sehr rentable Anlage. Bei CHF 2'000 Mrd. und Dividendenrenditen von 2-3% ergäbe dies willkommene Einnahmen von 40-60 Mrd. für unser Land pro Jahr – als ökonomische Entschädigung für unsere wertvolle Zurverfügungstellung eines sicheren Hortes für internationales „Angstkapital“.

Die SNB hat mit ihrem Entscheid nicht nur auf diese attraktive Einkommensquelle verzichtet, sie hat vielmehr dazu beigetragen, dass sich die Aufwertungserwartungen perpetuierten. Die Initiatoren des Euro-Mindestkurses (Thomas Jordan war damals schon im Direktorium der SNB) mussten zumindest in Kauf nehmen, dass es Monate geben würde, in denen die SNB 100 Mrd. oder mehr Euros hätte entgegennehmen müssen. Wäre sie dazu grundsätzlich nicht bereit gewesen, hätte sie den Mindestkurs niemals einführen dürfen.

Mit ihrer Kapitulation vor den „Marktkräften“ hat die SNB am 15. Januar 2015 ihr Eingeständnis einer verfehlten Analyse offenbart. Jedes Elternpaar weiss, dass eine leere Drohung bei seinen Kindern jeglichem Respekt den Boden entzieht. Mit ihrer „Bilanzlüge“ respektive der leeren Interventionsdrohung hat die SNB ihre Glaubwürdigkeit – nicht nur bei den Devisenmarktteilnehmern – weitestgehend verloren und damit nachhaltigen Schaden für unsere Volkswirtschaft angerichtet. Mit dem Resultat, dass Schweizer Anleger damit begonnen haben, sogar ihre ausländischen Aktienanlagen währungsmässig abzusichern, was vor dem unseligen Euro-Mindestkurs-Aufhebungsentscheid nur ganz vereinzelt der Fall war.

Und nun beklagt sich die SNB darüber, dass zu wenige Schweizer Anleger bereit sind, Wechselkursrisiken zu tragen. Sie war und ist es, die insbesondere auch unseren Pensionskassen den Appetit auf Fremdwährungen gründlich verdorben hat.

Damit ergibt sich ein wahrer Teufelskreis. Denn der chronische Leistungsbilanzüberschuss induziert einen ständigen Strom von Ausland-währungen in die Schweiz. Wenn es hier keine Anleger gibt, die dieselben zu halten bereit sind, dann erzeugt dies einen Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken. Wer flexible Wechselkurse aus ordnungspolitischen Gründen favorisiert, sollte auch dazu stehen, dass sich der Schweizerfranken letztlich so stark aufwerten müsste, dass der Leistungsbilanzüberschuss verschwindet.

Für die Exportwirtschaft und die gesamte Realwirtschaft wäre dies ein Gau. Ohne ideologische Scheuklappen betrachtet, wäre es zumindest pragmatisch-ökonomisch gedacht opportuner, dass die SNB die Fremdwährungen mittels Devisenmarktkäufen auf ihr Buch nimmt, wenn das Gros der Anleger zu ängstlich ist, die entsprechenden

Währungsrisiken zu tragen.

Vor diesem Hintergrund war das ganze Mindestkurs-Experiment der SNB eher von Schaden denn von Nutzen. Es hat mit seinem tragischen Ende zur weiteren Stärke des Schweizerfrankens beigetragen. Die SNB muss sich den Vorwurf gefallen lassen, dass sie selbst – neben dem Leistungsbilanzüberschuss – zu einer systemischen Aufwertungsquelle des Schweizerfrankens geworden ist. Die Hypothese ist nicht ganz abwegig, dass die Schweiz ohne Mindestkurs-Experiment währungsmässig besser dastehen würde.

Immerhin scheint die SNB in der letzten Zeit mit „guerillamässigen“ Devisenmarktinterventionen den latenten Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken zu bekämpfen versuchen – nicht ohne gewissen Erfolg. Mit ihren Nadelstichen verunsichert sie all jene, die mit Hilfe von Euro-Short-Positionen kurzfristig spekulative Gewinne einfahren möchten. Ob es allerdings genügt, die inländischen Anleger vermehrt in ungesicherte Fremdwährungsanlagen zu drängen beziehungsweise deren Währungssicherungen aufzuheben, ist fraglich.

Dazu braucht es wohl noch innovativere Interventionsstrategien, die sich nicht nur auf eine Stabilisierung, sondern eine Abschwächung des Schweizerfrankens fokussieren. Sobald die Pensionskassen mit ihrer Währungssicherung markant hinter die üblichen, nicht währungsgesicherten Benchmarks zurückfallen, erhöht der stark verbreitete Performancedruck die Hinterfragung der oft systematisch angewendeten Währungssicherungen. Dass sie bei Aktienanlagen langfristig trotz Frankenstärke mit Renditenachteilen verbunden ist, hat jüngst Thomas Hauser (FuW, 20.4.2016) wieder einmal deutlich aufgezeigt. Es sind die kurzfristig scheinbar geringen Absicherungskosten, die langfristig mehr Schaden als Nutzen anrichten.

Die SNB kann den aus dem Performancedruck resultierenden Herdentrieb der (institutionellen) Investoren für ihre Zwecke nutzen. Es besteht kein Zweifel, dass sie als grosser Marktteilnehmer (ohne Budgetrestriktion) dies mit dem entsprechenden Mut und der notwendigen Raffinesse auch schaffen kann – ohne einen fixen Mindestkurs und möglicherweise sogar bei einem Verzicht auf die volkswirtschaftlich hoch schädlichen Negativzinsen. Dann könnte sie ihre Glaubwürdigkeit wieder zurückgewinnen und eine systemische Quelle der Aufwertungserwartungen beseitigen.

**Probeer het systeem**

van Alex, praktisch, overzichtelijk vraag nu gratis codes aan



© 2016 Inside Paradeplatz