

# APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

## Und es ist weg<sup>1</sup>

Am 15. Januar um 10.30 Uhr überraschte die Schweizerische Nationalbank (SNB) die weltweiten Finanzmärkte mit der Nachricht, dass sie ihre vor einigen Jahren eingeführte Politik des Mindestkurses beendet. Unmittelbar nach dieser Mitteilung gewann der Schweizer Franken (CHF) massiv an Wert, während der Schweizer Aktienmarkt Verluste verbuchte. Abgesehen von den schmerzhaften Auswirkungen für die Schweizer Wirtschaft, zeigt die plötzliche Aufhebung des Mindestkurses die Instabilität unseres Finanzsystems.

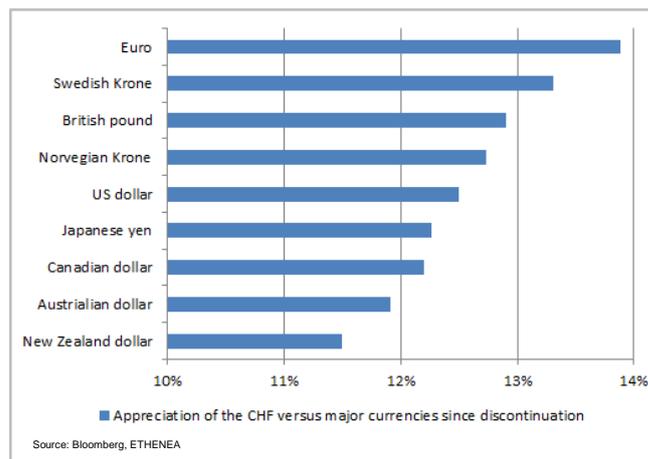
### Rationale Irrationalität

Auf ihrer Website hat die SNB ihre Ziele deutlich formuliert: Die Bank muss „als vorrangiges Ziel die Preisstabilität gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen.“<sup>2</sup>; „Preisstabilität ist eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und Wohlstand. Inflation und Deflation beeinträchtigen dagegen die Entwicklung der Wirtschaft. (...) Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg der Konsumentenpreise von weniger als 2 % pro Jahr gleich. Auch Deflation, d.h. ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität.“<sup>3</sup>

Vor diesem Hintergrund ist der Beschluss der SNB kaum mit ihrer Zielsetzung vereinbar. Sobald die Entscheidung veröffentlicht worden war, gewann der CHF massiv an Wert, wodurch sich die Schweizer Exporte im Handumdrehen um 11 % bis 14 % verteuerten (Grafik 1). In einer kleinen offenen Volkswirtschaft hat ein solcher Schock negative Folgen für das Wachstum, die Beschäftigung und auch für die Inflation. Die Importpreise fallen, wodurch das Risiko einer Deflation weiter steigt. Dabei sollte man nicht vergessen, dass die Inflation im Dezember bereits negativ war (-0,3 %) und die SNB in ihrer letzten Inflationsprognose (vom 11. Dezember 2014) mit einem Rückgang der Verbraucherpreise um 0,1 % im Jahresverlauf rechnete.

Es ist nicht das erste Mal, dass sich eine Zentralbank dem massiven Druck beugt, der auf einer fehlbewerteten Währung lastet. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Systeme fester Wechselkurse nicht ewig Bestand haben. Soweit wir wissen ist dies jedoch das erste Mal, dass eine Zentralbank kapituliert, nachdem sie versucht hat, die Währung ihres Landes zu *schwächen*. Als Beispiele können in diesem Zusammenhang der berühmte schwarze Mittwoch – der Angriff auf das britische Pfund im Jahr 1992 – oder die zahlreichen

Währungskrisen der Schwellenländer dienen, darunter die Krise des russischen Rubels im vergangenen Jahr. Letzten Endes haben diese Angriffe alle betroffenen Währungen nicht gestärkt, sondern geschwächt. Wir stehen somit vor dem Paradoxon eines Spekulationsangriffs auf eine als „sicherer Hafen“ geltende Währung.



Grafik 1: Aufwertung des CHF in % gegenüber den wichtigsten Währungen in den ersten Stunden nach der SNB-Entscheidung

Der Fall der SNB ist jedoch außergewöhnlich, da sie den Markt mit frischen Banknoten flutete, um die Aufwertung des Frankens zu verhindern. Für eine Zentralbank ist diese Aufgabe sehr leicht und theoretisch unbegrenzt realisierbar, da sie das Monopol für die Ausgabe ihrer eigenen Währung besitzt. Die SNB musste daher nur immer wieder Schweizer Franken drucken und damit ausländische Währungen, insbesondere den Euro, erwerben, wodurch ihre Devisenreserven stiegen. Theoretisch kann eine Zentralbank mit diesem Vorgehen beliebig lange fortfahren, da sie in ihrer Landeswährung so viel Geld in Umlauf bringen kann, wie sie möchte.

Der Grund, warum die Politik des Mindestkurses nicht beibehalten wurde, liegt im giftigen Cocktail aus dem Umfang und den hohen Risiken der SNB-Bilanz. Im Vergleich zu ihrer Volkswirtschaft weist die Schweizer Zentralbank nicht nur die weltweit größte Bilanzsumme (85 % des BIP), sondern auch die höchsten Bilanzrisiken auf, da fast alle ihre Vermögenswerte auf ausländische Währungen lauten (Grafik 2).

<sup>1</sup> Quelle: <https://www.youtube.com/watch?v=-DT7bX-B1Mg>: South Park, Staffel 13, Episode 3

<sup>2</sup> Quelle: [http://www.snb.ch/de/i/about/snb/id/snb\\_tasks](http://www.snb.ch/de/i/about/snb/id/snb_tasks)

<sup>3</sup> idem



# APROPOS...

info@ethenea.com | ethenea.com

Foreign exchange Reserves (90%/1%)	Currency in circulation and sight deposits (75%/94%)
Claims on the domestic assets (1%/98%)	Other liabilities (11%/5%)
Other assets (9%/1%)	Central bank equity (14%/1%)
<b>Total Assets (100%)</b>	<b>Total Liabilities (100%)</b>

Source: Bloomberg, ETHENEA

Grafik 2: Vereinfachte Zentralbankbilanz (SNB/Fed)

In den ersten zwei Januarwochen intervenierte die SNB am Währungsmarkt wahrscheinlich mehr als in den Vormonaten. Die Aussicht auf ein umfangreiches Programm der quantitativen Lockerung (QE) in Europa und der unsichere Wahlausgang in Griechenland erhöhten den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Am 15. Januar beendete die SNB die Interventionen, als sie erkannte, dass sich ihre Bilanzsumme innerhalb weniger Monate verdoppeln würde. Die SNB gab auf und sie ist weg.

## Epilog

Die Einstellung der Mindestkurspolitik hat zwar unmittelbare Auswirkungen auf Inflation und Wachstum in der Schweiz, ihre Hauptkonsequenz ist jedoch der Vertrauensverlust gegenüber der Schweizerischen Nationalbank. Welche Garantie gibt es dafür, dass die SNB gewillt und imstande ist, ihre Versprechen künftig zu halten? Nehmen wir einmal an, der Schweizer Franken bleibt in den nächsten sechs Monaten gegenüber dem Euro unterhalb der Parität. Die Schweizer Wirtschaft wird dann eine Deflation verzeichnen, was mit dem Preisstabilitätsmandat der SNB nicht vereinbar ist. Hätten Sie noch Vertrauen in die SNB, wenn sie erneut einen neuen Mindestkurs ankündigen würde?

Vertrauen ist die Grundlage des globalen Finanzsystems. Papiergeld und Kredit – die üblichen Tauschmittel, Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheiten – haben nur deshalb einen Wert, weil sie gesellschaftlich akzeptiert sind. Niemand würde ein Stück Papier besitzen wollen, auf dem 10 Schweizer Franken steht, wenn es von niemand anderem akzeptiert würde.

Seit dem Ausbruch der globalen Finanzkrise vor acht Jahren haben alle wichtigen Zentralbanken – die Bank of England (BoE), die Bank of Japan (BOJ), die Federal Reserve (Fed), die Europäische Zentralbank (EZB), die People's Bank of China (PBOC) und die Schweizerische Nationalbank – umfangreiche Programme zum Kauf von Vermögenswerten

aufgelegt, entweder in Form von quantitativen Lockerungsmaßnahmen oder in Form von Interventionen am Währungsmarkt. Im Gegensatz zur SNB, deren Vermögen hauptsächlich (zu 90 %) aus Fremdwährungen besteht, haben andere Zentralbanken dabei vorrangig inländische Vermögenswerte erworben, wie Grafik 1 veranschaulicht (im Fall der Fed stellen die inländischen Vermögenswerte 98 % des Gesamtvermögens dar). Zudem sind diese Zentralbanken bezogen auf das jeweilige BIP kleiner als die SNB. Die BoE, die Fed und die EZB bewegen sich derzeit in einer Größenordnung von 20 % bis 30 % des BIP, während die PBOC und die BOJ ein Niveau von 53 % bzw. 63 % erreichen.<sup>4</sup> Auf der Grundlage dieser Zahlen scheint die PBOC gefährdet, da sie hauptsächlich in Fremdwährungen investiert ist. Zum Glück hält sie ihre Devisenreserven jedoch in US-Dollar, einer Währung, die derzeit an Wert gewinnt. Für die BOJ, die größtenteils inländische Vermögenswerte hält, besteht das Hauptrisiko in einem Zinsanstieg, der angesichts der aktuellen Konjunkturlage sehr unwahrscheinlich ist. Insgesamt ist das Risiko, dass eine andere große Zentralbank ihre Zusagen nicht einhalten kann, derzeit nur gering. Durch eine weitere quantitative Lockerungsrunde, einen unerwünschten Anstieg der langfristigen Zinsen oder eine Abschwächung des US-Dollars könnte sich diese Situation allerdings rasch ändern.

Stellen Sie sich vor, alle Zentralbanken, die in den letzten Jahren hart daran gearbeitet haben, die Weltwirtschaft am Laufen zu halten, stoßen wie die SNB an ihre Grenzen. Stellen Sie sich vor, dass es inmitten einer Bankenkrise keine verlässlichen Kreditgeber der letzten Instanz gibt. Und stellen Sie sich eine weitere Eurokrise vor, in der jedoch niemand über genügend Vertrauen und Macht verfügt, um *alles Notwendige* zur Rettung des Euro zu unternehmen. Sollte die Unfähigkeit der SNB, den Mindestkurs des Schweizer Franken zu steuern, eine Bruchlinie im globalen Finanzsystem darstellen, sollten wir uns vor dem Erdbeben in Acht nehmen, das einsetzen könnte, falls eine weitere große Zentralbank ihrer Zusage nicht nachkommt. Dann wäre es alles weg.

## Yves Longchamp, CFA

Head of Macroeconomic Research  
ETHENEA Independent Investors (Schweiz) AG

<sup>4</sup> Quelle: Bloomberg, ETHENEA

**Hinweis:** Bei der Anlage in Investmentfonds besteht, wie bei jeder Anlage in Wertpapieren und vergleichbaren Vermögenswerten, das Risiko von Kurs- und Währungsverlusten. Dies hat zur Folge, dass die Preise der Fondsanteile und die Höhe der Erträge schwanken und nicht garantiert werden können. Die Kosten der Fondsanlage beeinflussen das tatsächliche Anlageergebnis. Maßgeblich für den Anteilserwerb sind die gesetzlichen Verkaufsunterlagen. Alle hier veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich der Produktbeschreibung und stellen keine Anlageberatung dar und beinhalten kein Angebot eines Beratungsvertrages, Auskunftsvertrages oder zum Kauf/Verkauf von Wertpapieren. Der Inhalt ist sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen werden. Munsbach, 28. Januar 2015.



**ETHENEA**  
managing the Ethna Funds