

Risiken und Nebenwirkungen der gegenwärtigen Währungs- politik

Bis anhin verfolgt die SNB ihre Mindestkurspolitik souverän. Es gilt, die Risiken zu erkennen und sich auf deren Eintreten vorzubereiten. Eine veränderte Anlagestrategie könnte diese Risiken eindämmen. Eine Ausdehnung der Interventionen würde eine aktivere Rolle der SNB als Investorin bedingen. Von Claudio Loderer, Urs Wälchli und Lorenzo Bretscher

Der Markt für Fremdwährungen ist mit Abstand der grösste und liquideste Finanzmarkt der Welt. Bei täglichen Handelsvolumina von über 4 Bio. Fr. ist es kaum möglich, dauerhaft gegen den Strom zu schwimmen. Die verfügbaren Marktdaten liefern allerdings wenig Grund zur Annahme, dass im Markt demnächst eine Aufgabe des Mindestkurses und damit eine drastische Aufwertung des Frankens erwartet werden. Die folgenden drei Beobachtungen untermauern dies.

Mindestkurs ist glaubwürdig

Erstens stehen sowohl an der Chicago Mercantile Exchange (CME) als auch an der Scoach Optionen zur Verfügung, mit denen auf einen Anstieg bzw. Rückgang des Franken-Euro-Kurses spekuliert werden kann. Der Handel mit diesen Produkten ist jedoch inexistent, was darauf hindeutet, dass keine markanten Kursbewegungen erwartet werden.

Zweitens hat die Einführung des Mindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) insgesamt auch zu einer Reduktion des Handelsvolumens in Optionen auf dem Franken-Dollar-Kurs geführt. So betrug das tägliche Handelsvolumen an der CME in den Monaten vor der Intervention rund 1300 Optionen. Heute liegt es bei rund 500 Optionen, wobei eine Option auf 62 500 Franken lautet. Auch in den Futures, die oft zu Absicherungszwecken gekauft werden, ist ein Rückgang im Handelsvolumen festzustellen (vgl. Tabelle).

Drittens wird auch nicht davon ausgegangen, dass sich der Franken gegenüber anderen Währungen wie beispielsweise dem Dollar aufwertet, wie das bei einer Aufgabe des Mindestkurses wohl der Fall wäre. Ganz im Gegenteil: Derzeit werden an der CME rund 1,65-mal so viele als spekulativ klassierte Geschäfte auf einen sinkenden Franken placiert wie auf einen steigenden. Interessanterweise sehen die Zahlen für den Euro-Dollar-Wechselkurs praktisch identisch aus. Den Grossteil des Handels machen immer noch Absicherungsgeschäfte aus. Da die USA aus der Schweiz mehr importieren als in sie exportieren, dient die Mehrheit der Geschäfte der Absicherung gegen einen steigenden Franken.

Allerdings ist zu beachten, dass ein Grossteil des Fremdwährungshandels ausserhalb geregelter Märkte stattfindet und deshalb in den hier beschriebenen Zahlen nicht erscheint. Zudem weisen die börsengehandelten Instrumente typischerweise nur eine Laufzeit von wenigen Monaten auf und geben folglich bestenfalls Auskunft über die kurz-

fristigen Erwartungen der Marktteilnehmer. Angesichts der Entschlossenheit, mit der die Nationalbank auftritt, erstaunt es nicht, dass momentan nicht systematisch an ihrer Politik gezweifelt wird. Die Stimmung an den Finanzmärkten kann allerdings rasch umschlagen.

Wachsamer Realwirtschaft

Letzten Endes sollte sich die Markteinschätzung der Wechselkurspolitik der Nationalbank auch im Aktienkurs der SNB niederschlagen. Geht die Nationalbank mit ihren Stützungskäufen erhebliche Risiken ein oder erzielt gar Verluste, so werden dies auch die Aktionäre zu spüren bekommen; spätestens dann, wenn die Ausschüttungsreserven aufgebraucht sind und die Dividenden ausbleiben. Tatsächlich hat der Aktienmarkt bei der Ankündigung des Mindestkurses die Titel rund 15% tiefer bewertet.

Dividenden- und Gewinnerwartungen wurden offensichtlich nach unten korrigiert und das Szenario erheblicher SNB-Verluste mit einer wenn auch geringen, so doch positiven Wahrscheinlichkeit versehen. Trotzdem ist zu beachten, dass die SNB-Aktie vom Markt nach wie vor sehr hoch bewertet wird. Die zusätzliche Unsicherheit, die für die Aktionäre entstanden ist, kann deshalb nicht dramatisch sein. All das zeigt, dass es auf den Finanzmärkten im Moment relativ wenige Anzeichen einer grossen Skepsis gegenüber der Politik der SNB gibt.

Die Realwirtschaft scheint sich allerdings darauf einzustellen, dass der Euro-Kurs längerfristig nicht mehr über Fr. 1.20 zu liegen kommt. Dafür spricht, dass heute nicht einmal Verbände exportorientierter Branchen wie der Hotellerie oder des Maschinenbaus einen höheren Kurs fordern. Zudem scheinen viele Betriebe weiterhin Anstrengungen zu unternehmen, um mögliche negative Auswirkungen eines Euro-Kurs-Zerfalls zu minimieren, beispielsweise durch das Repatriieren flüssiger Mittel oder die operative Ausrichtung auf Märkte ausserhalb der Euro-Zone. Dies spricht dafür, dass die Wirtschaft der Ankündigung der SNB mittelfristig nicht blindlings vertraut, sondern sich auch auf andere Szenarien einstellt. Solche Bedenken könnten darin begründet sein, dass die Politik der Nationalbank nicht risikofrei und kostenlos ist.

Verschiedene Indizien sprechen vielmehr dafür, dass der Euro bei Fr. 1.20 möglicherweise nicht stark unterbewertet ist, was die SNB zu weiteren Interventionen zwingen könnte:

► **Attraktive Anlage für Ausländer:** Für ausländische Investoren bieten Schweizer Anlagen historisch gesehen ausgesprochen attraktive Rendite-Risiko-Profile. Selbst wenn man die jüngst turbulenten Jahre ausklammert, wäre es für Ausländer generell sinnvoll gewesen, einen relativ grossen Teil ihrer Vermögenswerte in der Schweiz zu investieren. Jüngst stieg der Anteil der von ausländischen Investoren gehaltenen schweizerischen Bundesobligationen von 18% auf 24% an. Auch zukünftig ist mit einer erhöhten Nachfrage nach Franken-Anlagen zu rechnen.

► **Der Euro ist schwach:** So simpel es auch klingen mag, letztlich liegt die zentrale Gefahr der Mindestkurspolitik der SNB in der Schwäche des Euro. Gegenüber dem Dollar hat sich der Euro seit der SNB-Intervention vom 6. September 2011 um rund 14% abgewertet. Gegenüber dem britischen Pfund beträgt die Abwertung rund 10%. Grossbritannien befindet sich derzeit wohlgerne in einer tiefen Rezession. Dies lässt vermuten, dass der Euro ohne Intervention der SNB möglicherweise bereits die Parität erreicht hätte (vgl. Grafik). Es deutet auch darauf hin, dass die Nationalbank mit ihrer Politik nicht mehr bloss eine Überreaktion der Märkte glättet oder auf kurzfristig orientierte Spekulanten reagiert.

► **Inflationsdruck:** Eine expansive Geldpolitik im Euro-Raum, wie sie unlängst vom EZB-Chef Mario Draghi bestätigt wurde, erhöht im Euro-Raum die Inflationsgefahr und damit den Druck auf den Wechselkurs.

► **Häufige Abweichungen von der Kaufkraftparität:** Oftmals wird argumentiert, dass der Euro gemessen an der Kaufkraftparität derzeit deutlich unterbewertet sei. Doch lange und starke Abweichungen von der Kaufkraftparität sind historisch keine Seltenheit.

► **Ein schwacher Euro hilft der Euro-Zone:** Ein günstiger Euro stützt die europäische Exportindustrie. Gerade von dieser erhofft sich Europa nachhaltige Impulse. Anstrengungen Europas, dem Euro zu mehr Stärke etwa gegenüber dem Dollar zu verhelfen, erscheinen unwahrscheinlich.

Mutmassen über mögliche Verluste

All dies deutet darauf hin, dass die Nationalbank zur Verteidigung ihrer Wechselkursuntergrenze noch länger wird intervenieren müssen. Es ist deshalb wichtig, sich mit den damit verbundenen Risiken und Kosten auseinanderzusetzen. Das ordentliche Geschäft der SNB bringt es mit sich, dass gelegentlich Verluste anfallen. An sich sind Verluste deshalb weder aussergewöhnlich noch besorgniserregend. Dennoch ist es wichtig zu überlegen, wie deren Ausmass reduziert werden kann.

Die oben dargestellten Wechselkursentwicklungen lassen vermuten, dass ein frei gehandelter Euro derzeit möglicherweise weit weniger als Fr. 1.20 kosten würde. Dies impliziert beträchtliche nicht realisierte (aber trotzdem reelle) Verluste auf den Währungsreserven der Nationalbank. Gemäss Berichten der SNB vom 7. August haben die Euro-Währungsreserven die Marke von 200 Mrd. € mittlerweile wohl überschritten. Ein «fairer» Wechselkurs von beispielsweise Fr. 1.10 brächte allein auf diesen Reserven nicht realisierte Verluste von mehr als 20 Mrd. Fr. mit sich. Handelt es sich bei der Abweichung von Fr. 1.20 nicht um ein kurzfristiges Phänomen, sondern einen langfristigen Zu-

stand, so wird die SNB diese Verluste irgendwann realisieren müssen. Vor diesem Hintergrund sollte der eben ausgewiesene Halbjahresgewinn der SNB von 6,5 Mrd. Fr. mit Vorsicht genossen werden.

Mögliche Risiken . . .

Selbst wenn der Euro bis in alle Ewigkeit zu Fr. 1.20 gehandelt würde, bestünden beträchtliche Risiken. Es ist dieser Tage nämlich keineswegs klar, was «der Euro» in Zukunft genau sein wird. Die diskutierten Szenarien reichen von einem Austritt Griechenlands über separate Währungen für die Nord- und Südstaaten bis hin zu einem Austritt Deutschlands. Welches Szenario konkret eintreten wird, kann nicht vorhergesagt werden. Ebenso wenig lassen sich die genauen Auswirkungen auf die Schweiz prognostizieren. Mit grosser Sicherheit kann einzig gesagt werden, dass noch viele unerwartete Situationen eintreten werden. Im Rahmen eines soliden Risikomanagements ist es deshalb wichtig, sich auf unerwartete Veränderungen vorzubereiten.

Die Risiken beschränken sich nicht nur auf ein Auseinanderbrechen der Euro-Zone. Unter der gegenwärtigen Anlagepolitik der Nationalbank beziehen sie sich auch auf Inflationsrisiken und die Gefahr, dass sich die Kreditqualität der Schuldnerländer weiter verschlechtern könnte. Derzeit wird der grösste Teil der Währungsreserven (wohl um die 90%) nämlich in festverzinslichen Anleihen gehalten, die Mehrheit davon stammt aus dem Euro-Raum. Der Wert dieser Anlagen hängt stark vom herrschenden Zinsniveau ab.

. . . und deren Auswirkungen

Sollte sich die Euro-Zone aufgrund wachsender Inflationsängste von der Niedrigzinspolitik abwenden, könnte dies auf den Anleihen zu erheblichen Buchverlusten führen. So kann auf einer langfristigen Anleihe ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt schnell einen Kursrückgang von zehn Prozent auslösen.

Wie der Fall Griechenland bereits illustriert hat, können Kreditrisiken bei Staatsanleihen zudem beträchtliche Verluste mit sich bringen. Angeblich ist die Schweiz mit rund 100 Mrd. € derzeit der grösste Einzelgläubiger Deutschlands. Natürlich ist Deutschland nicht Griechenland. Aber Moody's hat das AAA-Rating Deutschlands unlängst auf seine Liste mit «negative outlook» gesetzt, worauf deutsche Anleihen rund 1,5% an Wert eingebüsst haben. Bei einer effektiven Verschlechterung der Kreditqualität wären wohl grössere Bewegungen zu erwarten. Das Risiko ist echt.

Es ist unbestritten, dass die SNB die beschriebenen Risiken unbegrenzt tragen kann. Dabei können aber grosse Verluste entstehen, ob realisiert oder nicht. Wie gross solche Verluste tatsächlich ausfallen, hängt einerseits vom Ausmass des Engagements der SNB ab, andererseits aber auch von der gewählten Anlagepolitik. Es stellt sich deshalb die Frage, wohin die SNB mit den Euro-Milliarden gehen soll, die in ihre Bücher gespült werden.

Die derzeitige Strategie, mehrheitlich festverzinsliche Staatsanleihen in Euro zu halten, weist wahrscheinlich ein relativ ungünstiges Risikoprofil auf. Dieses Risikoprofil könnte mit einer revidierten Anlagestrategie zumindest teilweise abgefe-

dert werden. Innerhalb des Euro-Raums bietet es sich an, verstärkt Aktien oder reale Sachwerte wie Immobilien zu kaufen. Solche Anlagen tragen ein tieferes Inflationsrisiko und sind auch weniger stark an die Kreditqualität eines Landes gebunden. Darüber hinaus wäre es begrüssenswert, die Investitionen ausserhalb der Euro-Zone auszubauen, insbesondere in Ländern oder Regionen, die wirtschaftlich relativ schwach mit Europa verbunden sind. Denkbar wäre ein grösserer Fokus auf Kanada, Asien und Ozeanien.

Gegen eine solche Diversifikation wird das Argument vorgebracht, dass derartige Anlagen nur beschränkt liquide sind und es der Nationalbank deshalb nicht erlauben würden, rasch auszuweichen, müsste sie Franken in grossen Mengen zurückkaufen. Liquiditätsüberlegungen sind natürlich ein wichtiger Faktor bei Anlageentscheiden. Allerdings ist wohl nicht davon auszugehen, dass die SNB sämtliche Devisenreserven auf einen Schlag umwandeln müsste, um ihr Geldangebot wieder zu reduzieren. Und selbst dann stünden alternative Möglichkeiten wie beispielsweise die Ausgabe von kurzfristigen Geldmarktbuchforderungen (SNB-Bills) zur Verfügung. Schliesslich hat die Nationalbank mit dem Stabilisierungsfonds bewiesen, dass sie mit illiquiden Vermögensgegenständen gut umgehen kann. Die beschriebenen Diversifikationsmassnahmen über mehrere Anlagekategorien und Länder hinweg zielen nicht zwingend auf eine klassische Portfoliooptimierung ab. Vielmehr sollten die Massnahmen dazu beitragen, die finanziellen Auswirkungen von ungünstigen Entwicklungen im Euro-Raum zu mildern.

Im Zusammenhang mit der verfolgten Anlagestrategie würden wir eine klare und offene Kommunikation der Nationalbank begrüssen. Damit kann einerseits signalisiert werden, dass die mit der Verteidigung des Mindestkurses einhergehenden Risiken tragbar sind. Das würde das Vertrauen in die Mindestkurs-Politik stärken. Andererseits würde es den Investoren, die derzeit Schutz in der Schweiz suchen, zeigen, wie sie selbst ihr Portfolio strukturieren können, um die finanziellen Risiken einzudämmen. Im Moment waltet die SNB faktisch als deren Vermögensverwalterin.

Wer hütet den Schatz?

Schliesslich stellt sich die Frage, wer das Vermögen, das mit den grossen Mengen an neu gedrucktem Geld erworben wird, verwalten sollte.

Je stärker sich die Nationalbank im Ausland engagiert, desto wahrscheinlicher wird es, dass sie irgendwann die Rolle einer aktiven Investorin einnehmen muss. Wenn sie beispielsweise einen beträchtlichen Teil in Euro-Obligationen hält, muss sie ihre Interessen als Gläubigerin schützen und allenfalls versuchen, gewisse Garantien und Entgegenkommen zu erwirken. Investiert sie in Aktien einzelner Unternehmen, muss sie sich möglicherweise in strategische Entscheidungen dieser Gesellschaften einmischen. Und kauft sie stattdessen Anlagefonds, muss sie auch deren Management überwachen.

All diese Aktivitäten sind nicht Teil des Mandats der SNB. Zudem bergen sie mögliche Interessenkonflikte. Kann die SNB beispielsweise gegenüber dem deutschen Staat als Gläubigerin auftreten, ohne sich in die Wirtschafts- und Aussenpolitik der beiden Länder einzumischen? Oder kann sie

als aktive Aktionärin bei ausländischen Firmen mitwirken, ohne allfällige Insiderinformationen zu teilen oder gar die inländische Industrie gegen sich aufzubringen? Auf diese und viele weitere Fragen wird die SNB in der nächsten Zeit Antworten finden müssen. Dabei muss sie vor allem eines sicherstellen: auf das Unerwartete vorbereitet zu sein. Wie Abraham Lincoln einmal sagte: «I will prepare and someday my chance will come.»

.....
Professor **Claudio Loderer** ist Direktor des Instituts für Finanzmanagement der Universität Bern, des Rochester-Bern Executive Program sowie des Swiss Finance Institute. **Urs Wälchli** ist Assistenzprofessor für Finanzmanagement an der Universität Bern. **Lorenzo Bretscher** ist wissenschaftlicher Assistent am Institut für Finanzmanagement der Universität Bern.