

DIE SNB UND IHR KAMPF GEGEN DIE WINDMÜHLEN

Reflexion Albin Kistler AG

Oktober 2019

Seit 10 Jahren kämpft die Schweizerische Nationalbank (SNB) gegen die Aufwertung des Schweizer Frankens an. Die wiederkehrenden Interventionen erinnern mit Blick auf die globalen Geschehnisse und die Fundamentaldaten für den Schweizer Franken an Don Quijotes Kampf gegen die Windmühlen: Rechnen Sie weder mit einer baldigen Schwäche des Schweizer Frankens noch mit einem Abbau der SNB-Bilanzpositionen.

Die SNB und ihr Kampf gegen die Windmühlen

September 2019, Benjamin Schoch

Kurzfassung

Der Vergleich der Interventionen der Schweizer Nationalbank mit Cervantes' Don Quijote ist natürlich nicht fair, weil erstere einen Gesetzesauftrag zu erfüllen hat und letzterer ein fiktionaler Charakter war. Dennoch erlaubt dieser Vergleich, die bisherigen SNB-Interventionen in den Kontext der relevanten Fundamentaldaten und der globalen Entwicklung seit der Finanzkrise zu stellen. Diese Reflexion bietet gleichzeitig die Möglichkeit, besser zu verstehen, wieso sich der Schweizer Franken in naher Zukunft kaum abschwächen kann und sich die SNB-Bilanz wohl (noch) weiter ausweiten wird.

Rückblick

Wir versetzen uns zurück in den August 2011: Die Finanzmarktakteure hatten sich von den schlimmsten Auswirkungen der Finanzkrise etwas erholt, blickten aber ängstlich auf die Eurozone, wo sich die nächste Krise anbahnte: Durch Kapitalzuflüsse aus dem (nahen) Ausland sowie durch die Repatriierung markanter Vermögenswerte von Schweizer Investoren und Firmen aus dem Ausland in die Schweiz wertete sich der Franken in den ersten acht Monaten des Jahres um 20% gegenüber den wichtigsten Leitwährungen auf.

Die Kursbewegungen verursachten eine spürbare Unruhe in der Schweizer Exportwirtschaft und Politiker aller Couleure forderten die SNB zu stärkeren Massnahmen gegen die Frankenstärke auf. Am 6. September erfolgte die Reaktion der SNB mittels unmissverständlicher Medienmitteilung: „(...) Sie toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1.20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.“¹ In den knapp vier Jahren bis zur Aufhebung des Mindestkurses

In Kürze

- CHF-Stärke ist kein temporäres Phänomen
 - Entwicklungen sprechen gegen Abschwächung
 - Die SNB-Bilanz wird sich weiter ausweiten
-

wuchs die Bilanz der SNB im Zuge zahlreicher Interventionen um 50% von rund CHF 365 Mrd. auf CHF 561 Mrd. an.

Die Aufhebung des Mindestkurses am 15. Januar 2015 und die Verstärkung der Negativzinsen für hohe Schweizer Franken Liquiditätsbestände sorgten erneut für Schwankungen im Schweizer Franken und in den Aktienpreisen von Schweizer Exportfirmen. In den Folgejahren erholte sich die globale Weltwirtschaft, der Schweizer Franken blieb aber stark. Berücksichtigt man insbesondere die Tatsache, dass sich die SNB-Bilanz in den vier Jahren bis 2019 erneut um 50% von CHF 561 Mrd. auf CHF 841 Mrd. ausweitete, drängt sich die Frage um die langfristige Wirksamkeit der SNB-Interventionen in den Vordergrund.

Ist der starke Schweizer Franken wirklich ein temporäres (Krisen-) Phänomen oder handelt es sich vielmehr um eine strukturelle Gegebenheit, welche selbst durch massive Interventionen der SNB kaum behoben werden kann? Plant die SNB auch in den kommenden vier Jahren eine Bilanzausweitung von 50%, frei nach dem Motto „whatever it takes“, auch wenn die SNB-Bilanzgrösse schon jetzt das Schweizer Bruttoinlandsprodukt (BIP) von CHF 689 Mrd. überschritten hat? Man kann der SNB wenigstens zugutehalten, dass sie den Währungsmix in Ihrer Bilanz seit den EURCHF-Mindestkurs-Interventionen stärker zugunsten zusätzlicher Währungen diversifiziert hat.

Blick in die Forschung

Zahlreiche Forschungsarbeiten und Kommentare wie beispielsweise der jüngst erschienene G30-Report von Mark Carney² weisen ausdrücklich auf die Tatsache hin, dass sich in der heutigen eng vernetzten Welt kaum ein Land den internationalen Entwicklungen entziehen kann. Münzt man diese Überlegungen auf die Schweiz um, kommt man zu folgendem Schluss:

¹ Medienmitteilung SNB, 06.09.2011: https://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20110906/source/pre_20110906.de.pdf

² Group of Thirty, Washington D.C., Occasional Paper 96, Mark Carney: „Pull, Push, Pipes – Sustainable Capital Flows for a New World Order.“

Mit der sehr beharrlichen Fiskalpolitik (Schuldenbremse!) und der glaubwürdigen Geldpolitik steht die Schweiz als Musterknabe in der europäischen Schuldenlandschaft da. Die Geldpolitik zahlreicher bedeutend grösserer Währungsräume bleibt expansiv oder wird noch expansiver. Die Strukturen des globalen Finanzsystems verändern sich zudem von einem stark durch Banken und supranationalen Organisationen getriebenen Finanzierungsumfeld in ein prozyklischeres durch Investitionsprodukte (von Staatsfonds und Zentralbanken) getriebenes Umfeld. Bevor wir diese drei Faktoren für die Schweiz analysieren, stellen wir die Hypothese auf, dass der Schweizer Franken sich kaum nachhaltig schwächen lässt und sich spätestens bei der nächsten globalen oder europäischen Krise erneut markant aufwertet.

Die Pull-Faktoren

Die wichtigsten Pull-Faktoren eines Währungsraumes sind dessen Fiskal- und Geldpolitik, die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen inklusive der Rechtssicherheit und der politischen Stabilität. Die Fiskalpolitik der Schweiz lässt sich wie folgt zusammenfassen: Die Staatsverschuldung hat sich seit Einführung der „Schuldenbremse“ im Jahre 2001 auf rund 28% des Bruttoinlandsprodukts halbiert und das Land verzeichnete seit 2001 mehrheitlich staatliche Budget- und Handelsbilanzüberschüsse. Ausserhalb der Schweiz offenbaren sich schwierigere Zustände: Auf weit über 60% der Wirtschaftsleistung (BIP) gewachsene Staatsverschuldungen, Budgetdefizite von mindestens 2% und hartnäckig wiederkehrende Handelsbilanzdefizite.

Auch der Kaufkraftverlust in der Schweiz ist sehr beständig: Zusammen mit Japan weist die Schweiz regelmässig die tiefsten Kerninflationraten weltweit aus. Dieser Umstand ist einerseits der sehr berechenbaren Geldpolitik zuzurechnen, wird andererseits aber auch massgeblich durch die stabilen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen beeinflusst. Es ist deswegen nicht weiter überraschend,

dass die Schweizer Zinsen im globalen Vergleich auf absolutem Tiefststand stehen. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt zudem, dass sich grössere Inflationsunterschiede zwischen zwei Ländern bei flexiblen Wechselkursen entsprechend stark im Wechselkurs niederschlagen.³ Es ist daher auch keine Hexerei anzunehmen, dass aufgrund der kontinuierlich höheren Inflationsraten in den Nachbarländern sich der Franken gegenüber diesen Währungen langfristig weiter aufwerten wird.

Die Push-Faktoren

Unter Push-Faktoren werden diejenigen globalen Einflussgrössen zusammengefasst, welche den Risikoappetit und damit auch die weltweiten Kapitalströme bestimmen. Mit erneutem Blick auf den Schweizer Franken gehören hierzu insbesondere die globale Zinssituation, die Stabilität und Kreditwürdigkeit der ausländischen Bankensysteme sowie die Attraktivität der globalen Investitionsmöglichkeiten. Mit Blick in die Vergangenheit führte eine Eintrübung der Push-Faktoren jeweils zu einer Kapitalflucht in sicherere Währungen wie dem Schweizer Franken oder dem japanischen Yen. Insbesondere während der Schwellenländer-Krisen der 90er-Jahre, der platzenden Internetblase 2001–2003, der Finanzkrise 2007–2009 sowie der nachfolgenden Euro-Krise 2011–2013 wertete sich der Schweizer Franken jeweils markant auf.

Bei dieser Kapitalflucht handelt es sich nicht nur um die temporäre Suche nach sicheren Häfen durch ausländische Investoren, sondern auch um massive Repatriierungen von Auslandvermögen durch Schweizer Firmen, Vorsorgeeinrichtungen und Privatpersonen. Alleine während der Eurokrise von 2011 bis 2013 flüchteten über 174 Mrd. Gegenwert aus dem Ausland in den Schweizer Franken.⁴ Dieser Zufluss und die erwähnte Repatriierung von Geldern zeichneten sich massgeblich für den Anstieg in der SNB-Bilanz verantwortlich. So ist es naheliegend anzunehmen, dass bei einer erneuten Eintrübung der Push-Faktoren der Aufwärtsdruck des Schweizer Frankens wieder zunimmt.

³ Beispiel: USA vs. Schweiz von 31.7.1999 bis 31.7.2019: Kumulierte Inflationsdifferenz zulasten der USA von rund 40% (Produzentenpreisindex, Datenbasis IMF) bzw. 33% (Konsumentenpreisindex, Datenbasis IMF). Der Schweizer Franken wertete sich in der gleichen Zeit um 28% gegenüber dem US-Dollar auf.

⁴ Vgl. R. Auer, SNB Quarterly Bulletin 02/2015: „A safe haven: international demand for Swiss francs during the euro area debt crisis“.

Die Strukturen des Finanzsystems (Pipes)

Die Strukturen des globalen Finanzsystems haben sich in der letzten Dekade zusätzlich spürbar verändert. Seit der Finanzkrise stiegen die Eigenkapitalvorschriften für Banken von rund 8% (Basel I) auf bis zu 13% (Basel III) an. Die Handelsbücher der Banken schrumpften gleichzeitig um die Hälfte und die Interbankenliquidität um über 30% seit der Zeit vor der Finanzkrise (2007). Zugleich reduzierte sich der Einfluss der globalen Entwicklungsbanken (Internationaler Währungsfonds, Weltbank) zugunsten neuer regionaler Entwicklungsbanken (AIIB, NDB). Zu guter Letzt nahmen die zahlreichen global tätigen Staatsfonds und Asset Manager massgeblichen Einfluss auf die Strukturen: Das kombinierte Vermögen der weltweit 15 grössten Staatsfonds übersteigt mittlerweile die Summe der Bilanzen der US Notenbank und der Europäischen Zentralbank⁵.

Das Finanzsystem und damit auch die Besitzverhältnisse am globalen Anleihen- und Aktienmarkt haben sich von einem früher durch die Banken dominierten System zu einem von Zentralbanken, Vermögensverwaltern sowie Staatsfonds bestimmten Umfeld verändert. Ein Abflauen dieses Trends ist nicht zu erwarten. Dementsprechend erwarten wir aufgrund von weiteren Vermögenszuwachsen bei diesen Akteuren einen kontinuierlichen Anstieg der Eigentümerkonzentration bei den Aktien und Anleihen sowie eine konstante Beeinflussung kleinerer Währungsräume durch diese Trends.

Es erstaunt uns daher auch nicht, dass verschiedenste Organisationen von G7 bis G30, die Zentralbanken oder die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) sich mit den möglichen Auswirkungen dieser Entwicklung auseinandersetzen: Wie werden sich die zunehmend pro-zyklischen Vermögensflüsse in einem sich verstärkenden Negativzinsumfeld ohne signifikante neue Sicherheitsnetze oder notwendige Wirtschaftsreformen in den nächsten Krisen auswirken? Niemand kann die vorhergehende Frage abschliessend beantworten. Es ist aber möglich zu beurteilen, wie

der Schweizer Franken auf die beschriebenen Faktoren reagieren wird.

Zurück zum Schweizer Franken

Ein nachhaltig schwächerer Schweizer Franken wäre nur in folgenden (hypothetischen) Szenarien denkbar: (1) Die Schweizer Inflationsraten übertreffen jene des Auslands markant. Die Kaufkraft der Schweizer Bevölkerung schwindet, und zum Schutz ihres Vermögens flüchtet sie in ausländische Währungen. (2) Die globale Wirtschaft wächst deutlich stärker als jene der Schweiz und die weltweiten Notenbanken erhöhen kontinuierlich die Zinsen. (3) Die Preisstabilität des Schweizer Frankens wird durch eine zu generöse Fiskalpolitik (Überschuldung), eine fehlgeleitete Geldpolitik (Vertrauensverlust) oder politische Willkür und Rechtsstaatslosigkeit untergraben. Die Schweiz würde ihren Status als sicheren Hafen verlieren.

Das erste Szenario ist im Kontext der historischen Daten nahezu undenkbar. Das zweite Szenario wäre zwar mit Blick auf das globale flauere Wirtschaftswachstum wünschenswert, eine nahezu vollständige Abkopplung der Schweizer (Export-) Wirtschaft von der globalen Entwicklung ist aber kaum vorstellbar, zu flexibel und gut reagieren viele Schweizer Unternehmen auf die Herausforderungen. Auch das dritte Szenario liegt nicht wirklich in einem realistischen Bereich. Es gibt kaum schlüssige Argumente für eine signifikante Abschwächung des Schweizer Frankens.

Im Gegenteil, die erwähnten Pull- und Push-Faktoren sowie die veränderte Struktur des Finanzsystems werden in Krisenzeiten zur nächsten Kapitalflucht und Repatriierung in den Schweizer Franken führen. Die früheren, aktuellen und auch zukünftigen SNB-Interventionen können die Aufwertung des Schweizer Frankens vielleicht etwas dämpfen oder zeitlich verzögern, aber nicht aufhalten. Kann und wird das endlos so weitergehen? Es stellt sich schon heute die Frage nach den Konsequenzen dieser weiter wachsenden Fremdwährungspositionen? Diese Positionen sind nicht nur den Schwankungen des Schweizer Frankens unterworfen, sondern auch der globalen Aktienmärkte.

⁵ Allein das Vermögen des norwegischen Staatsfonds beträgt mittlerweile über USD 1'000 Mrd. und damit mehr als die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank SNB.

Wie wohl werden sich SNB-Direktorium, Politik und Wirtschaftsakteure fühlen, wenn die SNB-Anlageverluste nicht mehr «nur» CHF 23 Mrd. wie 2015 oder CHF 15 Mrd. wie 2018 betragen, sondern beispielsweise über CHF 150 Mrd.? Diese Zahl ist gar nicht so abwegig, nimmt man an, dass die Bilanz bis zur nächsten grösseren Krise nochmals 20% wächst.⁶ Auch stärkere Opposition und Warnungen aus dem Ausland sind denkbar: Schon jetzt bezeichnen die USA zahlreiche Länder der Währungsmanipulation. Fakt ist, dass selbst die massiven Deviseninterventionen der vergangenen zehn Jahre den Schweizer Franken nicht nachhaltig schwächen konnten und die SNB aufgrund der zunehmenden Grösse der Bilanz die Käufe nicht in alle Ewigkeit fortsetzen kann. Auch Don Quijote musste seinen aussichtslosen Kampf irgendwann beenden.

Die Anlegerperspektive

Was bedeutet diese Reflexion für den Anleger mit Referenzwährung Schweizer Franken? Ein permanent hohes Engagement in Fremdwährungen oder die strategische Absicherung von Fremdwährungsrisiken bringen kaum den erhofften Mehrwert. Insbesondere die strategische Fremdwährungsabsicherung unterläuft beim genauen Hinsehen eigentlich die Bemühungen der SNB, den Schweizer Franken zu schwächen. Aus diesem Grund bleibt die Schweizer-Franken-Allokation in unseren Kundenportfolios hoch und wir selektieren die besten Firmen nach Sektoren statt nach Ländern.

Benjamin Schoch

Leiter Asset Management / Analyst Währungen/Anleihen

Die periodisch erscheinenden Studien stehen auf der Website von Albin Kistler als PDF-Download zur Verfügung: www.albinkistler.ch/studien

⁶ Schweizer-Franken-Aufwertung von 10% auf CHF 1'000 Mrd. ergeben 100 Mrd. Verlust. Je nach Krise sind bis zu 40% Verlust auf den globalen Aktienpositionen denkbar,

was bei einer Aktienquote von 20% einem zusätzlichen Verlustpotenzial von CHF 80 Mrd. entspricht. Allfällige Verluste auf dem Anleiheportfolio sind hierin noch nicht enthalten.