



Die SNB ist kein Hedge Fund

Dr. Karsten Junius, CFA

Chief Economist

karsten.junius@jsafrasarasin.com

+41 58 317 32 79

Die anziehende Konjunktur, steigende Inflationsraten und ein fallender Wechselkurs ziehen die Frage nach sich, ob die SNB jetzt nicht auch ihre Bilanzsumme reduzieren könne. Unserer Einschätzung nach ist das kaum möglich solange die Nationalbank den Wechselkurs für hoch bewertet hält und ihre Interventionsbereitschaft als glaubwürdiges geldpolitisches Instrument behalten möchte.

Auf inzwischen 843 Mrd. Schweizer Franken ist die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank zum Jahresende 2017 angestiegen. Das sind rund 125 % des BIP. Manchen wird bei solchen Summen unwohl, da Wechselkursschwankungen oder fallende Aktienkurse sehr schnell dazu führen können, dass die SNB Bewertungsverluste in Milliardenhöhe ausweisen muss. Zudem stellt sich die Frage, ob eine derart grosse Bilanz überhaupt noch benötigt wird. Schliesslich wurde die Bilanz durch Devisenmarktinterventionen aufgebläht als der Franken extrem stark, die Konjunktur schwach und die Inflation negativ waren. Diese Bedingungen haben sich inzwischen komplett gedreht. Der Franken hat in den letzten drei Jahren gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des Britischen Pfundes abgewertet, die Konjunktur boomt und die Inflationsraten steigen unter anderem dank der Wechselkursabwertung deutlich an und werden schon bald wieder über 1% und damit langjährigen Mittelwerten liegen. Ist es also an der Zeit die Bilanz wieder zu reduzieren? Die Fed hat es bereits schon vorge gemacht und reduziert ihre Bilanz nach einem festgelegten Plan. Eine Blaupause für die SNB und sogar eine Möglichkeit enorme Gewinne auf das immense Aktienportfolio und die hohen Devisenreserven zu realisieren?

Aus Portfoliomanagementsicht scheint die Realisierung von deutlichen Kursgewinnen bei gleichzeitiger Risikoreduzierung der Anlagen so kurz nach Jahresbeginn verlockend. Stünde doch so ein einträglicher und ruhiger Jahresverlauf bevor. Die SNB ist aber kein Hedge Fund. Sie tätigt ihre Anlagen nicht aus einem Gewinnmotiv heraus – selbst wenn ihr Wertzuwächse nicht weh tun. Auch kann die SNB ihre Bilanz nicht ganz so geräuschlos reduzieren wie die amerikanische Notenbank. Die Fed tut dies, indem sie auslaufende US-Staatsanleihen nicht durch neue Käufe ersetzt. Ihre Geldbasis sinkt dann ohne Auswirkungen auf den Wechselkurs. Die Anlagen der SNB dagegen bestehen zu 5% aus Gold und zu 94% aus ausländischen Wertpapieren. Davon wiederum sind 21% in Aktien investiert.

Würde die SNB, die von ihr gehaltenen Anleihen auslaufen lassen oder Aktien verkaufen um die Bilanz zu reduzieren, hätte sie zunächst Euro oder US-Dollar Fremdwährung. Diese muss sie dann in Schweizer Franken zurücktauschen. Ohne Auswirkungen auf den Wechselkurs ist dies nicht möglich. Und damit geriete eine Bilanzreduktion in einen Konflikt mit der aktuellen Geldpolitik. Wie könnte die SNB glaubhaft machen, dass sie den Franken weiter für hochbewertet hält, wenn sie ihn selbst zurückkauft? Auch die Interventionsbereitschaft würde als geldpolitisches Instrument wegfallen. Denn sobald es sich herausstellte oder sogar signalisiert würde, dass die SNB eine Bilanzsumme von beispielsweise 850 Mrd. CHF nicht überschreiten möchte oder sogar zurückfahren möchte, wäre ebenfalls klar, dass sie nicht zu unbeschränkten Interventionen bereit ist. Ähnliches gilt, wenn die SNB beispielsweise bei einem Wechselkurs von 1.18 CHF/EUR Devisen verkauft. Sie könnte dann kaum bei einem Kurs von 1.10 CHF/EUR wieder gegen den Franken intervenieren, falls sie das für richtig hielte. Erneut, die SNB ist kein Hedge Fund. Interventionen für und gegen den Franken machen nur Sinn, wenn deutliche Fehlbewertungen vorliegen, die entweder zu niedriger oder zu hoher Inflation zu führen drohen. Das heisst auch, dass eine Bilanzrück-



Finanzmarktkolumne

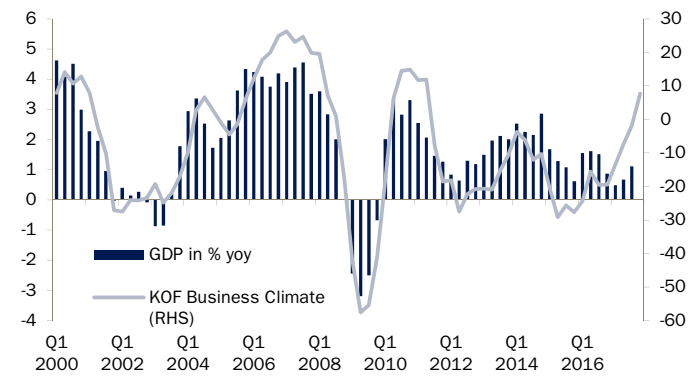
05. Februar 2018

führung erst dann zu erwarten ist, wenn eine zu starke inländische Inflation eine Verringerung der Geldmenge nahe legen würde oder wenn ein zu schwacher Franken zu einer unerwünscht hohen importierten Inflation führt. Absehbar ist beides so schnell nicht.

Entwickeln sich Wechselkurse und Inflationsraten eher in ruhigen Bahnen, dann dürfte wohl wieder die Zinspolitik das Hauptinstrument einer geldpolitischen Straffung werden. Einfach lässt sich auch dies nicht bedienen. Schliesslich sind die Zinsdifferenzen zum Euroraum sehr gering. Eine Zinsanhebung in der Schweiz könnte leicht die geringen Zinsunterschiede komplett nivellieren. Sollte die wirtschaftliche oder Lage in Europa oder global wieder etwas rauer werden und sichere Häfen wie der Schweizer Franken gesucht werden, dann würde kein Renditenachteil starke Kapitalzuflüsse in den Franken aufhalten. Die Konsequenz wäre dann eine erneute Bilanzausweitung. Selbst wenn die Inflation in der Schweiz in den nächsten Quartalen stärker ansteigen sollte als in der Währungsunion, spricht einiges dafür, dass die SNB ihre Zinsen nicht leichtfertig vor der EZB erhöht. Im 2. Quartal 2019 dürfte es bei der EZB so weit sein und im 2. Halbjahr 2019 daher dann bei der SNB, vorausgesetzt Konjunktur und Inflation entwickeln sich so erfreulich weiter wie bislang.

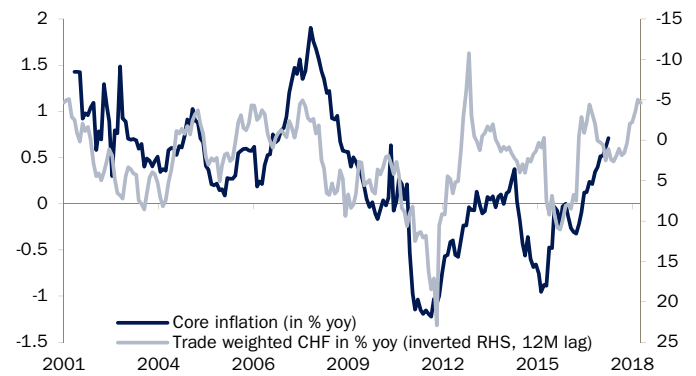
Wer nun dennoch der Meinung ist, die SNB müsse ihre Bilanz schneller reduzieren, kann ihr dabei etwas nachhelfen: Einfach nicht benötigte Franken verkaufen, würde den Prozess etwas beschleunigen.

Abbildung 1: Geschäftsklimaindex deutet auf starkes Wachstum hin



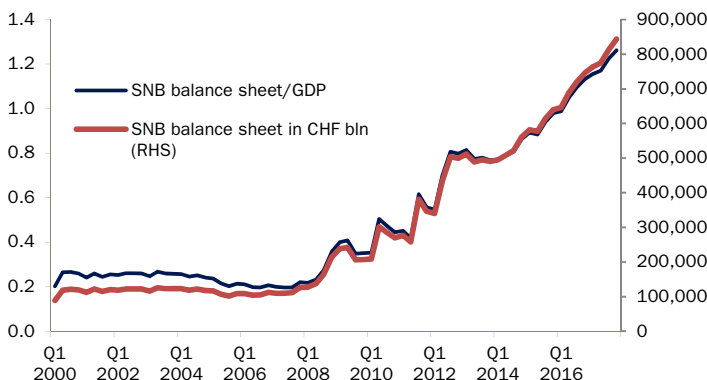
Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 31.01.2018

Abbildung 2: Ein niedrigerer Wechselkurs führt mit Verzögerung zu höherer Kerninflation



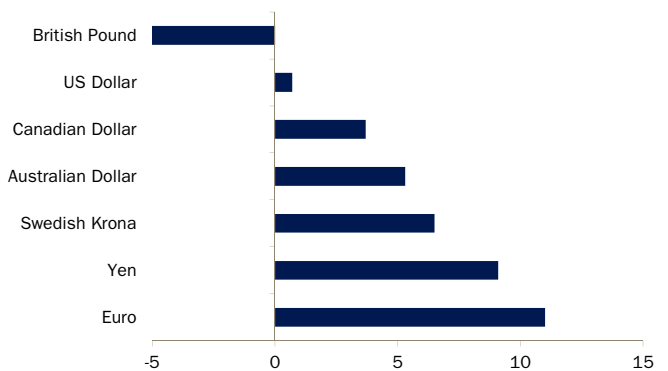
Quelle: Datastream, J. Safra Sarasin, 31.01.2018

Abbildung 3: SNB Bilanz ist auf circa 1,2 Mal GDP gewachsen



Quelle: SNB, J. Safra Sarasin, 31.01.2018

Abbildung 4: % Veränderung von Währungen gegenüber dem Franken seit 31.01.15



Quelle: Bloomberg, J. Safra Sarasin, 31.01.2018



Finanzmarktkolumne

05. Februar 2018

Haftungsausschluss/Wichtige Hinweise

Diese Publikation wurde von der Research Abteilung der Bank J. Safra Sarasin AG («Bank») ausschliesslich zu Informationszwecken erstellt; die Bank ist für den Inhalt dieser Publikation verantwortlich. Die Bank untersteht der Aufsicht der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA.

Die Publikation wurde aus Informationen und Daten aus öffentlich zugänglichen Quellen («Informationen») erstellt, welche von der Bank als zuverlässig und glaubwürdig eingestuft werden. Obwohl die Bank bemüht ist zuverlässig und vollständig Informationen zu verwenden kann sie keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier wiedergegebenen Informationen übernehmen. Mögliche Fehler oder die Unvollständigkeit der Informationen stellen keine rechtlichen Gründe für eine Haftung dar, weder im Hinblick auf unmittelbare oder mittelbare Schäden noch auf Folgeschäden. Die Bank lehnt jegliche Haftung hinsichtlich der Geeignetheit, Aktualität, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Des Weiteren lehnt die Bank jede Haftung für mögliche Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieser Publikation entstehen können, ab.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Anlageberatung, noch ein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen dar. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis für die laufende oder zukünftige Wertentwicklung der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente.

Der Wert eines Finanzinstruments kann auf Grund von Währungsschwankungen sowohl fallen als auch steigen

Die Bank übernimmt weder ausdrücklich noch stillschweigend die Haftung für die künftige Wertentwicklung eines Finanzinstruments. Der Kurs und der Ertrag dieser Finanzinstrumente können sowohl fallen als auch steigen und zu einem Verlust des investierten Betrages führen.

Vor einer Anlage sollte die aktuelle Produktdokumentation gelesen und ein unabhängiger Berater zur Rate gezogen werden.

Direkte Investitionen in U.S. Wertschriften können selbst dann eine Besteuerung nach U.S. Steuerrecht auslösen, wenn der Investor weder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in den USA noch den Status einer U.S. Person inne hat.

Die Bank kann jederzeit die in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente auf eigenen oder fremden Rechnung erwerben oder veräussern oder als Auftraggeber oder Bevollmächtigter in diesen handeln oder für den Emittenten der genannten Finanzinstrumente bzw. einem mit diesem wirtschaftlich oder finanziell eng verbundenen Unternehmen Finanzberatungs- oder andere Bankdienstleistungen erbringen.

Die Bank hat in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen organisatorische und administrative Massnahmen getroffen, um Interessenkonflikte soweit wie möglich zu vermeiden. Reichen die getroffenen Massnahmen nicht aus, legt die Bank den potentiellen Interessenskonflikt offen.

Die Bank hat unter anderem die folgenden Massnahmen getroffen:

1. Errichtung von Informationsbarrieren, wenn ein Informationsaustausch zwischen bestimmten Personen oder Abteilungen zu einem Interessenkonflikt führen könnten.
2. Die Vergütung des/der Autoren (Analysten) dieser Publikation ist unabhängig von deren Empfehlungen oder Meinungen.
3. Regelungen bezüglich der Eigengeschäfte und Geschäftstätigkeiten von Mitarbeitern.

Die Bank wird Interessenkonflikte im Verhältnis zu dem Emittenten des/der in dieser Publikation erwähnten Finanzinstrumente offenlegen, falls:

1. eine Beteiligung von mindestens 3% an den Stimmrechte eines Emittenten, der Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, besteht oder
2. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate Mitglied eines Konsortiums war, das Finanzinstrumente einer der genannten Emittenten im Wege eines öffentlichen Angebots emittierte oder
3. eine Betreuung der Finanzinstrumente dieser Emittenten an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen (Market Maker“) erfolgte oder
4. sie innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate mit einem der erwähnten Emittenten, eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften eingegangen ist oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhalten hat, soweit eine Offenlegung dieser Informationen rechtlich zulässig ist und keine vertraulichen Geschäftsinformationen betreffen
5. mit einem Emittenten, welcher selbst Gegenstand dieser Finanzanalyse ist, eine Vereinbarung über die Erstellung einer Finanzanalyse getroffen haben oder
6. diese sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf einen der genannten Emittenten haben sollte.



Finanzmarktkolumne

05. Februar 2018

Die Angaben zu eventuellen Interessenkonflikten finden Sie jeweils am Ende jeder Finanzanalyse in der Offenlegungsklausel.

Die in dieser Publikation geäußerten Meinungen und Ansichten sind diejenigen des Analysten zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Vorankündigung ändern.

Erläuterung zur Analyse

Tatsachen und Meinungen Dritter (Interpretationen und Schätzungen) erfolgen mit den jeweiligen Quellenangaben. Eigene (Wert-) Berechnungen (Hochrechnungen und Vorhersagen), die das Ergebnis der Arbeit der Research-Abteilung der Bank reflektieren, werden nicht gesondert gekennzeichnet oder hervorgehoben. Die wesentlichen Grundlagen und Maßstäbe eigener Werturteile sind in den Grundlagen der Research Methodologie dargelegt. Bei der Erstellung des Researchs wurden folgende Bewertungsgrundlagen und -methoden genutzt:

Economic & Strategy Research

Auf der Basis von proprietären Modellen werden eigene Prognosen für Wirtschaftswachstum, Inflation, Arbeitslosenquoten und Staatshaushalte und Aussenhandelsbilanzen erstellt. Basierend auf dem makroökonomischen Szenario erarbeiten die Strategen für die drei Anlagekategorien ihre Prognosen für (a) Aktienmärkte, (b) kurz- und langfristige Zinssätze, (c) sowie für die Hauptwährungen. Neben den makroökonomischen Variablen verwendet das Economic & Strategy Research verschiedene Bewertungsmodelle und kurzfristige Markt-Timing-Indikatoren. Der Prognosehorizont für makroökonomische Indikatoren beträgt 2 Jahre, für Finanzmärkte liegt er bei bis zu einem Jahr.

Diese Publikation wurde zum angegebenen Datum erstellt. Die Bank übernimmt keinerlei Pflicht zur Aktualisierung dieser Publikation.

Es können sich Abweichungen zu unseren eigenen Finanzanalysen zu denselben Finanzinstrumenten ergeben, welche in den vorausgegangenen zwölf Monaten erstellt wurden.

Der gesamte Inhalt dieser Publikation unterliegt dem Urheberrecht. Die Verwendung, das Modifizieren, oder Vervielfältigen im Ganzen sowie auszugsweise darf ausschliesslich zum privaten, nicht kommerziellen Gebrauch des Interessenten erfolgen. Dabei dürfen Urheberrechtshinweise und Markenbezeichnungen weder verändert noch entfernt werden. Jede darüber hinausgehende Nutzung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Bank. Dies gilt auch für Weitergabe dieser Publikation.

Distribution von Research-Publikationen

Soweit nicht anders vermerkt, wird dieser Bericht von der Bank J. Safra Sarasin AG, Schweiz verteilt. Diese Publikation darf nur im Rahmen der dafür geltenden Gesetze und Regulierungen verteilt und verwendet werden. Die Bank untersagt insbesondere ausdrücklich jegliche Verteilung und Weitergabe dieser Publikation durch Dritte. Sie lehnt jegliche Haftung für Ansprüche von Dritten, die sich aus dem Gebrauch oder der Verteilung der Publikation ergeben ab.

Bahamas: Diese Publikation wird Privatkunden der Bank J. Safra Sarasin (Bahamas) Ltd. zur Verfügung gestellt. Sie ist nicht bestimmt für die Weitergabe an Staatsangehörige oder Bürger der Bahamas oder an Personen welche gemäss den Bestimmungen über die Devisenkontrolle (exchange control) der Zentralbank der Bahamas als in den Bahamas wohnhaft angesehen werden.

Dubai International Financial Centre (DIFC): Dieses Material ist für die Verteilung durch die Bank J. Safra Sarasin Asset Management (Middle East) Ltd ["BJSSAM"] im DIFC an professionelle Kunden im Sinne der Dubai Financial Services Authority (DFSA) bestimmt. BJSSAM ist von der DFSA ordnungsgemäss autorisiert und beaufsichtigt. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie sich an einen autorisierten Finanzberater wenden.

Dieses Material kann auch Fonds enthalten, die keiner Überwachung oder Genehmigung durch die Dubai Financial Services Authority ("DFSA") unterliegen. Die DFSA ist nicht für die Prüfung oder Verifizierung von Emissions- oder anderen Dokumenten im Zusammenhang mit solchen Fonds verantwortlich. Die DFSA hat weder ein Ausgabedokument noch andere zugehörige Dokumente genehmigt, noch hat sie irgendwelche Schritte unternommen, um die in etwaigen Ausgabedokument enthaltenen Informationen zu überprüfen, demzufolge übernimmt sie für diese auch keine Verantwortung. Die Anteile, auf die sich das Ausgabedokument bezieht, können illiquide sein und/oder Beschränkungen für den Weiterverkauf unterliegen. Potenzielle Käufer sollten ihre eigene Prüfung der Anteile vornehmen.

Hong Kong: Dieses Dokument wird in Hong Kong von der Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin Ltd, Hong Kong Branch ist eine zugelassene Bank im Sinne der Hong Kong Banking Ordinance (Cap. 155 der Gesetze von Hongkong) und eine eingetragene Institution im Sinne der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong).



Finanzmarktkolumne

05. Februar 2018

Monaco: In Monaco wird dieses Dokument von der Banque J. Safra Sarasin (Monaco) SA verteilt, einer im "Fürstentum Monaco" eingetragenen Bank, die von der französischen Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) und der monegasischen Regierung und Commission de Contrôle des Activités Financières (CCAF) beaufsichtigt wird.

Panama: Diese Publikation basiert ausschließlich auf öffentlich zugänglichen Informationen und wird von der J. Safra Sarasin Asset Management S.A., Panama, die von der Securities Commission of Panama beaufsichtigt wird, verteilt.

Qatar Financial Centre (QFC): Dieses Dokument ist für den Vertrieb durch die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC, Qatar ["BJSSQ"] von QFC aus an Geschäftskunden im Sinne der Vorschriften der Qatar Financial Centre Regulatory Authority (QFCRA) bestimmt. Die Bank J. Safra Sarasin (QFC) LLC ist von der QFCRA zugelassen.

Dieses Dokument kann auch kollektive Kapitalanlagen (Fonds) beinhalten, die nicht im QFC registriert oder von der Regulierungsbehörde beaufsichtigt sind. Weder wurde ein Emissionsdokument noch der Prospekt für den Fonds oder sonstige mit diesem im Zusammenhang stehende Dokumente von der Regulierungsbehörde geprüft oder genehmigt. Anleger in den Fonds haben möglicherweise nicht den gleichen Zugang zu Informationen über den Fonds, die sie zu Informationen über einen im QFC registrierten Fonds haben würden. Der Regress gegen den Fonds und/oder darin involvierte Personen kann eingeschränkt oder schwierig sein und muss möglicherweise in einem Land außerhalb des QFC verfolgt werden.

Singapore: Dieses Dokument wird von der Bank J. Safra Sarasin Ltd. Singapore Branch in Singapur, verteilt. Die Bank J. Safra Sarasin, Singapore Branch ist ein befreiter Finanzberater (exempt financial adviser) gemäss dem Singapore Financial Advisers Act (Cap. 110), eine Firmenkundenbank, die nach dem Singapore Banking Act (Cap. 19) zugelassen ist und von der Monetary Authority of Singapore beaufsichtigt wird.

© Copyright Bank J. Safra Sarasin AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bank J. Safra Sarasin AG
J. Safra Sarasin Research
General Guisan-Quai 26
Postfach
CH-8022 Zürich
Schweiz
Telefon +41 (0)58 317 33 33
Fax +41 (0)58 317 33 00