



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
Main Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2011

---

## Die Devisenverluste treffen alle

Ziegler, Alexandre

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich  
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-54029>  
Newspaper Article  
Published Version

Originally published at:  
Ziegler, Alexandre. Die Devisenverluste treffen alle. In: Tages Anzeiger, 6 July 2011, p.9.

Gesamt

Tages-Anzeiger  
8021 Zürich  
044/ 248 44 11  
www.tagesanzeiger.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 205'398  
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich



Themen-Nr.: 377.12  
Abo-Nr.: 1070143  
Seite: 9  
Fläche: 46'268 mm<sup>2</sup>

**Nationalbank** Die Banker argumentieren mit Mythen. *Von Alexandre Ziegler\**

## Die Devisenverluste treffen alle

Regelmässig am Quartalsende entflammt seit rund einem Jahr die Kontroverse über die Deviseninterventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und über die damit verbundenen Verluste für die Schweiz. Die SNB führt für ihr Vorgehen vier Erklärungen an - es sind Erklärungen, bei denen es sich allerdings eher um Mythen als um Realitäten handelt.

Die SNB betont immer wieder, die Devisenkäufe seien notwendig gewesen, um eine Deflationsgefahr - also die Gefahr fallender Preise - abzuwenden. Dass eine solche Gefahr im Frühling 2010 tatsächlich bestanden hat, ist allerdings umstritten. Doch selbst wenn dies der Fall gewesen wäre, waren ungesicherte Devisenkäufe keineswegs notwendig. Es gab Alternativen, bei denen man keine Wechselkursrisiken hätte eingehen müssen.

Zur Bekämpfung einer Deflationsgefahr eignen sich grundsätzlich alle Mittel, welche zu einer Erhöhung der Geldmenge führen, so etwa der Erwerb von Frankentiteln und der Abschluss von Devisen-Swaps. Letztere setzen sich aus einem Kauf von Devisen und einem Verkauf derselben auf Termin zu einem vorher vereinbarten Kurs zusammen. Durch dieses Termingeschäft lässt sich das Wechselkursrisiko eliminieren. Devisen-Swaps gehören durchaus zum Instrumentarium von Zentralbanken; lange Zeit waren sie sogar das Hauptinstrument, mit welchem die SNB die Geldmenge steuerte.

### Diversifikation pflegen

Die SNB behauptet, sie halte ein gut diversifiziertes Portfolio. Auf den ersten Blick sieht dies auch so aus. Ende Mai 2011 hielt die SNB umgerechnet Gold für etwa 44 Milliarden Fran-

ken, Devisen für 203 Milliarden Franken und Frankentitel im Wert von etwa 3 Milliarden Franken. Die Devisenbestände setzten sich aus 55 Prozent Euros, 25 Prozent US-Dollars, 10 Prozent Yen und 10 Prozent anderen Währungen zusammen.

In Wirklichkeit ist das SNB-Portfolio aber nicht besonders gut diversifiziert. Den erwähnten Aktiven, also vorwiegend Gold und Devisen, stehen nämlich Schulden hauptsächlich in Schweizer Franken gegenüber. Dies führt dazu, dass das Gold- und Wechselkursrisiko in der Bilanz der SNB beträchtlich ist. Bei Devisenbeständen von rund 200 Milliarden bedeutet eine einprozentige Veränderung des Wechselkurses des Frankens (gegenüber dem Durchschnitt der gehaltenen Devisen) einen Gewinn oder Verlust von rund 2 Milliarden Franken.

Noch beunruhigender ist die Situation, wenn man die Gold- und Devisenbestände mit den Eigenmitteln vergleicht. Ende Mai 2011 betragen die Eigenmittel der SNB 30 Milliarden Franken (im Jahr zuvor waren es noch 60 Milliarden). Das heisst, dass die Eigenmittel bei einer einprozentigen Veränderung des Wechselkurses um beinahe sieben Prozent schwanken. Wenn die Eigenmittel überproportional auf Kursveränderungen der gehaltenen Aktiven reagieren, spricht man in der Finanzbranche von einem Hebel. Mit einem Wert von über sieben übersteigt der Hebel in der Bilanz der SNB - das Verhältnis der Summe der Aktiven zum Eigenkapital minus 1 - inzwischen denjenigen vieler Hedgefonds.

### Ohne Gewinnziel?

Es kursiert die These, dass Zentralbanken nicht auf die Erzielung eines

Gewinns ausgerichtet seien. Historisch gesehen entstanden viele Zentralbanken als staatliche Einnahmequellen. Heute besteht ihr Hauptauftrag zwar nicht mehr in der Gewinnerzielung. Geld einzunehmen, gehört aber nach wie vor zu den Zielen einer Zentralbank - auch der SNB. Dies belegt etwa die Tatsache, dass Wörter wie «Gewinn» und «Gewinnausschüttung» in der Botschaft des Bundesrats zur Revision des Nationalbankgesetzes (2002) mehr als 130-mal erscheinen. Es heisst dort zudem: «Einnahmenseitig sind für Bund und Kantone vor allem die Notenbankgewinne von Interesse.»

### Die Folgen der Verluste

Auch die These, Zentralbankverluste hätten keine Folgen für die Bürger, trifft nicht zu. Die SNB wird ihre Ausschüttungen an Bund und Kantone für die absehbare Zukunft einstellen müssen. Um den Einnahmefehl zu schliessen, haben diese die Wahl zwischen Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen oder höheren Defiziten. Alle Varianten haben Folgen für die Bürger. Bei Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen sind diese offensichtlich; höhere Defizite sind einfach Ausgabenkürzungen oder Steuererhöhungen, welche noch bevorstehen.

Kurzum: Will man die finanzielle Lage des Staats beurteilen, müssen die Gewinne und Verluste der Zentralbank berücksichtigt werden. Noch vor einigen Jahren waren die öffentlichen Finanzen der Schweiz gesund. Verrechnet man die Verluste der SNB mit den Jahresrechnungen von Bund und Kantonen, scheinen diese Zeiten nun allerdings vorerst vorbei zu sein.

\* Der Autor ist Assistenzprofessor für Finance an der Universität Zürich.

Datum: 06.07.2011

# Tages-Anzeiger

Gesamt

Tages-Anzeiger  
8021 Zürich  
044/ 248 44 11  
www.tagesanzeiger.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 205'398  
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich



Universität  
Zürich UZH

Themen-Nr.: 377.12  
Abo-Nr.: 1070143  
Seite: 9  
Fläche: 46'268 mm<sup>2</sup>



In einer beunruhigenden Situation: Die Nationalbank. Foto: Gaetan Bally (Keystone)