

# Von Normalisierung keine Spur

SNB-Devisenberg kommunizieren – Bills-Handel – Bondmarkt aufgepasst!

Die Zahl wurde mit Spannung erwartet: Ende April hat die Schweizerische Nationalbank (SNB) Devisenanlagen über 153 583 Mrd. Fr. gehalten. En passant: Findige UBS-Ökonomen haben die Zahl vor der Publikation des «Statistischen Monatshefts» am Freitag ausgegraben: auf einer Internet-Seite des Bundesamts für Statistik... Im Kampf gegen eine «übermässige» Frankenaufwertung (die SNB hat nie offengelegt, woran sie Mass nimmt) wurden somit innert Monatsfrist Fremdwährungspapiere über 28 Mrd. erworben. Entsprechend hat sich die Notenbankbilanz ausgeweitet. Die Summe erhöhte sich von 209 auf 227 Mrd. Fr. Das ist das Doppelte des Umfangs in normalen Zeiten (vgl. Grafik links, dort Devisenreserven inklusive internationale Zahlungsmittel).

Angesichts der (Wechselkurs-)Risiken der noch nie dagewesenen Devisenakkumulation täte die SNB gut daran, an die Prinzipien ihres Anlage- und Risikosteuerungsgebarens zu erinnern (Bonitäts-, Zins- und Liquiditätsrisiko) und mit den riesigen Eurokäufen verbundene Anpassungen zu begründen. Zweitens sollte sie die Politik mehr als bisher darauf vorbereiten, dass, falls sie eine Frankenaufwertung – aus welchen Gründen auch immer – nicht länger als «übermässig» taxiert, die (Buch-)Verluste dann den heute für künftige Ausschüttungen reservierten Topf von 19 Mrd. rasch leeren könnten.

In den Tiefschlaf versunken ist der Repomarkt. Das Volumen sank von 11,2 auf 2,4 Mrd. Die SNB verzichtete die ganze Woche auf Repoauktionen. Das stolze

Flaggschiffinstrument der Geldpolitik ist ausser Gefecht gesetzt – ein Flurschaden der «Frankenflutung». Auf der Passivseite sind die Girokonten der Banken und die eigenen kurzfristigen Schuldverschreibungen gewachsen. Mit diesen SNB-Bills wird wie versprochen zumindest ein Teil der über den Devisenmarkt freigesetzten Liquidität abgeschöpft. Ab 31. Mai können die Franken-Bills – die in Dollar refinanzieren den Stabilitätsfonds – nicht nur wie bisher auf der Plattform von Eurex Repo auktioniert, sondern auch gehandelt werden. Ehe sich ein richtiger Bills-Sekundärmarkt einstellt, müsste die SNB aber längere Laufzeiten als die bisherigen sieben Tage begeben.

Geäussert haben sich am Donnerstag zwei Direktoriumsmitglieder, Vize Thomas Jordan in Wettingen und Jean-Pierre Danthine vor der Obligationenkommission Schweiz in Zürich. Jordan unterstrich die neben der Inflation zweite Gefahr einer zu expansiven Geldversorgung: «Zu hohe Erwartungen der Marktteilnehmer an die Verfügbarkeit von billiger Liquidität führen zu Verzerrungen», hielt er fest und nannte den Hypothekarmarkt (die Untersuchung dazu wird im Sommer präsentiert). Eine Frankenaufwertung sei nicht per se problematisch, aber dann, wenn sie mit Deflationsgefahr verbunden sei. Danthine zog eine Parallele zwischen dem Too big to Fail von Banken und überschuldeten Staaten. Man müsse für beide Fälle ein Verfahren für eine geordnete Abwicklung finden. Auch dem Anleihenmarkt stünden damit strukturelle Änderungen bevor. **PK**