

Negativzinsen greifen bei Kassen nicht

Vorsorgewerke helfen bei Frankenschwächung nicht mit. Von Roland Kriemler

Die von der SNB eingeführten Negativzinsen haben nicht dazu geführt, dass Pensionskassen die Fremdwährungsquote ihrer Anlagen erhöht haben. Dies macht Änderungen nötig.

«Die positiven Effekte des Negativzinses überwiegen die negativen», heisst es bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Diese Sicht teilen nicht alle. Sparer, Banken und Pensionskassen leiden unter den Negativzinsen und äussern sich dazu lautstark. Andere Interessengruppen fordern von der SNB, den Franken noch mehr zu schwächen, und nehmen auch noch negativere Zinsen in Kauf. Was soll die SNB tun?

Die Nationalbank lässt sich bei ihrer Geldpolitik nicht in die Karten schauen und noch weniger von Dritten beeinflussen. Das ist sicherlich richtig so. Bei jedem Eingriff muss die SNB aber den Grundsatz der Erforderlichkeit berücksichtigen. Dieser besagt, dass eine Massnahme geeignet sein muss, um das angestrebte Ziel zu erreichen. Was also ist zu tun, wenn man feststellt, dass eine solche nicht greift? Man setzt sie aus und fokussiert auf andere Massnahmen.

Gerade hier ist die SNB in die Pflicht zu nehmen. Denn die Pensionskassen tragen aufgrund der eingeführten Negativzinsen wenig zu ihren geldpolitischen Zielen bei. Sie leiden aber darunter, verändern ihr Risikoprofil und erzielen tiefere Renditen. Um das zu veranschaulichen, reicht ein Blick zurück auf die Zeit vor der Einführung der Negativzinsen: SNB-Erhebungen zeigen, dass der Franken nicht so sehr an Wert gewann, weil verängstigte ausländische Investoren ihre Gelder massenhaft im sicheren Hafen Schweiz anlegten. Es waren vielmehr die Schweizer Anleger selber, die zur Frankenstärke beitrugen. In den Quartalen vor Einführung der Negativzinsen investierten sie keine Gelder im Ausland. Vielmehr wollten sie ihre Auslandsinvestitionen wegen der Unsicherheiten im Euro-Raum reduzieren. Der Franken wurde dadurch immer stärker, weshalb sich die SNB zur Aufgabe des Mindestkurses und zur Einführung von Negativzinsen genötigt sah. Am 15. Januar 2015 senkte die SNB die Negativzinsen von $-0,25\%$ auf $-0,75\%$.

Heute pendelt der Franken gegenüber dem Euro zwischen Fr. 1.08 und Fr. 1.11. Auch ist der Franken gegenüber allen Hauptwährungen – ausser dem Pfund aufgrund des Brexit – schwächer geworden. Ist das auf die Negativzinsen

zurückzuführen? Wie viel davon ist der «natürlichen Korrektur» nach dem kurzfristigen Überschüssen des Frankens zuzurechnen, wie viel den nachträglichen SNB-Interventionen auf dem Devisenmarkt, und welches ist der Einfluss des Brexit? Aussagen dazu sind schwierig. Immerhin zeigen SNB-Publikationen, dass gleich nach dem 15. Januar 2015 vermehrt Kapital ins Ausland floss. Der Kapitalabfluss für das Jahr 2015 war sodann der höchste seit 2007.

Dies belegt, dass Schweizer Investoren ihr Verhalten änderten. Sie verringerten ihre Absicherungspositionen, repatriierten ihre Erträge in Fremdwährungen nicht mehr, sondern reinvestierten sie im Ausland. Dadurch erhöhte sich ihre Exponierung in Fremdwährungen. Man darf also davon ausgehen, dass die Negativzinsen die Anlagen in Franken effektiv weniger interessant gemacht haben. Man kann also feststellen, dass die Einführung von Negativzinsen eine positive Auswirkung (zumindest) auf die geldpolitischen Ziele der Nationalbank gehabt hat.

Diesen Effekt, die Erhöhung der Fremdwährungs-Exponierung, müsste man auch bei der Fremdwährungsquote der Pensionskassen erkennen können. Betrachtet man aber deren Entwicklung, so stellt man fest, dass sich deren Quote über die letzten Jahre sehr stabil zwischen $21,4\%$ und $22,6\%$ bewegt hat. Auch nach dem 15. Januar 2015 blieb sie auf dem Niveau von rund 22% . Die SNB konnte die Pensionskassen also nicht zur gewünschten Reaktion bewegen. Daraus folgt, dass die Vorsorgeeinrichtungen nicht mitgeholfen haben, den Franken zu schwächen. Hingegen verursachen die negativen Zinsen auf SNB-Girokonti Aktivitäten bei den Pensionskassen, die Zusatzkosten verursachen und die Anlagerenditen schmälern.

So kommt man zum Schluss, dass die Pensionskassen nicht den gewünschten Beitrag zur Erreichung der geldpolitischen Ziele leisten. Weil diese Massnahme nicht greift, ist sie demzufolge auch nicht erforderlich. Es muss den Pensionskassen deshalb ermöglicht werden, ihre operativ notwendige Liquidität nicht zu künstlich tief gehaltenen Zinsen halten zu müssen. Dazu hat die Nationalbank ihre getroffene Massnahme «Negativzinsen auf Girokonti ohne Ausnahmen» zu überdenken. Sie muss differenziertere Massnahmen ergreifen, Ausnahmen zulassen und somit den Pensionskassen erlauben, ihre operativ notwendige Liquidität auf Girokonti ohne Zinsbelastung anzulegen. Gemäss Nationalbankgesetz hat die SNB die Kom-

petenz dazu.

—

Roland Kriemler ist Geschäftsführer der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST).