

Wenn die Zentralbank ihr Werkzeug beiseite legt

Zürich, 28. Januar 2015

Nichts hat die Finanzmärkte in den vergangenen Wochen so sehr bewegt wie die Entscheidung der SNB, den Mindestkurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro aufzugeben.

Noch ist nicht vollständig klar, welche Konsequenzen das für die künftige Geldpolitik hat und welche unmittelbare Reaktionen für die Schweiz die beste wäre. Schwierigkeiten für die Nationalbank ergeben sich mit Sicherheit erst einmal aus dem Verlust des Mindestkurses als geldpolitisches Instrument. Künftig wird nicht mehr möglich sein, einen Mindestkurs zu setzen weil die Glaubwürdigkeit der SNB in dieser Frage bis auf weiteres verloren ist.

Folglich wird die SNB kurzfristig auf die Politik der Negativzinsen auf Zentralbankeinlagen und allenfalls verdeckte Devisenmarktinterventionen setzen. Die Schweizer Konjunktur wird in den kommenden Monaten aufgrund des kurzfristigen Verlust der preislichen Wettbewerbsfähigkeit mit grosser Sicherheit stark leiden. Obgleich die SNB-Politik also etliche Probleme schafft, bietet sie jedoch auch Chancen, die die Schweiz sich nicht entgehen lassen sollte.

Eine gängige Begründung des SNB-Entscheids ist der Verweis auf die aufgeblähte Bilanz der Zentralbank, die zum Zeitpunkt der Aufgabe des Mindestkurses im Verhältnis zum Nationalprodukt bereits ein Vielfaches im Vergleich mit der EZB betrug. Augenscheinlich spielte die Furcht vor einem weiteren Anschwellen der Bilanz und die damit verbundenen Verlustrisiken eine gewichtige Rolle. In diesem Sinne sind jedenfalls die Äusserungen des SNB-Direktors Fritz Zurbrügg sowie der SNB-Führung nahestehenden Personen wie Ernst Baltensperger zu verstehen.

Diese Verlustrisiken entstehen durch die Ankäufe von Euros, welche definitionsgemäss Forderungen an die Volkswirtschaften der Eurozone darstellen. Durch einen Wertverlust des Euros, also eine Aufwertung des Frankens, entwerten sich diese Forderungen in Franken gerechnet, was der SNB einen entsprechenden Buchverlust beschert. Durch die Aufgabe des Mindestkurs betrug dieser Verlust geschätzte CHF 38 Mrd, bei einer grösseren Bilanzsumme wäre der Verlust entsprechend grösser.

Es herrscht zwar weitgehend Einigkeit darüber, dass Buchverluste der Nationalbank kein Problem als solches darstellen, da eine Zentralbank im Unterschied zu einem Unternehmen der Privatwirtschaft auch mit negativem Eigenkapital wirtschaften kann. Wenig verstanden ist hingegen die Bedeutung der Euros als Forderung an die Wirtschaft der Eurozone.

Eine Forderung ist trivialerweise nur so viel wert, wie die versprochene Leistung. Eine Währung und Geld allgemein bezieht seinen Wert damit aus dem Vertrauen in die Gültigkeit des zugrundeliegenden Versprechens. Die folgerichtige Frage ist dann, worauf sich das Vertrauen abstützt.

Die Antwort darauf gibt die jeweilige Geldverfassung eines Landes und lässt sich etwa so verallgemeinern, dass dieses Vertrauen abgeleitet wird von den Institutionen, die als Garant des Leistungsversprechens und somit der Währung einer Volkswirtschaft gelten. In modernen Volkswirtschaften sind das üblicherweise die Zentralbank, die Regierung, das Parlament, das qualitative und quantitative Produktionspotential der Volkswirtschaft, die Marktfähigkeit ihrer Produkte, also das gesamte politökonomische System. In vergangenen Metallgeldwirtschaften war es vor allem die Regierung, die etwa den Goldgehalt der Münzen per Prägung mit Portraits hoher Repräsentanten wie dem Monarchen, und damit den Goldgehalt der Geldforderung garantierte.

Schwindet das Vertrauen in die Institutionen einer Volkswirtschaft, so schwindet auch das Vertrauen in die jeweilige Währung. Ist der Vertrauensverlust signifikant, so äussert er sich als Inflation oder eben als Abwertung gegenüber anderen Währungen.

Da der Wert einer Währung von verschiedenen Institutionen abhängt, kann es passieren, dass Marktteilnehmer unterschiedliche Signale erhalten. Es ist zum Beispiel möglich, den Wert einer Währung zu schwächen, weil das Vertrauen in die Regierung schwindet während die Zentralbank weiterhin hohes Vertrauen geniesst. Das dürfte gegenwärtig grundsätzlich beim Euro der Fall sein. Die Regierungen des Euroraumes haben es bislang nicht geschafft, einen Weg aus der Finanzkrise zu finden, was den Euro inzwischen deutlich geschwächt hat. Die Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB wird nun zusätzlich als Schwachesignal der Zentralbank gewertet, was den Wertverlust des Euro weiter beschleunigt.

In der Schweiz ist die Situation eine etwas andere. Zumindest bis zur Aufgabe der Kursuntergrenze genossen Regierung, Zentralbank und der private Sektor das uneingeschränkte Vertrauen der Marktteilnehmer. Die schnelle, koordinierte und letztlich erfolgreiche Antwort auf die Finanzmarktkrise dürfte einer der wichtigsten Gründe dafür in der jüngeren Vergangenheit sein.

Die Marktteilnehmer haben dieses Vertrauen durch massive Frankenkaufe bewiesen. Diese Käufe sind nichts anderes als der Versuch, an der Stabilität und der Zuverlässigkeit des politökonomischen Systems der Schweiz teilzuhaben. Mit anderen Worten, die Zuverlässigkeit und die Stabilität der Schweiz in Form von Schweizer Franken sind ein attraktives Exportprodukt.

Das Vertrauen in die Schweiz kann somit als wertvolle, international geschätzte Ressource verstanden werden. Sie ist darin in etwa vergleichbar mit dem norwegischen Öl und sollte ebenso genutzt werden. Norwegen belegt bekanntlich die Olexporte mit einer erheblichen Exportsteuer und aufnet mit diesen Einnahmen einen Staatsfond, der den Wohlstand des Landes nach dem Ende des Olzeitalters sichern helfen soll.

Die aufgeblahnte Bilanz der SNB ist daher nichts anderes als ein Schweizerischer Staatsfond, der im Interesse der Schweiz sorgfältig verwaltet werden muss. Im Interesse der Schweiz wäre es zum Beispiel, die Euro Guthaben in breit gestreute, dividendentrachtige Anlagen zu investieren, wie es zu einem Teil bereits geschieht. Gleichzeitig würden spürbare Negativzinsen auf Einlagen bei der SNB die Frankenverbindlichkeiten verringern und somit den Handlungsspielraum der Zentralbank erhalten.

Die SNB hat nun allerdings mit ihrem Entscheid, die Untergrenze fallen zu lassen, signalisiert, dass sie die Verantwortung für den Schweizer Staatsfond künftig zumindest nicht mehr allein tragen möchte. Damit fällt diese Aufgabe dem Finanzminister zu, das dadurch gezwungen, eigentliches Neuland zu betreten.

Deutlich wird dies etwa am Ergebnis der jüngsten Auktion von Bundesobligationen. Frankeninvestoren haben zehnjährige Bundesobligationen zu einem Zinssatz von -0.2 Prozent gezeichnet. Dieser negative Zinssatz ist vergleichbar mit der Olexportsteuer Norwegens und stellt nichts anderes dar als eine Dividende auf das Vertrauenskapital, das die Eidgenossenschaft besitzt.

Theoretisch könnte die Eidgenossenschaft unbegrenzt Kredite zu negativen Zinsen aufnehmen, solange sie lediglich von den Renditen zehrt, die geliehene Summe jedoch bei der SNB kostenlos parkiert. Würde der Kredit für laufende Ausgaben verwendet, trüge der Staat das Deflationsrisiko, was weniger attraktiv wäre.

De facto ist die Ausgabe von Bundesobligationen ein risikoloses Zinsdifferenzgeschaft „auf

Kosten“ der SNB aber zugunsten des Bundeshaushaltes denn die SNB wird gezwungen auf einen Teil der Zinsen zugunsten des Bundes zu verzichten. Doch angesichts des Scheiterns der SNB-Mindestkurspolitik hat die Zentralbank keine Alternative zu negativen Einlagesätzen, der Voraussetzung für den risikolosen Profit. Ausserdem können auch Private mit sehr guter Bonität diesen Weg beschreiten, dabei würde aber die Rendite auf das Vertrauenskapital privatisiert, was politisch problematisch wäre.

Das Finanzministerium griffe zwar mit dem grossangelegten Verkauf von Obligationen zumindest indirekt in die Geldpolitik ein. Implizit würde die SNB schliesslich gezwungen, tiefere Zinsen zu verlangen als es ohne die Bundesobligationen als zinsgünstige Alternative möglich wäre. Doch dieser Einfluss ist eine Konsequenz aus dem Verlust des Mindestkurses als geldpolitisches Werkzeug was den Freiheitsgrad der SNB eingeschränkt eine koordinierte Geldpolitik zwangsweise herbeigeführt hat.

Die Eidgenossenschaft steht vor der grossen Herausforderung den wirtschaftlichen Schock der Frankenaufwertung zu meistern. Die effiziente Nutzung ihres Vertrauenskapitals könnte dazu einen wichtigen Beitrag leisten.