

Ende des Mindestkurses – warum, welche Wirkung und Alternativen

Thema 1: Nationalbank unter Druck? National und international
Thema 2: Wer profitiert? Devisenhandel und Banken
Thema 3: Staatsfonds? Eine Alternative?

S. 3 - 10
S. 11 - 16
S. 17 – 21

Von Markus Mugglin, 09.09 2015

«Die Nationalbank hat sich wieder Handlungsoptionen geschaffen.» (Aymo Brunetti, in Handelszeitung, 25. Juni 2015)

«La BNS a perdu son allié de Francfort. Elle avait certainement dû passer un pacte de non-aggression frontale avec la Banque centrale européenne (BCE) au sujet de ce taux plancher. Mais elle a été lâchée. Car la BCE a clairement ouvert les vannes en préparant les achats d’actifs, ce qui va inonder le marché de liquidités (...) La BNS ne pouvait dès lors plus se permettre de poursuivre sa politique.» (Paul Dembinski, in: LaLiberté, 16.01.2015)

Auch ein halbes Jahr nach dem Ende des Franken-Euro-Mindestkurses sind die Beweggründe nicht klar, weshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) diesen Entscheid gefällt hat. War es Kapitulation vor einer drohenden internationalen Spekulation gegen den Franken? War es ein Einknicken gegenüber einer zusehends lauter gewordenen Kampagne von Finanzlobbyisten? War es ein Einknicken vor der Übermacht der Europäischen Zentralbank, die Massnahmen mit dem Ziel einer weiteren Euro-Schwäche angekündigt hatte und ein Entgegenhalten der Nationalbank durch Eurokäufe als «unfreundlichen Akt» angesehen hätte?

Die Entwicklung seit dem Ende des Mindestkurses zeigt aber klar. Die Nationalbank und mit ihr die Schweiz ist in der Defensive. Die angeblich zurückgewonnene Autonomie in der Geldpolitik erweist sich als ideologische Selbsttäuschung. Der Frankenkurs ist weit entfernt von einem Niveau, das die meisten Beobachter als gerechtfertigt erachten. Und schon gar nicht konnte die SNB ihre Bilanz reduzieren, was die Kritiker als vordringlich ansehen. Die SNB muss weiter hin am Markt intervenieren, um wenigstens die Parität 1 zu 1 zum Euro zu verhindern. Ansonsten wird die Hoffnung verbreitet, dass sich die Lage wieder bessern werde. Denn die Marktkräfte würden es richten – als ob die Devisenmärkte in den letzten Jahren einigermaßen ökonomisch sinnvolle und verlässliche Kursentwicklungen ermöglicht hätten. Und reicht das nicht, so heisst es, starke Währung gleich starke Wirtschaft. So versucht man das Nichtstun zu rechtfertigen.

Besser wäre es, entweder die geringe Macht sich einzugestehen und sich zugleich einzubringen in die internationalen Debatten über die weltwirtschaftlichen Entwicklungen und deren Stabilisierung. Und zweitens sollten Diskussionen über Geld- und Währungspolitik kein politisches Tabu sein. Das heisst noch nicht, die Unabhängigkeit der Nationalbank einzuschränken. Denn der wirtschaftspolitische Rahmen, in welchem sie sich bewegen soll und kann, ist auch jetzt gesetzlich und damit politisch fixiert. Die Frage stellt sich deshalb durchaus, ob dieser Rahmen noch stimmt.

1. Die Kapitulation der Nationalbank und Begründungen

Mitte Dezember 2014 deutete nichts auf einen baldigen Kurswechsel weg vom Euro-Mindestkurs. Das Nationalbank-Direktorium «bekräftigte» am 11. Dezember 2014 an seiner traditionellen Jahresend-Medienkonferenz noch selbstbewusst den Mindestkurs von 1.20 gegenüber dem Euro. Die Begründung war ebenso prägnant wie einleuchtend. «Die Deflationsrisiken haben nochmals zugenommen und der Franken bleibt nach wie vor hoch bewertet.» Deshalb zeigte sich die Nationalbank-Spitze gewillt, den Mindestkurs weiterhin mit aller Konsequenz durchzusetzen. Und um jegliche Zweifel zu zerstreuen, äusserte sie sich bereit, «unbeschränkt Devisen zu kaufen».

Mitte Januar 2015 war alles anders. Die Nationalbank hob den Euro-Mindestkurs auf. An der wirtschaftlichen Grosswetterlage mit Deflationsrisiken und hoch bewertetem Franken hatte sich nichts verändert. Der Frankenkurs wurde zwar noch immer als hoch bewertet eingestuft. Doch von Deflationsrisiken war keine Rede mehr. Die Notenbanker rückten jetzt plötzlich andere Argumente in den Vordergrund. Sie erachteten vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Entwicklungen im Euro- und Dollar-Raum die Aufrechterhaltung des Euro-Franken-Kurses als «nicht mehr gerechtfertigt». Und sie betonten viel stärker, dass sich die Überbewertung seit Einführung des Mindestkurses insgesamt reduziert habe.

Als Kompensation für die Aufhebung des Mindestkurses präsentierte die Nationalbank die Senkung der Zinsen in den negativen Bereich.

Erst in den folgenden Tagen wurde allmählich klar, welche Ängste und Gefahren die Nationalbankspitze zur Mindestkurs-Abkehr bewogen hatten.

SNB-Vize Fritz Zurbrügg erschreckte eine Woche nach dem Ausstiegsentscheid in einem «Blick»-Interview (22.01.2015) die Öffentlichkeit mit einem 100 Milliarden-Schock. Die Interventionsbeträge auf einen Monat hochgerechnet, welche die SNB in den Tagen vor dem Entscheid habe aufwenden müssen, hätten sich allein im Januar auf rund 100 Milliarden Franken belaufen. Die Bilanzsumme der SNB hätte folglich nochmals massiv zugelegt – und damit fast auf das Niveau des jährlich erzielten Bruttoinlandprodukts.

Die Devisenbestände der SNB hatten tatsächlich schon im Dezember 2014 deutlich zugenommen – nämlich um gut 32 Milliarden auf insgesamt 495 Milliarden Franken.

Doch es mischten sich offensichtlich auch rein politische statt geldpolitische Gründe in die Entscheidungsfindung ein. SNB-Vize Jean-Pierre Danthine meinte nämlich Ende Januar in einem Interview (Tages-Anzeiger, 27.01.2015), dass wegen allfälligen späteren Verlusten auf den grossen Devisenbeständen kein Geld mehr an Bund und Kantone ausgeschüttet werden könnte. Damit wurde klar, dass politische Überlegungen beim überraschenden Entscheid der Nationalbankspitze eine wichtige Rolle gespielt hat.

2. SNB unter Druck

2.1. Verschiedene Experten - verschiedene Expertisen

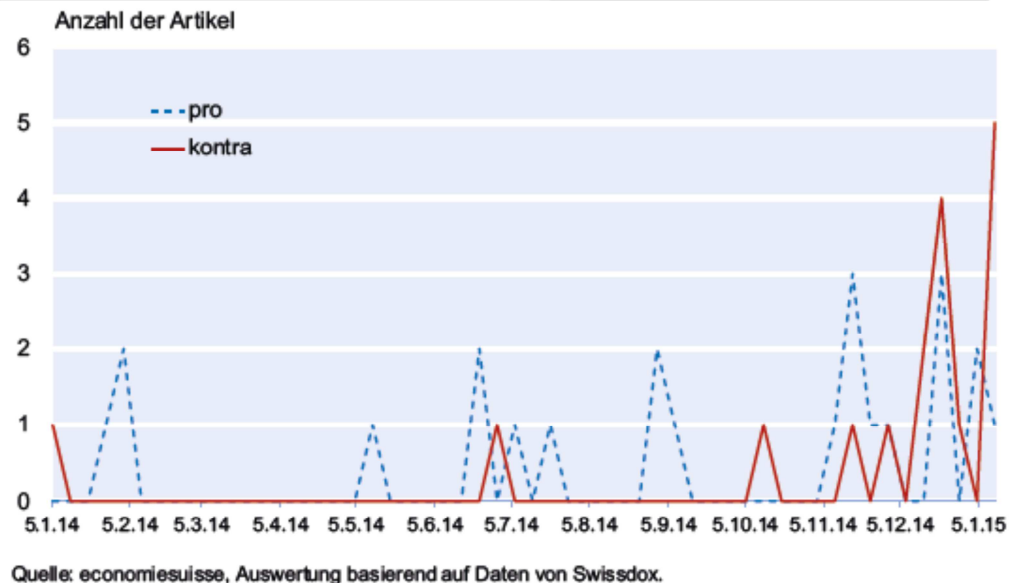
Der Franken geriet nicht nur auf den Devisenmärkten unter Druck. Auch in der Schweiz regte sich Widerspruch. Die aus der Finanzbranche stammende Kolumnisten-Garde von Oswald Grübel, Konrad Hummler, Martin Janssen bis zu Kurt Schiltknecht blies zum Grossangriff auf den Mindestkurs von 1.20. «Jetzt wird es ernst», warnte Ex-Banker Konrad Hummler von seinem Kolumnen-Hochsitz in der «Sonntagszeitung» (11.01.2015), Ex-UBS-Boss Oswald Grübel griff in seiner «Schweiz am Sonntag»-Kolumne (20.12.2014) zum verbalen Zweihänder und bezeichnete den fixen Wechselkurs als Schnapsidee, «Weltwoche»-Kolumnist Kurt Schiltknecht machte sich als Gast in der Samstagrundschau von Radio SRF für eine Absenkung des Kurses auf 1.10 stark. Dazu gesellten sich die ehemaligen Bankenprofessoren der Universität Zürich, Martin Janssen und Hans Geiger. Sie profilierten sich bereits im Abstimmungskampf um die Goldinitiative als Gegner der Nationalbank-Politik. Sie kritisierten insbesondere die über Devisenkäufe verursachte starke Ausweitung der Nationalbank-Bilanz. Ende Jahr empfahl Janssen den langsamen Ausstieg aus dem Mindestkurs, Geiger bezeichnete in seinem wöchentlichen «Insideparadeplatz»-Videotalk die Anbindung an die nicht funktionierende Währung Euro als krank. Der Financier Martin Ebner schliesslich taxierte die Aufhebung als «unausweichlich»

Am 11. Januar erregte der emeritierte Berner Professor Ernst Baltensperger und langjährige Nationalbank-Intimus in einem Grundsatzartikel in der NZZ grosses Aufsehen. Er plädierte für die Auflösung der einseitigen Euro-Bindung. Sie sollte durch die Bindung an die Kursentwicklung eines Währungskorbes ersetzt werden.

Es war eine Medien-Kampagne losgetreten, was deren Promotoren selbstverständlich in Abrede stellten. Offensichtlich und auch belegt ist aber der Schwenker in der Medienberichterstattung. Sie war von fast durchwegs positiv für den Mindestkurs auf mehrheitlich gegen ihn gekippt. Das stellte auch «Economiesuisse»-Chefökonom Rudolf Minsch fest. Er berief sich auf eine Auswertung der Artikel in den deutschsprachigen Schweizer Sonntagszeitungen im Zeitraum zwischen dem 5. Januar 2014 und dem 11. Januar 2015: «Während des Jahres 2014 kamen in den Sonntagsmedien kaum Stimmen zu Wort, die der Mindestkursuntergrenze kritisch gegenüber standen..... Dies änderte sich im Dezember 2014 und vor allem im Januar 2015. Die Sonntagszeitungen berichteten nicht nur häufiger, sondern auch mehrheitlich negativ über die SNB-Politik.» (in: ifo-schnelldienst 05/2015, Rudolf Minsch, Die Frankenaufwertung: Kurzfristig schlecht, langfristig gut, Seite 18). Die wesentlich durch die zu Kolumnisten mutierten Finanzmarkt-Lobbyisten geprägte Medienberichterstattung zeigte Wirkung.

Abb. 2

Presseauswertung pro/kontra Mindestkurs in deutsch-schweizer Sonntagszeitungen



Noch setzten sich die Vertreter des Werkplatzes zur Wehr. Branchenvertreter von der Maschinen- und Metallindustrie, über die Chemie bis zu Tourismus und schliesslich der Arbeitgeberverband. Doch vergeblich.

2.2. Druck von aussen?

2.2.1. Kritik 2012: «Grösster Währungsmanipulator»

Der Mindestkurs geriet medial und auf den Devisenmärkten unter Druck. Nur wenig Kritik gab es hingegen von internationalen Währungsexperten. Zwei Jahre zuvor war das noch anders. Damals gab es harsche Angriffe gegen die Nationalbank. Der Direktor des bekannten Think Tanks «Center of European Policy Studies CEPS», Daniel Gros, hatte die Schweiz als den grössten Währungsmanipulator an den Pranger gestellt. Sie würde gemessen an ihrer Wirtschaftskraft deutlich stärker den Franken- und den Eurokurs manipulieren, als China in den Jahren zuvor seine Währung künstlich tief gehalten habe. Daniel Gros wurde kurz danach vom einflussreichen Peterson Institute for International Economics in Washington sekundiert. Der Vorwurf war happig: «Die Schweiz ist der weitaus grösste Währungsmanipulator im Jahr 2012.»

Nationalbank-Präsident Thomas Jordan sah sich genötigt, der Kritik öffentlich entgegenzutreten. Er tat es sogar in Washington am Sitz des Peterson Institute. Er rechnete den Kritikern vor, dass die Schweiz und ihr jährlich grosser Leistungsbilanzüberschuss ein Sonderfall darstelle. Die Statistik verzerre bzw. überzeichne die Wirklichkeit. Denn nur ein geringer Teil des Überschusses resultiere aus der Differenz zwischen Güterexporten und –importen. Doch nur diese reagierten auf die Wechselkursentwicklung. Die Finanzflüsse aus Bankgeschäften, Direktinvestitionen und durch den Rohstoffhandel – welche die wichtigsten Gründe der schweizerischen Überschüsse darstellten – seien hingegen ohne Bezug zum

Wechselkurs des Frankens. Hinzu kämen statistische Ungenauigkeiten. Beispielsweise würden die Käufe ennet der Grenze nicht eingerechnet. Sie machen aber beträchtliche Summen aus. Ebenfalls nicht berücksichtigt würde, dass hinter den traditionell schweizerischen Grosskonzernen oft ausländische Investoren mit beträchtlichen Aktienpaketen steckten.

2.2.2. 2015: Applaus und das «Ende des Nicht-Angriffs-Pakts» mit der EZB

Nationalbankpräsident Jordan konnte die Kritiker zwar nicht voll überzeugen. Die Kritiker äusserten sich danach aber weniger schroff. Auf den Nationalbank-Entscheid reagierten sie dann aber sehr erfreut. Edwin M. Truman vom Peterson Institute in Washington kommentierte «ein zweifaches Hoch auf die Nationalbank». Zweifach, weil der Entscheid richtig gewesen sei und weil er überraschend ohne jegliche Vorwarnung gefällt wurde. Ein drittes Lob verweigerte der Kommentator, weil damit nur ein falscher Entscheid von 2011 rückgängig gemacht worden sei.

Begrüsszt hat den Franken-Entscheid auch Daniel Gros vom Brüsseler «Centre for European Policy Studies, CEPS». Für ihn markiert er «das Ende eines übersehenen europäischen Währungskrieg». Er habe gar einen wichtigen Einfluss auf die Wirtschaft der Euroländer. Durch den Wegfall der schweizerischen Euro-Käufe stünde die europäische Einheitswährung weniger unter Aufwertungsdruck. Die umfangreichen Käufe in den Jahren seit der Mindestkursfixierung hätten nämlich das bewirkt.

Diese Entwicklung hätte sich noch zuspitzen können. Denn die Europäische Zentralbank hatte bekanntlich ihr «Quantitative Easing»-Programm angekündigt, das gemäss offiziellem Sprachgebrauch die Wirtschaft wieder in Gang bringen und die Inflationsrate erhöhen sollte. Doch mindestens ebenso wichtig, wenn auch nicht ausgesprochen, soll das Programm den Euro schwächen. Ein schwächerer Euro schafft Wettbewerbsvorteile.

Der Euro hat sich auch tatsächlich abgeschwächt. In den ersten sechs Monaten 2015 hat er gegenüber dem US-Dollar um mehr als acht Prozent an Wert eingebüsst.

Hätte die Nationalbank ab Januar 2015 nur annähernd so stark zugunsten des Franken-Mindestkurses intervenieren müssen, wie sie laut Direktionsmitglied Fritz Zurbrügg befürchtet hat, hätte sich die Schweiz ganz offensichtlich gegen die Schwäche-Politik der Europäischen Zentralbank gestellt. Denn eine Intervention im Umfang von 100 Milliarden Euro, wie behauptet, hätte die Euro-Abwertung gebremst. Der «Währungskrieg» wäre kaum mehr übersehen worden. Ein Risiko, das die Nationalbank zwar nie erwähnt hat. Doch es wäre erstaunlich, wenn die von der EZB betriebene Euro-Schwäche den Entscheid der SNB nicht mitbeeinflusst hätte. Denn die verdeckten Abwertungsziele der EZB waren seit längerem allzu offensichtlich. Und da die Schweiz 2014 trotz angeblich überbewertetem Franken einen rekordhohen Handelsbilanzüberschuss erzielte, wäre das Festhalten am Mindestkurs im krisengeplagten Europa nur schwer begründbar gewesen.

Das ehemalige Mitglied des Nationalbank-Direktoriums Jean Zwahlen sah denn auch einen entscheidenden Grund für das Abrücken vom Mindestkurs im gegensätzlichen Verhalten der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Schweizerischen Nationalbank. Die EZB wollte den Euro schwächen, die SNB habe aber diese Politik

«hintertrieben», solange sie am Mindestkurs festgehalten habe. (Le Temps, 27. März 2015, La BNS a-t-elle agi de façon responsable?)

Paul Dembinski von der Universität Fribourg hat am Tag nach dem Entscheid von Mitte Januar eine entsprechende Vermutung geäußert. Dieser zeige, dass die Nationalbank ihren Alliierten in Frankfurt verloren habe. Vorher habe es betreffend Mindestkurs eine Art «Nicht-Angriffspakt» gegeben. Mit dem Entscheid der Europäischen Zentralbank, den Markt im Rahmen des «monetary easing» mit Liquidität zu überschwemmen, habe man den «Nicht-Angriffspakt» beendet. Die SNB habe die bisherige Politik nicht mehr weiter verfolgen können. (LaLiberté, 16.01.2015)

Bestätigt fühlte sich der Blogger George Dorgan, der mit <http://snbchf.com/snb/> einen speziellen Dienst zur Politik der Schweizerischen Nationalbank unterhält. Er wünschte sich seit langem den Abschied vom Euro-Mindestkurs. (vgl. <http://snbchf.com/chf/george-dorgan-cfa-society-slides/>). Dorgan empfand die Argumentation der Nationalbank nie als überzeugend, habe doch der Überschuss im Güterverkehr immer einen wichtigen Teil des Leistungsbilanzüberschusses ausgemacht. Ein Festhalten am Mindestkurs hatte er mal als Instrument einer Industriepolitik kritisiert.

Äusserst zurückhaltend gegenüber der Mindestkurspolitik verhielt sich stets der Internationale Währungsfonds, der sich sonst als Hüter freier Wechselkurse versteht. Noch im Frühjahr 2014 hielt er in seinem «Article IV Consultation – Staff Report» zur Schweiz fest, dass der Mindestkurs aufrechterhalten werden soll, um den Risiken der Deflation entgegenzuhalten.

Für die Weiterführung des Mindestkurses hatte sich der IWF bereits zuvor in der «Switzerland - 2013 Article for Consultation» (March 18, 2013) ausgesprochen. Damals sprach er sich – für den Fall von neuem Aufwertungsdruck - gar für eine verstärkte Abwehr aus. Er sprach sich ergänzend zur Aufrechterhaltung des Mindestkurses zusätzlich für Negativzinsen auf zu grossen Bankvermögen aus. Mit anderen Worten: Der IWF dachte nicht an die Ersetzung des Mindestkurses durch Negativzinsen. Vielmehr sollten bei einer weiteren Zuspitzung der Lage gleich beide Instrumente gegen eine Frankenaufwertung eingesetzt werden.

2.3. Verschiedene Experten - verschiedene Expertisen

Das Ende des Mindestkurses war ein Ende mit Schrecken. Ganz offensichtlich auf den Finanzmärkten. Der Frankenkurs sprang in Sekundenschnelle brutal in die Höhe. Der Euro war am Abend des 15. Januar weniger als ein Franken wert. Es folgte bald eine Korrektur auf mehr oder weniger Parität. Nach drei Monaten pegelte sich der Kurs bei rund 1.04 ein.

In Schockzustand versetzt wurden auch die Experten. Am Tag des Entscheids herrschte «Kannnitverstan» vor. Nicht zuletzt deshalb, weil Nationalbankpräsident Thomas Jordan den Entscheid schlecht begründete – sowohl inhaltlich als auch bezüglich des Termins. Der ehemalige Chefökonom der SNB, Ulrich Kohli, bezeichnete es als unverständlich, dass der Entscheid getroffen wurde, als die Märkte geöffnet waren. Das hat den Eindruck der Panik und der Kapitulation erst recht verstärkt. Der bekannte deutsche Ökonom Hans-Werner Sinn meinte kurz und

bündig: Es habe sich gezeigt, «wie wenig autonom die Schweiz ist». (Weltwoche, 29.01.2015).

In den Tagen nach dem Bruch meldeten sich etwa gleich viel Befürworter wie Kritiker. Gleichzeitig machten Schreckensszenarien die Runde. Die Rezessionsangst ging um, die Angst vor massivem Beschäftigungsabbau.

2.4. Blick zurück aus etwas zeitlicher Distanz

«Die Schweiz erlebt hautnah, was die Lehrbücher der internationalen Makroökonomie als ‚Trilemma‘ beschreiben», meint der in Freiburg in Breisgau lehrende Oliver Landmann. (Oliver Landmann, Nach dem Franken-Schock: Welche Strategie verfolgt die Schweizerische Nationalbank?, in: ifo Schnelldienst 5/2015, 12. März 2015, S. 13) Das Trilemma besteht für die kleine offene Volkswirtschaft Schweiz darin, dass sie nur zwei der drei Ziele freie Kapitalverkehr, stabiler Wechselkurs und autonome Kontrolle der Nationalbankbilanz verfolgen kann. Für die Schweiz als global bedeutender Finanzplatz reduziert sich das Trilemma faktisch gar zu einem Dilemma. Denn der freie Kapitalverkehr ist eigentlich tabu. Also überlässt die Schweiz den Wechselkurs dem freien Spiel auf dem Devisenmarkt oder sie verteidigt einen bestimmten Wechselkurs mit Deviseninterventionen und nimmt selbst eine massive Ausweitung der Nationalbankbilanz in Kauf.

Mitte Januar 2015 hatte die Nationalbank-Spitze eine Kehrtwende vollzogen. Sie gewichtete die Nationalbank-Bilanz höher als den Wechselkurs. Sie riskiert damit aber auch, dass die Schweizer Wirtschaft in eine Deflation und Rezession abdriftet.

Damit hat die Nationalbank ein Nebenziel zu ihrem Hauptziel gemacht, haben der bekannte US-Wirtschaftshistoriker Barry Eichengreen und die in Deutschland lehrende Schweizerin Beatrice Weder di Mauro in einem gemeinsamen Kommentar kritisiert («Central Banks at the Bottom Line», in: www.project-syndicate.org, 12. February 2015, abgerufen, 22.06.2015) Erstes Ziel sollte nach ihnen die Preisstabilität sein, zweites Ziel die Förderung des Wachstums und als drittes Ziel hätten die Zentralbanken die Finanzstabilität zu sichern. Im besten Falle erst an vierter Stelle hätten sie sich um ihre Bilanzsumme zu kümmern.

Die massive Aufwertung des Frankens wirkte sich schnell negativ aus. Das Bruttoinlandprodukt nahm im ersten Quartal ab. Detailhandel und Tourismus reduzierten ihr Personal. Zahlreiche Industrieunternehmen reagierten mit Entlassungen, Kurzarbeit oder Arbeitszeitverlängerungen. Insbesondere die Metall- und Maschinenbaubranchen – die zweitwichtigste Exportbranche – leidet. Ihre Auftragseingänge sind eingebrochen (minus 17 Prozent im 1. Quartal), ein Drittel der Unternehmen befürchtet für dieses Jahr rote Zahlen. Jeder sechste Betrieb überlegt sich Verlagerungen ins Ausland.

Doch es dürfte noch schlimmer kommen. Jan-Egbert Sturm vom KOF meint jedenfalls: «Die Situation ist ernst.» (www.schweizamsonntag.ch, «Damit hat die SNB nicht gerechnet», 13. Juni 2015, abgerufen 22.06.2015). Er höre von vielen Unternehmen, die sich gezwungen sähen, eher im Ausland zu investieren als in der Schweiz.

Eine Untersuchung der Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich sieht den stärksten Einfluss von Wechselkursänderungen zwischen sechs und neun Monaten nach einer Wechselkursänderung. (zitiert von David Iselin, Der Franken-Schock II, in: ifo Schnelldienst 5/2015, 12. März 2015, Seite 12). Im Herbst 2015 lässt sich erst klarer der Schaden abschätzen, den die Nationalbank mit ihrem Januar-Entscheid angerichtet hat.

Was die SNB will, bedarf der baldigen Klärung. Ihr Versprechen, dass der Kurs dereinst zurückkehre zur Kaufkraftparität, mag sich irgendwann erfüllen. Nur hilft das wenig. Denn «falsche» Kurse können sich über Jahre hinweg erstrecken.

Der Chefökonom des Staatssekretariats für Wirtschaft SECO, Eric Scheidegger, äussert sich dennoch optimistisch. Er erwartet das Einpendeln des Wechselkursgefüges innert Jahresfrist. Aus ökonomischer Sicht sei das zu erwarten. (Interview in «Weltwoche» Nr. 26/2015). Eine gewagte Aussage, bei der sich der Verdacht aufdrängt, dass der SECO-Chefökonom aus politischen Motiven die Situation versucht schönzureden. Denn die Lage der Weltwirtschaft ist ungeachtet positiv lautender Prognosen unsicher.

Die wirtschaftliche Entwicklung tendiert offensichtlich nicht automatisch zum Gleichgewicht, wie viele Ökonomen meinen und dabei behaupten, es verhalte sich in der Wirtschaft ähnlich wie mit der Schwerkraft in der Physik. Das behauptete unlängst der Ökonom und Physiker Felix Brill im amtlichen Hoforgan «Die Volkswirtschaft» (Nr. 6/2015, Seite 61). Realistischer ist es, das Funktionieren der Wirtschaft gemäss der Schwerkraft in Zweifel zu ziehen. Der deutsche Ökonom Gustav Horn sagte es unlängst prägnant: «In der Ökonomie fällt der Apfel nicht immer nach unten.» Die Volkswirtschaft als ein Gebilde mit gleichsam naturgesetzlichen Gegebenheiten zu verstehen, bezeichnete Horn als «intellektuelle Verirrung». Denn der Markt ist offensichtlich «nicht inhärent stabil.» (Rede an der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik vom 07.09.2014) Der emeritierte Währungsexperte der Universität Basel, Peter Bernholz, bestätigt das mit Untersuchungen, die bis ins 17. Jahrhundert zurückreichen. Bei geringen Inflationsunterschieden seien mehrjährige Abweichungen von der Kaufkraftparität von plus oder minus 30 Prozent oft vorgekommen (Der «Franken-Schock»: Die Freigabe des Schweizer Franken – wer gewinnt und wer verliert?, in ifo Schnelldienst 5/2015, S. 4).

Jan-Egbert Sturm vermutet, dass die Nationalbank die Lage falsch eingeschätzt hat (Schweiz am Sonntag, 13.06.2015). Sie hätte zwar ein Überschiessen der Kurse noch einkalkuliert, aber zugleich mit einer baldigen Abschwächung auf ein erträgliches Niveau gerechnet irgendwo zwischen 1.10 und 1.20 Franken pro Euro. Doch die Entwicklung verläuft anders – trotz Negativzinsen und anhaltenden Interventionen seitens der Nationalbank. Es gelingt nur gerade noch, einen Kurs von 1.04/1.05 zu halten. Dass die Hoffnung angeblich zuletzt stirbt, bietet wenig Trost.

Getäuscht hat der Glauben an die Marktkräfte und -logik bereits früher. So ist nicht eingetroffen, was die economiesuisse-Ökonomen Rudolf Minsch und Fabian Schnell anfangs 2012 erwartet haben (Mindestwechselkurs von 1,20 – Notmassnahme in turbulenten Zeiten, in Die Volkswirtschaft, 1/2-2012, Seite 32). «Theoretische Modelle und empirische Erfahrungen zeigen, dass sich Währungsverhältnisse langfristig in Richtung Kaufparität orientieren. Mit anderen Worten tendiert der Franken in der

langen Frist ohnehin eher dazu, sich abzuwerten.» – Das mag irgendwann mal der Fall sein. Nur kann das dauern. Und bis sich ein erträglicher Wechselkurs einstellt, ist es für viele Akteure zu spät.

2.5. Warum nicht Mindestkurs plus Negativzinsen ab Dezember 2014?

Was Dänemark weiss, hätte auch die SNB wissen können. So lässt sich eine Beobachtung des SGB-Chefökonom Daniel Lampert zusammenfassen. Denn Dänemark hat nämlich bereits seit Mitte 2012 konsequent eine Politik der Negativzinsen betrieben. Im Frühjahr 2014 hat es die Zinsen zwar wieder über Null steigen lassen. Doch als im Herbst die Unsicherheit wieder zugenommen hat, reagierte die dänische Notenbank erneut sehr schnell mit dem Absenken der Zinsen ins Minus. Die SNB blieb hingegen bei Null. «Das bedeutet», so folgert Daniel Lampert, «dass es sich gegen Ende 2014 zu lohnen begann, Franken zu kaufen und Euro bzw. dänische Kronen zu verkaufen». Es sei deshalb kein Wunder, musste die SNB vermehrt intervenieren, um die Untergrenze von 1.20 Fr./Euro zu halten. «Um weniger intervenieren zu müssen, hätte die SNB frühzeitig Negativzinsen einführen können», folgert Daniel Lampert.

Die Differenz zwischen der Schweiz und Dänemark liegt ausserdem darin, dass die dänische Notenbank seit mehr als dreissig Jahren eine Politik des fixen Wechselkurses betreibt. Zuerst gegenüber der D-Mark und jetzt gegenüber dem Euro mit einer maximalen Schwankungsbreite nach oben und unten 2,25 Prozent. Es herrscht ein breiter politischer Konsens, dass die Notenbank vorrangig für einen stabilen Wechselkurs zu sorgen hat, erklärte unlängst Per Callesen, Mitglied des Direktoriums der dänischen Nationalbank gegenüber der NZZ (6. Juli 2015). Dänemark verfolgt so offensichtlich eine andere Politik als die Schweiz, wo die Wechselkursfrage lediglich mitberücksichtigt wird.

Die SNB hätte dennoch die beiden Instrumente Mindestkurs und Negativzinsen frühzeitig ergänzend einsetzen können, statt – wie dann passiert – den Mindestkurs durch die deutliche Absenkung der Negativzinsen zu ersetzen. Hätte das nicht ausgereicht, um die Interventionen und damit das Aufblähen der Nationalbankbilanz zu stoppen, hätte sie sich noch immer das Ende des Mindestkurses überlegen können.

2.6. Realwirtschaftlicher Hintergrund der Schweiz Ende 2014

Erholung der Exporte, führten 2014 zu rekordhohem Handelsbilanzüberschuss – vor allem dank günstiger Entwicklung im Dollar-Raum

2.7. Was jetzt? – Die SNB im Juni 2015

Nichts soll sich ändern. Die Nationalbank-Spitze betonte an der Halbjahres-Medienkonferenz von Mitte Juni 2015 zwar erneut, dass sie den Franken als deutlich überbewertet taxiert. Doch sie rechtfertigte erneut die Abkehr vom Mindestkurs. Zugleich äusserte sie sich befriedigt, wie das neue Instrument der Negativzinsen wirkt. Sie hätten sich wie erhofft auf den gesamten Markt ausgewirkt und das Zinsniveau generell gesenkt. So habe sich die Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland

wieder erhöht. Und damit verbunden ist die Hoffnung, dass sich so die Überbewertung des Frankens «über die Zeit korrigiert». (Fritz Zurbrügg an der Medienkonferenz des 18.06.2015)

Kurz darauf, als die Griechenland-Krise sich erneut gefährlich zugespitzt hatte, machte sich bei der SNB wieder Nervosität breit. Ihr Präsident Thomas Jordan gestand öffentlich ein, dass die Nationalbank am Markt wieder interveniert habe. Sie sei «zur Marktstabilisierung am Markt aufgetreten». In welchem Umfang sie es getan hat, darüber machte Jordan keine Angaben. Soweit sich statistisch begründete Angaben machen lassen, scheint der Umfang nicht besonders gross gewesen zu sein. In den sogenannten Girosichtguthaben war jedenfalls mit 1,3 Milliarden Franken nur ein kleiner Ausschlag festzustellen. In der Periode seit Mitte Januar gab es Phasen mit grösseren Interventionen – insbesondere in den Wochen unmittelbar nach der Aufhebung des Mindestkurses.

Entsprechend hat sich auch die Bilanz der Nationalbank weiter ausgeweitet. Ende 2014 belief sie sich auf 561 Milliarden Franken, Ende April 2015 dann auf 584 Milliarden Franken. Gemessen am Bruttoinlandprodukt macht das um die 90 Prozent herum aus.

3. Gibt es Gewinner oder fast nur Verlierer?

3.1. Das Spekulieren auf den Frankenkurs ist neu lanciert

Die Aufhebung des Mindestkurses hat die Kursbewegungen verstärkt. Nationalbank-Vize Fritz Zurbrügg hat das an der Halbjahres-Medienkonferenz im Juni 2015 bestätigt. Nach der Aufhebung des Mindestkurses sei die Volatilität stark gestiegen. Sie habe sich zwar seither wieder zurückgebildet, sei aber nach wie vor stärker als vor der Finanzkrise.

Der Schweizer Franken ist am Devisenmarkt wieder gefragt, stellte die NZZ drei Monate nach dem Notenbankentscheid fest (21.04.2015). Aus der Interessenlage eines Devisenspekulanten formuliert heisst es dort: «Die Schweizer Währung profitiert derzeit von der Verunsicherung, die von der sich zuspitzenden Entwicklung in Griechenland ausgeht.» Und weiter: «Die momentane Stärke des Frankens ist ein Spiegelbild der Bedenken und der Verkaufsneigung, die dem Euro entgegenschwappen.»

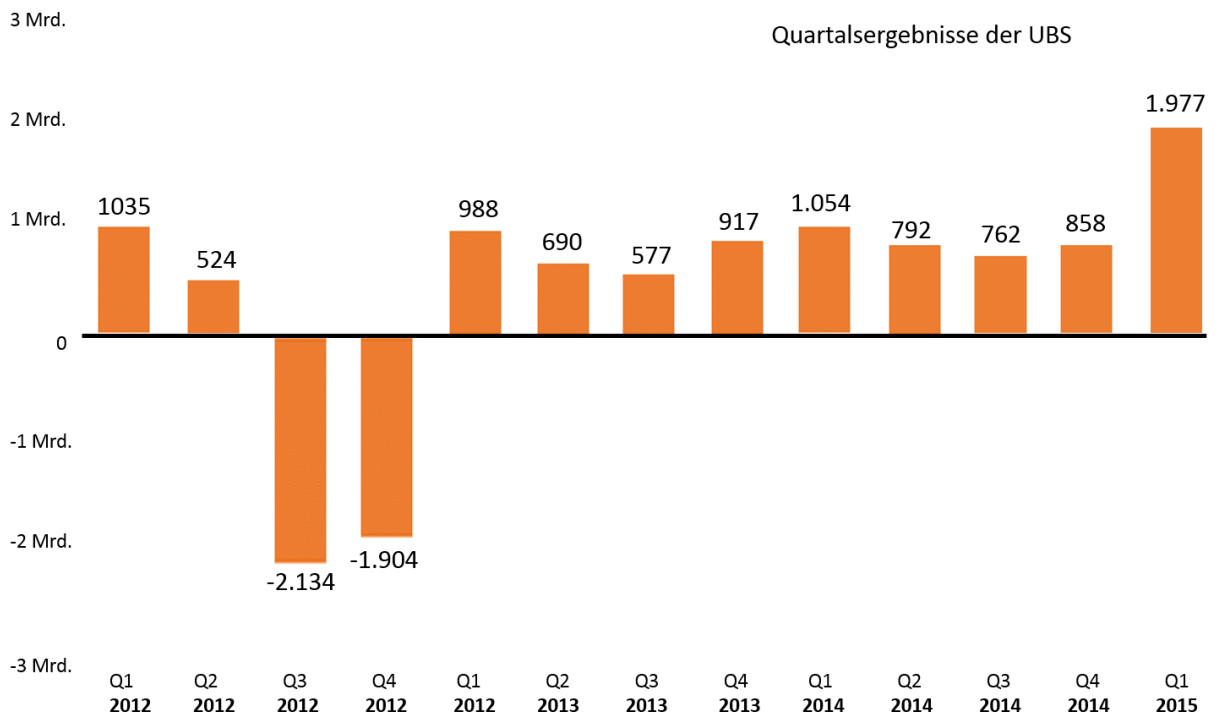
3.2. Für Banken zweischneidig

Der Nationalbank-Entscheid hat auf den globalen Finanzmärkten Schockwellen ausgelöst. Der Frankenwert stieg abrupt und massiv an. Da gab es kurzfristig Gewinner und viele Verlierer. Gemäss Vermögensverwalter Stefan Kasper-Behrs hat die Deutsche Bank am 15.01. rund 130 Millionen Euro Verlust eingefahren, die Citigroup einen Betrag in ähnlicher Höhe, die Saxobank über 100 Mio. US-\$. Der britische Händler Alpari UK musste Insolvenz anmelden, eine andere Finanzgruppe namens FXCM hätte nur dank einer Finanzspritze von 300 Mio. \$ gerettet werden können.

3.3. Volatilität belebt die Devisengeschäfte bei UBS und CS

Es gibt aber auch Gewinner. Der Vermögensverwalter Kasper-Behrs verweist auf die UBS. Sie hat im 1. Quartal 2015 im Bereich «Foreign Exchange, rates and credit» ihren Gewinn gegenüber dem 1. Quartal des Vorjahres um 71 Prozent massiv gesteigert. Ausgerechnet in dieser Periode habe die grösste Schweizer Bank den grössten Quartalsgewinn seit drei Jahren (seit dem 1. Quartal 2012) eingefahren.

Wie ist es möglich, dass die UBS ausgerechnet in dieser Periode den grössten Quartalsgewinn seit drei Jahren (seit dem 1. Quartal 2012) einfährt, während viele der grossen und geübten Devisenhändler und UBS-Konkurrenten enorme Verluste erlitten haben, fragt Vermögensverwalter Stefan Kasper-Behrs und merkte an: «Ein Schelm, wer hier Böses denkt!» (www.finanzmarktwelt.de, Schweizer Franken 1,20-Skandal: Neue brisante Hintergründe, 17. Juni 2015, abgerufen, 19.06.2015).



aus: finanzmarktwelt.de, 17. Juni 2015

Er rekonstruierte den Ablauf des Nationalbankentscheids bzw. die Publikation des Entscheids. Dabei schöpfte er einen Verdacht. Der Frankenkurs sei erst 45 Sekunden nach der Publikation in die Höhe geschnellt. Die Partnerbanken, über welche die Nationalbank ihre Franken-Aufträge abwickeln liess, hätten möglicherweise schneller reagiert, als alle anderen Finanzakteure, die über die Agentur Bloomberg erst nach 1 Minute und 35 Sekunden informiert wurden. Wer Partnerbanken waren, ist nicht bekannt. Doch der Vermögensverwalter vermutet, dass es sich dabei um die grossen Schweizer Banken handeln könnte oder dürfte.

Doch unabhängig vom Verdacht eines allfälligen Konkurrenzvorteils, die UBS hat offensichtlich gute Devisengeschäfte realisiert. Sie hält im Quartalsbericht «UBS, Our financial results, first quarter 2015 report» (S. 47) fest, dass die Volatilität nach dem Nationalbank-Entscheid stark gestiegen sei. Diese habe das Kundengeschäft verstärkt und zu höheren Einnahmen im Devisengeschäft geführt.

Noch im 4. Quartal 2014 resultierten daraus Einnahmen von weniger als 300 Millionen Franken. Im 1. Quartal 2015 hatten sie sich mehr als verdoppelt auf 721 Millionen (Seite 45).

Weniger eindeutig waren die Wirkungen des Nationalbank-Entscheids bei der zweiten Grossbank Crédit Suisse. Aber auch sie profitierte im 1. Quartal 2015. Die Aktionen der Europäischen Zentralbank und der Schweizer Nationalbank hätten zu höher Volatilität geführt und diese wiederum zu besseren Ergebnissen, heisst es im «Credit Suisse Financial Report 1Q15» (Seite 35). Im zweiten Quartal 2015 sah es dann aber schon wieder anders aus, nachdem sich die Kurse wieder einigermaßen stabilisiert hatte, wenn auch auf anderem Niveau. Bei der UBS haben sich die Einnahmen von

«Foreign Exchange, Rates and Credit» wieder mehr oder weniger auf die früher erzielten Beträge reduziert (413 Millionen CHF).

3.3.1. Anklagen von Banken

Es gibt aber auch Klagen von Bankenseite. Der Leiter Wirtschaftspolitik des Verbandes Swissbanking, Martin Hess, wirft der Nationalbank vor, mit ihrem Entscheid «einmal mehr (...) die Last der Wirtschaft aufgebürdet» zu haben. Mit Negativzinsen und Frankenstärke wiege die Bürde für den Bankensektor doppelt schwer. Damit drücke sie «weiter auf die Profitabilitätsbremse». Das Halten der sicheren Liquidität werde ausgerechnet in einer Zeit belastet, in der das Ziel der Finanzstabilität weit über den anderen zu thronen scheine. (Martin Hess, Schwerwiegende Auswirkungen der SNB-Entscheidung, 02.03.2015, aufgeschaltet am 23.06.2015 auf <http://www.swissbanking.org/blob-detail-v2.htm?id=206#sthash.x6wuFJul.dpuf>)

Die UBS befürchtete in ihrem Anfang März 2015 publizierten Bericht «Die Zinswelt steht kopf, Auswirkungen des Negativzinsumfeldes auf die Schweiz» «weitreichende Folgen» für den Schweizer Finanzplatz. Sie veranschlagte die direkten Kosten des Bankensektors auf bis zu einer Milliarde Franken pro Jahr. Am stärksten betroffen würden die ausländischen Banken oder Banken mit einem Geschäftsfokus auf der Vermögensverwaltung und dem Zahlungsverkehr, weniger hingegen die Gross- und Kantonalbanken.

Auch die Vereinigung Schweizerischer Privatbanken übt harte Kritik. Sie wendet sich dabei nicht grundsätzlich gegen die Negativzinsen, sondern gegen die Art und Weise, wie diese erhoben werden. Der Zins sei wie eine Steuer, welcher weder die Gross- noch die Kantonalbanken unterlägen, dafür aber die Vermögensverwalter. Der Grund liegt darin, dass Privatbanken hohe Reserven horten, während Kreditinstitute und Universalbanken ihre Liquidität in Kredite lenken können.

Die Negativzinsen verfehlten aber insbesondere gegenüber ausländischen Anlegern ihre Wirkung. Denn wer «rund 15 Prozent Wechselkursgewinne eingesteckt hat, lässt sich von einer Steuer von jährlich 0,75 Prozent nicht gross beeindrucken.» (www.finews.ch, 10.06.2015, Privatbanken schießen gegen die Schweizerische Nationalbank).

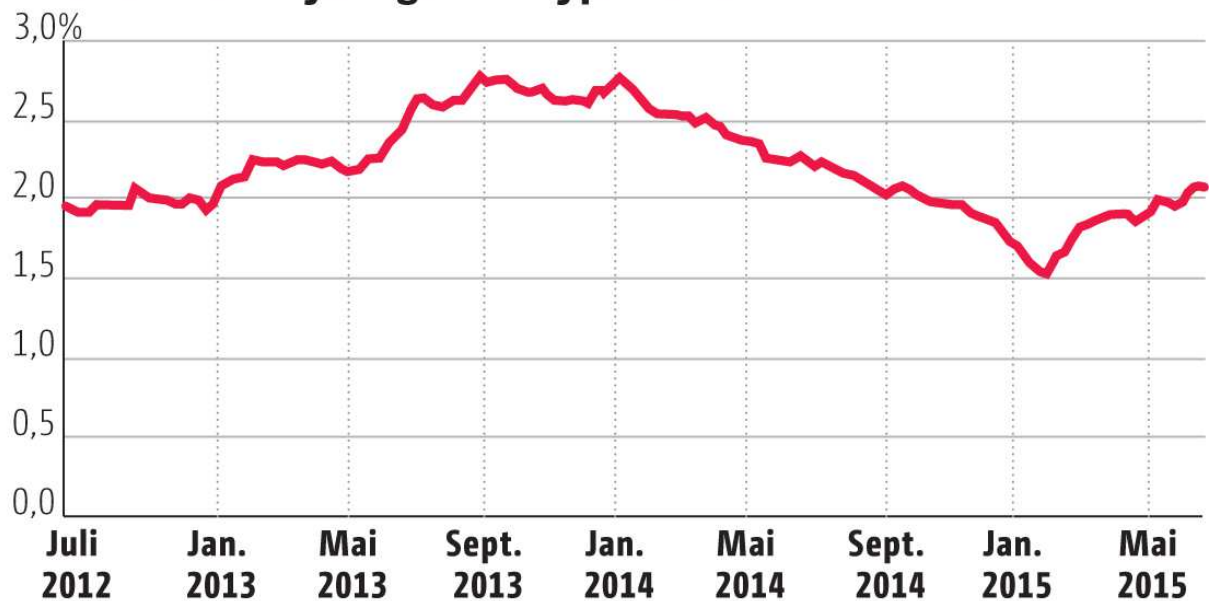
3.4. Negativzinsen und deren Wirkung

Doch trotz der Klagen von Seiten der Banken, die Wirkung der Negativzinsen auf das Bankengeschäft ist nicht eindeutig. «Da klagt die ganze Branche über Minuszinsen und doch steigen die Gewinne», stellt der Finanzjournalist Lukas Hässig fest. (Inside Paradeplatz, Der Reibach mit den Minuszinsen, 22.07.2015). Mit der Differenz zwischen Zinsen auf Einlagen und solchen auf Krediten hätten unzählige Lokal-, Regional- und Kantonalbanken im ersten Halbjahr 2015 deutlich mehr verdient als vor der Einführung des Negativzinses.

Sie nützten die neue Lage, um sich zu Null-Zinsen zu refinanzieren, hätten aber insbesondere im Hypothekengeschäft die Zinsen nach Mitte Januar 2015 zum Teil sogar erhöht. Das gilt besonders für die 10-jährigen Festhypotheken.

Begründet wird dieser Schritt einerseits damit, dass diese mit den Spareinlagen finanziert werden, welche nach wie vor über null liegen. Dazu kommen die Absicherungsrisiken. Das heisst, dass die Banken zusehends Festhypotheken auf lange Frist vergeben (müssen), die Finanzierungskosten nach einer Zinswende aber kurzfristig steigen würden. Sie sichern sich deshalb gegen das Risiko steigender Zinsen ab, was nicht gratis ist. Sie sichern sich aber auch gleich mit steigenden statt sinkenden Hypothekarzinsen ab und können so ihre Zinsmargen erhöhen. Sie finanzieren sich ja zumindest zum Teil zu einem Minuszins von 0,75 Prozent. Sie verrechnen den Kunden aber trotzdem einen Positivzins. Der Finanzjournalist Lukas Hässig hat deshalb geschätzt, dass viele Banken heute eine doppelte Marge einstreichen können. Es gelingt ihnen folglich, von den Negativzinsen zu profitieren.

Zinssatz für 10-jährige Festhypotheken



Grafik BB / Quelle Moneypark.ch

Die Banken tätigen aber nicht für sich, sondern auch für ihre Kunden Absicherungsgeschäfte gegenüber Währungsrisiken. Ein Geschäft, das wegen der Mindestkursfixierung deutlich an Bedeutung eingebüsst hatte. Die Banken reagierten denn auch schnell mit Inseraten, in denen sie auf ihre diesbezüglichen Angebote hingewiesen haben.

Doch nicht alle Akteure des Finanzplatzes vermögen aus den Negativzinsen Profite zu erwirtschaften. Am lautesten klagen die Privatbanken. Aber auch Banken, deren Vermögen die von der SNB gewährte Freigrenze (das 20-fache der Mindestreserven einer Bank) überschreiten, bekommen die Strafzinsen zu spüren. Die Zürcher Kantonalbank soll aufs Jahr gerechnet über 75 Millionen Franken Negativzinsen bezahlen müssen. Bei der Vereinigung Schweizerischer Privatbanken heisst es, dass sich die Gewinne ihrer Mitglieder wegen dieser Massnahme halbieren würden. Die Financier Martin Ebner hat erklärt, dass seine BZ Bank die Strafzinsen nur noch «unter Vorbehalt» bezahle. Er behält sich vor, die Strafzinsen zurückzufordern, wenn sich das Instrument als «ungerechtfertigt» erweisen sollte.

Stark betroffen von den Negativzinsen werden auch die Pensionskassen. Sie müssen notgedrungen hohe liquide Mittel halten, wofür sie nun Negativzinsen entrichten müssen. Es wird ihnen allerdings vorgehalten, dass sie sich bisher zu wenig um eine aktive Anlagepolitik gekümmert hätten. Das gelte es künftig stärker zu gewichten, um weniger von Negativzinsen betroffen zu werden.

Damit wächst allerdings das Risiko, dass Anleger (inklusive Pensionskassen) noch mehr als bisher die Preise auf den Aktien- und den Immobilienmärkten nach oben drücken. Sie können auf realwirtschaftlich unbegründete Höhen getrieben werden, was zu Blasenbildungen führte. Umso grösser werden die Risiken für einen Absturz, sobald die Stimmung umbricht.

Schliesslich stellt sich die Frage, ob die Anleger vermehrt Vermögen in bar halten und - um den Negativzinsen zu entkommen - Ersparnisse aus den Banken abziehen und so die Wirkung der «Strafzinsen» einschränken. Einen gewissen Hinweis vermögen die Daten über den Notenumlauf geben, die monatlich von der SNB publiziert werden. Dort gibt es Angaben zum Umlauf von Tausendernoten. Ende Januar 2015 waren Tausendernoten im Wert von 40,362 Milliarden Franken im Umlauf. Es ist der höchste je im Januar beobachtete Wert. Seither ist er weiter um rund drei Prozent auf 41,59 Milliarden gestiegen. Von einer eigentlichen Flucht ins Bargeld kann damit aber noch nicht gesprochen werden.

3.5. Die Verlierer der Realwirtschaft – wenn auch unterschiedlich stark

- Aktuelle Prognosen schwanken zwischen Rezession und geringem Wachstum
- Folgen werden erst nach sechs bis neun Monaten richtig spürbar
- Wen trifft es und wie stark: die Maschinen- und Metallindustrie, schon bisher
- bedrängte Exportbranchen wie Papier/Druck, Textilien, den Tourismus, den Detailhandel.
- Wen trifft es weniger oder eher nicht? Einige Exportbranchen.

4. Finanz- und Werkplatz Schweiz und der Druck von aussen

4.1. Staatsfonds als Alternative gegen Aufwertungsdruck?

Der im Sommer 2015 abtretende SNB-Vize Jean-Pierre Danthine beklagte sich Anfang Mai in einem Referat über die Schweizer Investoren. Denn die Aufwertung des Frankens seit der Finanzkrise 2008 sei nicht nur das Resultat einer Flucht von Investoren weg aus vermeintlich unsicheren Währungen wie dem Euro und hinein in sichere Häfen. Die Frankenstärke hat laut Danthine auch damit zu tun, dass Schweizer Investoren sich im Ausland überdurchschnittlich mit Investitionen zurückhielten.

So bleiben die traditionell von der Schweiz gegenüber dem Ausland erzielten Überschüsse in der Schweiz liegen. Und weil dem so sei, müsse die Nationalbank diesen Job übernehmen. Sie exportiert Kapital durch den massiven Kauf ausländischer Devisen. Mit anderen Worten, wie die Handelszeitung es formulierte: «Um den Franken zu schwächen, musste die Nationalbank die Arbeit von privaten Investoren übernehmen.» (Handelszeitung, 04.05.2015).

Das Ergebnis ist bekannt. Die SNB weitete ihre Bilanz wegen den Devisenkäufen massiv aus – bis Ende 2014 auf über 80 % des Bruttoinlandprodukts. Sie hat auch nach Mitte Januar 2015 weiterhin interveniert. Ihre Bilanz belief sich Ende April bereits auf 584 Milliarden Franken, was rund 90 Prozent des nationalen Bruttoinlandprodukts entspricht.

Um aus dieser Zwangslage herauszukommen, wurde bereits auf dem Höhepunkt der Krise im Herbst 2012 und jetzt wieder die Idee eines Staatsfonds als Alternative aufgebracht. Er sollte den Widerwillen der Schweizer Investoren Überschüsse im Ausland anzulegen, kompensieren. Zugleich würde er für die Nationalbank den Zwang zu Deviseninterventionen reduzieren.

4.2. Expertenstreit

UBS-Chefökonom Andreas Höffert schlug in einem Kommentar in der Finanz und Wirtschaft (30.04.2015) vor, dass sich «aus einem Teil der Devisenreserven der SNB (...) ein Staatsfonds bilden» liesse. Der emeritierte Ökonomieprofessor der Universität Basel, Peter Bernholz, fragte (und wohl rhetorisch gemeint), warum die Schweiz nicht wie Norwegen Geld ausführen dürfe? Daniel Gros vom bekannten Think Tank Center for Political Studies CEPS in Brüssel stellte schon früher ähnliche Gedanken an – zwar primär für Deutschland mit seinen enormen Überschüssen, doch auch mit einem Seitenblick auf die Schweiz und seinen chronischen Überschüssen seit vielen Jahren.

Umgekehrt äussern manche Experten Bedenken an. Der frühere Nationalbankchef Jean-Pierre Roth bezeichnete den Vorschlag eines schweizerischen Staatsfonds als «schlechte Idee» (Le Temps, 23.03.2015). Im Gegensatz zu Norwegen würde er aus einem künstlichen Erbe gespiesen, nämlich nicht durch den Verkauf von Erdöl, sondern durch selbst gedrucktes Geld. Es würde international auf wenig Verständnis

stossen, wenn mit diesem selbst geschaffenen Geld auf das «Familiensilber» anderer Staaten zugegriffen würde. Es läge aber auch nicht im Interesse der Schweizer Wirtschaft, würde doch diese von der mit schweizerischem Geld gestärkten ausländischen Konkurrenz bedrängt.

Der ehemalige SECO-Chefökonom Aymo Brunetti sieht gleich «rot», wenn von Staatsfonds die Rede ist. Sie «beruhen letztlich auf einer planwirtschaftlichen Philosophie». Er sieht auch die Schuldenbremse gefährdet, sollte der Fonds beim Staat angegliedert sein. Wäre er hingegen bei der Nationalbank, sieht Brunetti deren Flexibilität bedroht. Sie wäre nicht mehr fähig, falls geldpolitisch angezeigt, Vermögensbestandteile rasch zu verkaufen. Oder noch schlimmer: die Politisierung der Nationalbank. Denn sie beteiligte sich an Unternehmen und/oder strategischen Anlagen im Ausland, wodurch sie sich «in politische Gefilde bewegen» würde.

Es wird also ideologisch grobes Geschütz gegen die Idee des Staatsfonds aufgeföhren. Da drängt sich eine nüchterne Analyse der Frage geradezu auf.

UBS-Chefökonom Andreas Höfert hat in einem Kommentar auf offensichtliche Argumentationsschwächen hingewiesen. Er hält dem früheren Nationalbank-Chef Jean-Pierre Roth entgegen, dass sein Argument der «nicht echten Ersparnisse» im Falle der Schweiz zu oberflächlich sei. Denn einer der Gründe für den starken Franken liege gerade darin, dass die Schweiz seit Jahrzehnten «systematisch und signifikant Zahlungsbilanzüberschüsse» anhäuft. Zugleich verfüge die Schweiz über eine Ressource, «die alle auf der Welt haben möchten. Und das ist der Franken.» (Andreas Höfert, in: «Cash»-Interview, 05.06.2015). Um den Frankenanstieg zu bremsen, ist sie aber gezwungen, diese Überschüsse gegenüber dem Ausland auszugleichen. Während den guten Wirtschaftsjahren taten dies die privaten Investoren. Das ist aber in den Krisenjahren nicht der Fall. Stattdessen legt die Nationalbank jetzt Überschüsse insbesondere in europäischen (und dabei insbesondere deutschen) Staatsanleihen an.

Auch die fehlende Flexibilität lässt sich vermeiden. Denn niemand fordert, die Nationalbank sollte ihre gesamten Devisenbestände in Wertpapieren ausländischer Unternehmen anlegen. Flexibel bleibt die Nationalbank noch immer, wenn sie über einen Staatsfonds statt nur 18 Prozent deutlich mehr seiner Reserven in Aktien anlegt. Denn selbst in ruhigeren Zeiten als jetzt in den Krisenjahren sind die Devisenreserven praktisch stetig gewachsen. Die Schweiz erzielt bereits seit mehreren Jahrzehnten mit wenigen Ausnahmen deutliche Leistungsbilanzüberschüsse.

4.3. Zwei Optionen für Umgang mit Leistungsbilanzüberschüssen

Die meisten Länder mit anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüssen häufen entweder bei der Regierung oder bei der Zentralbank umfangreiche ausländische Vermögenswerte auf. Das geschieht entweder über einen Staatsfonds oder über Devisenmarktinterventionen. Länder wie Saudi Arabien oder Norwegen lassen ihre rohstoffbasierten Überschüsse mittels Staatsfonds verwalten, die Schweiz oder Japan mit ihren traditionell privatwirtschaftlichen Überschüssen verlassen sich hingegen auf ihre Zentralbanken und deren Devisenkäufe. Singapur allerdings, das

ebenfalls regelmässig aus privatwirtschaftlicher Aktivität Überschüsse erzielt, lässt diese ebenfalls einem Staatsfonds zukommen.

Es gibt im Wesentlichen zwei Gründe für einen Staatsfonds. Der eine Grund lässt sich aus der Kritik an der Schweiz als Währungsmanipulator ableiten. Der zweite aus «innenpolitischen» Überlegungen, weil ein Staatsfonds Überschussgelder sinnvoller, weniger risikobelastet und ertragreicher anlegen kann als wenn die Nationalbank die Frankenausfuhr einseitig darauf ausrichtet, den Franken gegenüber dem Euro zu schwächen bzw. den Euro zu stärken.

Die Kritik des Währungsmanipulators Schweiz hatten Ökonomen des einflussreichen Washingtoner Think Tanks Peterson Institute for International Economics geäussert. Aus Brüssel war es Daniel Gros vom Think Tank CEPS, der ähnlich argumentierte.

Denn die Schweiz – so Daniel Gros – habe mit dem Mindestkurs nicht nur den Frankenkurs manipuliert. Vielmehr habe sie, indem sie beträchtliche Euro-Beträge gekauft habe, den Kurs der europäischen Einheitswährung gestützt – und dies zum Nachteil der Euro-Exportwirtschaft. Hätte die Europäische Zentralbank im gleichen Umfang Dollars gekauft, wäre der Euro nach Einschätzung von Daniel Gros schon 2012 deutlich schwächer gewesen. Oder die USA hätten damals Gegenmassnahmen ergriffen. (Daniel Gros, Der verdeckte Währungskrieg in Europa, 11. Oktober 2012)

Mit einem Staatsfonds würde die Schweiz nicht mehr nur reagieren auf drohende Frankenaufwertungen. Sie würde vielmehr aktiv dafür besorgt sein, dass die Kapitalüberschüsse reduziert würden. Der Fonds würde tun, was der private Sektor aus welchen Risikogründen offenbar nicht mehr tun will.

Da die Investitionen sowohl regional als auch sektoriell diversifiziert erfolgten, könnten auch die Anlagerisiken reduziert werden. Kommt hinzu, dass ein solcher Staatsfonds nicht auf kurzfristige Rendite aus wäre. Seine Investitionen wären langfristig orientiert. Er könnte mit «Risiken besser umgehen (...) als Privatanleger oder privatwirtschaftliche Finanzinstitute», ist der Direktor des Brüsseler Think Tank CEPS, Daniel Gros, überzeugt. (Daniel Gros, Ein deutscher Staatsfonds zur Rettung des Euro, 05. September 2012).

4.4. Wie es Norwegen macht: Ethische Kapitalanlagen im Ausland

Norwegen verfügt über den grössten Staatsfonds der Welt. Der Wert beläuft sich auf 794 Milliarden Euro (Stand am 26.06.2015 um 10:00 Uhr). Geschaffen wurde er 1997. Alle Öleinnahmen fliessen in diesen Fonds. Damit wird das Primärdefizit des Staatshaushalts finanziert. Der grosse Rest wird gewinnbringend in ausländischen Wertpapieren angelegt. Formell ist das Finanzministerium Eigner des Fonds und entscheidet über die generelle strategische Ausrichtung. Zusätzlich unterliegen Investitionen sozialen, ökologischen und ethischen Vorgaben, die vom Parlament kontrolliert werden. Innerhalb dieses rechtlichen Rahmens wird der Fonds von der norwegischen Nationalbank verwaltet.

Grundsätzlich besteht das Ziel des Fonds darin, die Öleinnahmen zwischen den Generationen zu verteilen (künftige Generationen sollen auch noch vom Ölboom profitieren können, wenn diese dereinst aufgebraucht sind) und gleichzeitig die

Volkswirtschaft vor schwankenden Öleinnahmen und übermässiger Aufwertung der Währung zu schützen.

Dividendenpapiere dominieren mit einem Anteil von mehr als 60 Prozent das Anlageportefeuille. Festverzinsliche Wertpapiere machen mehr als ein Drittel der Anlagen aus. Immobilien spielen eine nur geringe Rolle.

Der Fonds ist weltweit in rund 8'000 Unternehmen aus mehr als 80 Ländern investiert. Dabei spielen die Investitionen in die Schweizer Konzerne Nestlé, Novartis und Roche eine prominente Rolle. Vorrangiges Kriterium sind dabei langfristige Einschätzungen und nicht kurzfristige Trends. Der jährlich erzielte Ertrag ist dennoch beachtlich. Von 1998 bis Ende des 1. Quartals 2015 lag er jährlich bei sechs Prozent. Nach Abzug von Inflation und Managementkosten lag er bei 4,1 Prozent.

Im November 2004 hat das norwegische Parlament ethische Richtlinien für die Verwaltung der Fondsgelder beschlossen. Investitionen in Unternehmen, die schwere Menschenrechtsverletzungen begehen, Kinderarbeit ausnutzen, «besonders unmenschliche» Waffen produzieren oder Tabakprodukte herstellen, sind verboten. Auch Klimaschutz wird als Kriterium aufgeführt. Dazu hat der Finanzausschuss des Parlaments Ende Mai 2015 einstimmig den Rückzug aus Kohleinvestitionen beschlossen. Der Fonds soll seine Anteile an Energie- und Bergbauunternehmen verkaufen, bei denen das Kohlegeschäft mehr als 30 Prozent ausmacht. Konkret wird sich der Fonds aus 50 bis 75 Unternehmen zurückziehen müssen. Es geht dabei um Beteiligungen von vier bis fünf Milliarden Euro. (manager magazin, 28.05.2015).

4.5. Norwegische Lehren für die Schweiz

Für die Schweiz kann es nicht um eine Kopie des norwegischen Fonds gehen. Die Situation ist insofern komplexer, als die potenziellen Einnahmen für einen Schweizer Fonds nicht aus einer einzigen Quelle stammen würden. Es hängt vielmehr davon ab, wie verschiedenste Arten von Akteuren handeln und so zu schweizerischen Überschüssen beitragen oder nicht beitragen und entsprechend die Nationalbank zwingen, Franken ins Ausland zu transferieren.

Zugleich muss die Nationalbank ausreichend flexibel sein, um über Devisenkäufe oder –verkäufe seine geldpolitischen Ziele zu verfolgen. Es kann also nur ein Teil der Überschüsse für Anlagen im Sinne eines Staatsfonds verfügbar sein. Wieviel das sein soll, sowohl absolut als auch anteilmässig, muss genauer abgeklärt werden. Pragmatisch lässt sich immerhin festhalten, dass es sich um einen beträchtlich höheren Anteil handeln kann als die knapp 20 Prozent der Wertbestände, welche die Nationalbank gegenwärtig in Aktien anlegt.

Sinnvoll und angebracht ist es, dass solche Anlagegeschäfte wie im Falle Norwegens ausschliesslich nach Langfriskriterien getätigt und so vergleichsweise wenig riskant angelegt werden. Sie wirken auf den internationalen Finanzmärkten «durch ihren langfristigen Anlagehorizont stabilisierend», wie vor ein paar Jahren selbst Vertreter von Economiesuisse festgehalten haben. (Rolf Schaumann und Gregor Kündig, Staatliche Investitionsfonds – wichtig und unumgänglich in: NZZ, 07.05.2008).

Ergänzend zu klassischen Anlagekriterien gilt es auch Leitlinien hinsichtlich ethischer und Nachhaltigkeits-Kriterien festzuhalten. Die jetzigen Anlagen in Unternehmen der Bereiche Rüstung, Schiefergas oder beim Gentechnikkonzern Monsanto zeigen die Dringlichkeit, präzisere Anlagekriterien vorzugeben. (Le Dimanche Matin, 28.06.2015, «La Banque nationale suisse investit massivement dans le gaz de schiste!) Das kann mit Ausschluss-Kriterien wie Waffen und Tabak beginnen. Es gilt aber auch Kriterien wie schwere Menschenrechtsverletzungen, Kinderarbeit oder Klimaschutz zu berücksichtigen. Dabei soll durchaus der Ansatz eines «aktiven Teilhabers» gewählt werden. Das heisst, dass der neue Fonds auch bei Unternehmen einsteigen kann, die noch nicht perfekt sind, aber zumindest auf dem Weg zu grösserer Nachhaltigkeit und Beachtung der Menschenrechte. Aktiver Teilhaber bedeutet dabei, dass das Gespräch mit den Unternehmen gesucht wird, um diesbezügliche Fortschritte anzuregen.

4.6. Eine Transaktionssteuer zur Abwehr ausländischer Gelder

Statt über die Negativzinsen Vermögensbestände zu besteuern, könnte eine sogenannte Transaktionssteuer die neuen Anlagen bzw. die Zuflüsse in Schweizer Franken belasten. Diesen Vorschlag nach dem Vorbild des US-amerikanischen Nobelpreisträgers James Tobin brachte der an der Universität Fribourg lehrende Ökonom Sergio Rossi in Gespräch. Die Flucht in den Schweizer Franken soll über eine minimale Steuer von 0,01 Prozent vom Schweizer Franken gebremst werden. Erstes Ziel wären nicht möglichst hohe Einkünfte, sondern den Aufwertungsdruck zu reduzieren. Sollte aber der Steuersatz zu wenig abschreckend wirken, könnte der mit der Abgabe eigens geschaffene Fonds kompensierend wirken. Er könnte die unter einem hohen Frankenkurs leidenden Unternehmen und Branchen finanziell unterstützen. Selbst bei einem tiefen Steuersatz könnten gemäss Sergio Rossi jährlich mehr als zwei Milliarden Franken zusammen kommen.

Der Bundesrat hat eine in diesem Sinne formulierte Motion «Steuer auf Spekulationskäufen von Schweizerfranken» bereits abgelehnt. Er bezeichnete sie «im Hinblick auf die Bekämpfung der Überbewertung des Frankens (...)» als «nicht zielführend». Die dahinter steckende Argumentation ist allerdings nicht nachvollziehbar. Der Eindruck ist offensichtlich. Was nicht sein darf, damit will man sich gar nicht seriös auseinandersetzen.

5. Schlussbemerkung

Es ist offensichtlich: Die Franken-Turbulenzen sind Teil der internationalen und insbesondere der europäischen Finanz- und Wirtschaftskrise. Was die Schweizerische Nationalbank auch immer versucht, ihr Spielraum ist begrenzt. Der Finanzplatz Schweiz dient als Zufluchtsort. Für ausländische Anleger aber auch schweizerische, die es vorziehen, ihre Ersparnisüberschüsse «zu Hause» zu belassen statt auf fremde Märkte zu exportieren.

Es geht für die Schweiz nach dem Motto eines ehemaligen US-Finanzministers. Er meinte, die USA haben den Dollar, die anderen dessen Probleme. Statt Dollar und USA gilt das jetzt für Euro und Eurozone. Und zusätzlich hinzu kommt das krasse Fehlmanagement der Europolitiker. Sie haben Europa die «seit jeher längste Periode wirtschaftlicher Stagnation» beschert, wie der in Genf lehrende Charles Wyplosz kürzlich festgestellt hat.

Die Schweiz kann sich zur Wehr setzen. Doch ohne Risiko geht es nicht in diesen aussergewöhnlichen Krisenzeiten. Entweder ist sie bereit, ihre Bilanz effektiv unbegrenzt auszuweiten und blufft nicht nur bis zum Wortbruch. Oder sie wählt frühzeitig einen Massnahmenmix von Negativzinsen und Mindestkurs, statt in einem äusserst kritischen Moment das eine Instrument gegen das andere zu tauschen.

Die Nationalbank hätte das Ende letzten Jahres tun können. Sie hätte das Abwehredispositiv verstärkt und hoffen können, dass die Verteidigung des Mindestkurses weniger Geldeinsatz erfordert. Damit hätte man dem drohenden Vorwurf der Währungsmanipulation vorgebeugt. Die Nationalbank hätte zugleich – angesichts des rekordhohen Handelsüberschusses - eine schrittweise Änderung des Mindestkurses erwägen können. Ruhe bewahren wäre besser gewesen, als in unruhigen Zeiten die Unsicherheit zusätzlich zu schüren.

Wenig zielführend ist das Beklagen der geringen Lust der Anleger, Kapital ins Ausland abzuführen. Die Nationalbank hätte schon längst aktiver sein können. Frei nach dem Leitsatz, wenn die Marktkräfte versagen, braucht es staatliche Eingriffe. Eine offene Diskussion über einen Staatsfonds und seine Möglichkeiten ist deshalb überfällig.

Die Nationalbank hat den Franken-Euro-Mindestkurs wegen der allgemeinen Unsicherheit mit Russland-Sanktionen, Griechen- und Eurokrise und angekündigtem «monetary easing» im dümmsten Moment fallen gelassen. Lag es etwa daran, dass das Nationalbank-Direktorium den Schalmeienklagen der Prognostiker Glauben geschenkt hat – trotz der immer wiederkehrenden zu optimistischen Fehlprognosen. Inzwischen sollte man es wissen. Die Unsicherheiten sind noch längst nicht überwunden. Das Euro-Krisenmanagement scheint ja geradezu unbelehrbar zu sein.