

COVASYS

Gedanken zum SNB induzierten Crash an den Devisenmärkten und der Schweizer Aktienbörse

Klare und unsagbar kostspielige Fehlanalyse der Schweizerischen Nationalbank (SNB)

Die SNB hatte im Jahre 2011 einen Mindestkurs für den Euro eingeführt. Die Massnahme fand grosse Unterstützung in der Politik und sie wurde sogar von liberalen Mainstream-Ökonomen befürwortet. Was als Anbindung an den Euro interpretiert wurde, war aber grundsätzlich eine Begrenzung der Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber allen Währungen. Das hatte auch perfekt funktioniert.

Indem die SNB den Mindestkurs gegenüber dem Euro am 15. Januar 2015 in einer panikartigen Reaktion und – wie noch zu zeigen sein wird – ohne grosse Not aufgegeben hat, hat sie sich nicht nur – wie wohl beabsichtigt – vom Euro, sondern auch von allen anderen Währungen „verabschiedet“. Mit einem Switch zu einem Mindestkurs gegenüber dem erstarkten USD (beispielsweise bei der Parität) hätte sie das Problem der vermeintlichen Anlehnung an eine Schwachwährung elegant lösen und unserer Volkswirtschaft enormen Schaden ersparen können. Höchst wahrscheinlich hätte sie nicht einmal gross intervenieren müssen, weil der US-Dollar bei fast 1.02 deutlich über dem vorgeschlagenen Mindestkurs lag. Aus Angst vor allfälligen Interventionen hätte man das Niveau gegenüber der US-Währung auch bei 0.98 festlegen können – dies hätte einen viel kleineren Schaden angerichtet als die gänzliche Aufgabe des Mindestkurses mit der etwas hilflos anmutenden weiteren Reduktion des ohnehin schon negativen Zinssatzes.

Kosten-Nutzenanalyse des Entscheids

Welche Kosten-Nutzenanalyse lag dem SNB-Entscheid wohl zugrunde? Sie befürchtete – zu Recht oder zu Unrecht, dass sie zur Aufrechterhaltung des Mindestkurses noch massiv hätte intervenieren müssen und so – möglicherweise – die Kontrolle über die monetären Bedingungen verloren hätte – die sie bei einem Zinsniveau von Null ohnehin kaum hat. Welche volkswirtschaftlichen Kosten wären damit für unser Land verbunden gewesen? Eine überbordende Inflation? In einem eher deflatorischen Umfeld? Rechtfertigt dies die Inkaufnahme eines Crashes (an den Aktien- und Devisenmärkten) bzw. die Vernichtung von Vermögenswerten im Umfange von weit mehr als CHF 100 Mia? Rechtfertigt dies die Inkaufnahme einer möglichen oder evtl. sogar wahrscheinlichen Rezession und die Verlagerung einer Vielzahl von Stellen ins Ausland? Wäre da eine weitere Ausdehnung der SNB-Bilanz um ein paar hundert Milliarden nicht kostengünstiger bzw. attraktiver gewesen?

Fiat Geld ist gratis!

Die SNB hat sich möglicherweise auch durch die politisch wie medial orchestrierte Angst vor einer weiteren massiven Ausdehnung der SNB-Bilanz, mit den angeblich hohen Bilanzrisiken zu ihrem verheerenden Entscheid verleiten lassen. Die vermeintlichen Bilanzrisiken haben kein ökonomisches Korrelat, weil die SNB ihr Geld aus dem Nichts schaffen kann (Fiat-Geld). Trotzdem sind die mit den Interventionen erworbenen Aktiva (Euro, US-Dollar, Obligationen, Aktien etc.) Teil des Volksvermögens der Schweizerischen Volkswirtschaft. Die SNB hat mit ihrer Aktion vom 15. Januar grosse Teile davon zerstört.

Norwegen hat seinen Staatsfonds, den es aus dem Nordseeöl speist. Die Schweiz hätte einen Staatsfonds durch das reine und praktisch kostenlose (!) Drucken seiner eigenen Währung errichten können, weil viele Anleger auf der ganzen Welt diese Schweizerfranken halten wollen (aus welchen Angst-Gründen auch immer). Warum sollten wir sie davon abhalten? Jeder Schrotthändler würde sich gerne das Recht geben lassen, Franken kostenlos zu drucken und zum Nominalwert zu verkaufen. Warum die SNB nicht?

Weil sie offensichtlich eine andere Interpretation der Geldschöpfungstheorie anwendet. Das zeigt sich bereits an der Tatsache, dass sie den Notenumlauf als Verpflichtung verbucht, obwohl es sich ökonomisch ganz eindeutig um ihr Eigenkapital handelt – zumindest seit die Eintauschpflicht der Noten in Gold aufgehoben wurde (d.h. seit 1971).

Kaum überzeugende Interventionen

Schon in den Jahren 2010 und 2011 ist aufgefallen, dass die SNB am Devisenmarkt eher dilettantisch interveniert. Das hat sich in den letzten Wochen leider erneut manifestiert. Professionellen Marktteilnehmern ist schon länger aufgefallen, dass die Interventionen eher passiv und ganz sicher nicht mit der notwendigen Überzeugung durchgeführt wurden. Die SNB hatte nie den Versuch gewagt, den Spekulanten mit einer geballten Ladung zwischendurch die Finger gehörig zu verbrennen. Ganz zu schweigen von den gewieften Methoden eines Draghi, der den Mindestkurs wohl nur schon mit Worten erfolgreich verteidigt hätte. Mit ihrer passiven Haltung hatte die SNB die Währungsspekulanten geradezu eingeladen, ihr immer mehr Euros anzudienen. Und alsdann staunte sie über die Riesenmenge die da noch zusätzlich hätte kommen können. Eine etwas gar naive und kaum professionelle Interpretation des Finanzmarktverhaltens. Dieser Eindruck wird leider auch durch ihre Anlagepolitik verstärkt, welche in der Tendenz eher prozyklisch ausgerichtet ist und nicht wie jene des norwegischen Staatsfonds den langfristigen Interessen eines Investors folgt. Geduld und Durchstehvermögen sind auch diesbezüglich die wichtigsten Ingredienzen für den nachhaltigen Erfolg.

Unsere Realwirtschaft einem Dogma geopfert

Insgesamt bleibt leider der Eindruck, dass der zugegebenermassen kaum liberale Mindestkurs dem Dogma freier Devisenmärkte geopfert wurde. Und dies – zu unsagbar hohen Kosten. In diesem Zusammenhang soll daran erinnert werden, dass Milton Friedman, einer der liberalsten Ökonomen aller Zeiten, zu Protokoll gab, dass ein kleines Land wie die Schweiz einen flexiblen Wechselkurs kaum je durchhalten könne, weil die weltwirtschaftlichen Schocks zeitweise

einfach zu gross wären. Warum wollen wir das Gegenteil beweisen? Wer will es wem beweisen? Mit welchen Kosten- und Nutzenüberlegungen? Vielleicht steht auch gar kein ökonomisches Kalkül dahinter, sondern bloss der naive Glaube an ein Dogma, das an den Universitäten gepredigt und offensichtlich gebetsmühlenartig internalisiert wird.

Dr. Chr. Zenger, Wollerau
17.1.2015