

Aufhebung des Euro-Mindestkurses – Negativzinsen als Alternative?

Zur Aufhebung des Euro-Mindestkurses gab es in den Medien kaum nennenswerte Grundsatzkritik. Immerhin verwiesen einige – auch konservative – Berichterstatter auf die mangelnde ökonomische Begründung des Entscheids – ohne diesen Gedanken allerdings bis zur letzten Konsequenz weiterzuverfolgen. Die von der SNB vorgeschobenen Bilanzrisiken sind für eine Notenbank absolut irrelevant, weil sie ihr Eigenkapital jederzeit in jeder beliebigen Menge praktisch kostenlos drucken bzw. buchen kann. Die SNB hätte selbst bei einer viel grösseren Bilanzsumme nie etwas verlieren können. Selbst bei einer markanten Kursschwäche des Schweizerfrankens nicht. In einem solchen Falle hätte sie mit Verkäufen ihrer Devisenbestände sogar Gewinne erzielt (bei CHF 1.5 pro Euro erhielt sie bedeutend mehr Schweizerfranken pro Euro als sie bei 1.08 bezahlt hätte). Bilanzrisiken gibt es bei der SNB schlicht und einfach nicht.

Für das Direktorium der SNB stellte aber bereits die damalige Bilanzsumme von 80% des Bruttosozialprodukts (BSP) ein Problem dar. Dass unsere beiden Grossbanken über eine gemeinsame Bilanzsumme verfügen, die 300% des BSP überschreitet und sie dabei hochriskante Eigenkapitalquoten von weniger als 5% aufweisen, wird bewusst oder unbewusst ausgeblendet – so als ob es die weltweite Finanzkrise nie gegeben hätte. Nicht bei der SNB, sondern bei den Grossbanken liegen die grössten (Bilanz)Risiken unserer Volkswirtschaft!

Singapur hat Devisenreserven in der Grössenordnung von 400% des BSP. Sie sind – im Gegensatz zu Norwegen – ohne jegliche Rohstoffexporte entstanden. Die Märkte wie auch die meisten Ökonomen interpretieren dies nicht als Schwäche, sondern eher als Stärke des Stadtstaates.

Ökonomisch irrelevante Bilanzrisiken der SNB

Diesem Vorbild entsprechend hätte die SNB praktisch kostenlos gedruckte oder gebuchte Schweizerfranken (anstatt wie Norwegen Öl) exportieren und damit unser Volksvermögen steigern können. Der bekannte Ökonom Professor Peter Bernholz unterstützt diesen Gedanken (den wir bereits am 17. Januar 2015 formuliert hatten: „Gedanken zum SNB induzierten Crash an den Devisenmärkten und der Schweizer Aktienbörse“). Professor Didier Sornette von der ETH äussert sich ähnlich. Noch ist es leider nur eine akademische Minderheit, die solches fordert.

Zu Kosten von Null gekaufte Euro-Aktien wären eine sehr rentable Anlage. Bei CHF 2'000 Mrd. und Dividendenrenditen von 2-3% ergäbe dies willkommene Einnahmen von 40-60 Mrd. für unser Land pro Jahr – als ökonomische Entschädigung für unsere wertvolle Zurverfügungstellung eines sicheren Hortes für internationales „Angstkapital“.

SNB-induzierte Aufwertungserwartungen

Die SNB hat mit ihrem Entscheid nicht nur auf diese attraktive Einkommensquelle verzichtet, sie hat vielmehr dazu beigetragen, dass sich die Aufwertungserwartungen perpetuierten. Die Initiatoren des Euro-Mindestkurses (Thomas Jordan war damals schon im Direktorium der SNB!) mussten zumindest in Kauf nehmen, dass es Monate geben würde, in denen die SNB 100 Mrd. oder sogar mehr Euros hätte entgegennehmen müssen. Wäre sie dazu grundsätzlich nicht bereit gewesen, hätte sie den Mindestkurs niemals einführen dürfen.

Mit ihrer Kapitulation vor den „Marktkräften“ hat die SNB am 15. Januar 2015 ihr Eingeständnis einer verfehlten Analyse offenbart. Jedes Elternpaar weiss, dass eine leere Drohung bei seinen Kindern jeglichem Respekt den Boden entzieht. Mit ihrer „Bilanzlüge“ bzw. der leeren Interventionsdrohung hat die SNB ihre Glaubwürdigkeit – nicht nur bei den Devisenmarktteilnehmern – weitestgehend verloren und damit nachhaltigen Schaden für unsere Volkswirtschaft angerichtet. Mit dem Resultat, dass Schweizer Anleger damit begonnen haben, sogar ihre ausländischen Aktienanlagen währungsmässig abzusichern, was vor dem unseligen Euro-Mindestkurs-Aufhebungsentscheid nur ganz vereinzelt der Fall war. Und nun beklagt sich die SNB darüber, dass zu wenige Schweizer Anleger dazu bereit sind, Wechselkursrisiken zu tragen. Sie war und ist es, die insbesondere auch unseren Pensionskassen den Appetit auf Fremdwährungen gründlich verdorben hat.

Damit ergibt sich ein wahrer Teufelskreis. Denn der chronische Leistungsbilanzüberschuss induziert einen ständigen Strom von Auslandswährungen in die Schweiz. Wenn es hier keine Anleger gibt, die dieselben zu halten bereit sind, dann erzeugt dies einen Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken. Wer flexible Wechselkurse aus ordnungspolitischen Gründen favorisiert, sollte auch dazu stehen, dass sich der Schweizerfranken letztlich so stark aufwerten müsste, dass der Leistungsbilanzüberschuss verschwindet. Für die Exportwirtschaft und die gesamte Realwirtschaft wäre dies ein Gau. Ohne ideologische Scheuklappen betrachtet, wäre es zumindest pragmatisch-ökonomisch gedacht opportuner, dass die SNB die Fremdwährungen mittels Devisenmarktkäufen auf ihr Buch nimmt, wenn das Gros der Anleger zu ängstlich ist, die entsprechenden Währungsrisiken zu tragen.

Vor diesem Hintergrund war das ganze Mindestkurs-Experiment der SNB eher von Schaden denn von Nutzen. Es hat mit seinem tragischen Ende zur weiteren Stärke des Schweizerfrankens beigetragen. Die SNB muss sich den Vorwurf gefallen lassen, dass sie selbst – neben dem Leistungsbilanzüberschuss – zu einer systemischen Aufwertungsquelle des Schweizerfrankens geworden ist. Die Hypothese ist nicht ganz abwegig, dass die Schweiz ohne Mindestkurs-Experiment währungsmässig besser dastehen würde.

Marktfeindliche und ineffiziente Negativzinsen

Dass Devisenmarktinterventionen nicht gerade dem Ideal einer freien und liberalen Wirtschaftsordnung anstehen, mag als Argument gelten. Dass sie aber durch ordnungspolitisch bedeutend fragwürdigere Negativzinsen (zumindest teilweise) ersetzt werden, muss doch erstaunen. Diese richten sich direkt und mit marktfremden Eingriffen gegen den Zins als wohl zentralsten Preis einer kapitalistischen Marktwirtschaft. Bernanke hatte zumindest mit Offenmarkt-Mitteln (quantitative Lockerung) versucht, den Zins zu drücken. Die SNB tut es mit dirigistischen und äusserst fragwürdigen Eingriffen. Karl Marx würde sich ob dieser antikapitalistischen Methoden freuen. Es bleibt wohl – wie Professor Hugo Sieber vor vielen Jahren treffend feststellte – den vermeintlichen Anhängern des Kapitalismus vorbehalten, denselben zu Grabe zu tragen.

Mit den Negativzinsen verstärkt die SNB die ohnehin bereits vorhandenen Probleme der 2. Säule. Professor Heinz Zimmermann hält fest, dass das Kapitaldeckungsverfahren in einem zinsfreien Umfeld dem Umlageverfahren unterlegen ist und es so keine Existenzberechtigung mehr hat. Kann es wirklich sein, dass wir diese schweizerische Errungenschaft so leichtsinnig aufs Spiel setzen?

Negativzinsen sind wirtschafts- und ordnungspolitisch letztlich viel schädlicher als noch so hohe Devisenmarktkäufe und möglicherweise von grosser Sprengkraft für das Funktionieren einer Marktwirtschaft.

Falsch ausgestaltete Negativzinsen

Es ist weder effizient, noch ökonomisch sinnvoll, das (gesamte) Zinsniveau in den negativen Bereich zu drücken, um den Wechselkurs des Schweizerfrankens zu schwächen. Der volkswirtschaftliche Kollateralschaden ist viel zu gross – vor allem dann, wenn beispielsweise Negativzinsen von 5% oder mehr notwendig wären, um das Ziel einer Abwertung herbeizuführen. Diesbezüglich gibt es effektivere und ökonomisch sinnvollere Lösungen. Professor Thorsten Hens schlägt beispielsweise vor, auf Frankenanlagen von Ausländern einen Negativzins von 10% zu belasten (und die inländischen Anleger wie Pensionskassen unbehelligt zu lassen).

Noch effizienter wäre es, beim eigentlichen Handel mit Schweizerfranken anzusetzen und ihn mit einer Börsenpflicht zu versehen. Warum soll jede kleine Aktie an einer transparenten Börse gehandelt, der volkswirtschaftlich viel bedeutsamere Schweizerfranken dagegen dem intransparenten ausserbörslichen Handel überlassen werden?

Man könnte drei Börsenplätze (Zürich, New York und beispielsweise Hongkong) mit dem alleinigen Recht betrauen, unsere Währung in den verschiedenen Zeitzonen zu handeln. Dies mit der Auflage, dass die jeweiligen Börsen der SNB spezielle Gebühren, Tobin-Steuern oder eben Negativzinsen abliefern müssten. Schweizerfranken, die nicht an einer dieser Börsen mit ausländischen Devisen gekauft würden, sollten für wertlos erklärt.

Die Negativzinsen könnten up-front im Sinne einer Quellensteuer auf jeder Kauftransaktion von Schweizerfranken erhoben und bei der SNB (bzw. einem von ihr betrauten Institut) zurückgefordert werden, wenn es sich um eine Transaktion mit realem oder investivem Hintergrund handelt. Mit einer Betragsgrenze von beispielsweise einer halben Million CHF liesse sich auch der Aufwand beschränken. Der reine Devisenspekulant (Kauf per Kasse oder Termin), der beispielsweise 10% Negativzins bezahlen müsste, hätte keine Möglichkeit zur Rückforderung und so auch kaum ein Interesse an der Transaktion. Wenn er zur Umgehung Schweizer Aktien oder Obligationen kaufen würde, könnte das Rückforderungsrecht an eine zeitliche Haltedauer von beispielsweise einem Jahr gekoppelt werden.

In „normalen“ Zeiten würden die Gebühren und Negativzinsen auf Null zurückgefahren und die freien Marktkräfte kämen wieder voll zum Zuge. In „extremen“ Zeiten liessen sich die Notmassnahmen gleichsam über Nacht einführen – bei einem spekulativen (und unerwünschten) Schwächeanfall des Schweizerfrankens möglicherweise mit Negativzinsen auf den Verkaufstransaktionen.

Dr. Chr. Zenger
Februar 2016