

Wem dient die Nationalbank?

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat ausländische Devisen angehäuft, um zugunsten der Exporteure den Franken zu schwächen. Das Resultat ist eine Reduktion des Volksvermögens. Über die Risiken wird bisher kaum diskutiert. *Von Beat Gygi*

In der Schweizerischen Nationalbank ist in den vergangenen Jahren ein Riesengebilde herangewachsen, das vielen nicht geheuer ist: Die Posten in der Bilanz der Nationalbank, der SNB, summieren sich mittlerweile auf über 800 Milliarden Franken, das ist mehr als das Vermögen, das in der zweiten Säule der Altersvorsorge seit deren Gründung Mitte der achtziger Jahre bis heute angespart worden ist. Es ist auch deutlich mehr als die gesamte jährliche Wirtschaftsleistung der Schweiz, das Bruttoinlandsprodukt, das 2017 etwa 650 Milliarden Franken betrug. Je grösser der Schatz wird, desto stärker kommen seine Hüter – die zugleich Hüter der Währung sind – im Team von Direktoriumspräsident Thomas Jordan unter Druck, dem Publikum ihren Umgang mit dem Riesenvermögen zu erklären.

Gierige Blicke

In Referaten legt das für die Umsetzung der Anlagepolitik zuständige Direktoriumsmitglied Andréa Maechler dar, wie sich die SNB zur «professionellen Investorin» gewandelt habe; die Anlagepolitik sei eine Kernaufgabe der Nationalbank, man arbeite nach Prinzipien grosser institutioneller Vermögensverwalter, die SNB sei eine «Pionierin unter den Zentralbanken bei der Optimierung des Risiko-Rendite-Profiles». Auch die mit der Bilanz verbundenen und je nach Marktstimmung stark schwankenden Rechnungsabschlüsse ziehen heute viel mehr neugierige und gierige Blicke auf sich als früher. Der Jahresüberschuss 2017 von 54 Milliarden Franken weckt Begehrlichkeiten bei vielen, die daran teilhaben möchten, vor allem bei Kantonsregierungen oder bei Linken, die die AHV subventionieren möchten. Überall spriessen Vorschläge, wie die SNB mit ihrer Bilanz im Stil eines Staatsfonds wachstumsfördernd oder sozialpolitisch tätig sein könnte; der frühere SP-Politiker Peter Bodenmann hat gar vorgeschlagen, die 800 Milliarden aus der SNB-Bilanz unter die Einwohner zu verteilen, jedem also 100 000 Franken zuzustecken.

Der Wandel der Nationalbank zur investierenden Institution und die ganze Unruhe im Publikum fordern vor allem in der Finanzbranche von etlichen Seiten Widerspruch heraus, einer ihrer Exponenten bringt die Frage auf, die viele in Verlegenheit versetzt: «Wie kann die SNB als Zentralbank einfach Geld drucken, dafür Devisen kaufen und daraus einen Investitionsfonds machen? Was ist die Lo-

gik hinter einem solchen Ansatz?» Die SNB könne laut eigenen Aussagen unbegrenzt Geld drucken, und dafür kaufe sie reale Vermögenswerte von anderen Staaten – es sei erstaunlich, dass diese zustimmten. Anders liege der Fall, wenn ein Land wie Norwegen aus den Erdölöleinnahmen einen Investmentfonds schaffe, dahinter stehe ein natürliches Vermögen aus Rohstoffvorkommen, dies im Gegensatz zur Schweiz.

Wenn alle Zentralbanken so handelten, würde dies zum Chaos führen. Irgendwann würde man nämlich einsehen, dass nicht alle Länder einfach Geld drucken und sich damit gegenseitig die Assets abkaufen könnten, sonst könne irgendwann die gegenseitige

Sollte eine Krise aufflammen, so könnte man am Zins praktisch nichts mehr ändern.

Enteignung ausländischer hoheitlicher Investoren die Folge sein. Im Moment werde das Verhalten der SNB wohl geduldet, weil sie im weltweiten Vergleich relativ klein sei. Die Nationalbank-Führung dagegen kann auf den gesetzlichen Rahmen verweisen, in dem sie operiert. Seit 1997 darf sie auch Devisenreserven mit langer Restlaufzeit kaufen, und das neue Nationalbankgesetz weitete 2004 den Anlagespielraum nochmals deutlich aus, da wurde die Anlagepolitik zu einer Kernaufgabe der SNB.

Ernst Baltensperger, emeritierter Professor für Ökonomie an der Universität Bern und Experte für Geldpolitik, warnt ebenfalls vor der

Auffassung, die Nationalbankbilanz sei eine Art Geldschatz. Der norwegische Erdölfonds sei ganz anders gelagert, das seien volkswirtschaftliche Ersparnisse. Das Nettovermögen der SNB sei zwar auch Volksvermögen, aber eben netto, und das heisse, dass die Gegenposten in der Bilanz, die Schulden dagegen zu verrechnen seien, grossenteils Giroguthaben der Banken bei der SNB und andere Verbindlichkeiten. Wer also die 800 Milliarden Währungsreserven an die Leute verteilen wollte, müsste dann auch praktisch gleich hohe Schulden mitverteilen. Und was wäre, wenn man vorher die Währungsreserven verkaufen und in Franken wandeln würde? Dann würden all die Franken wieder aus dem Verkehr gezogen, die man im Zuge der Geldpolitik jahrelang in den Markt geschüttet hatte, um den Frankenkurs schwächer zu machen.

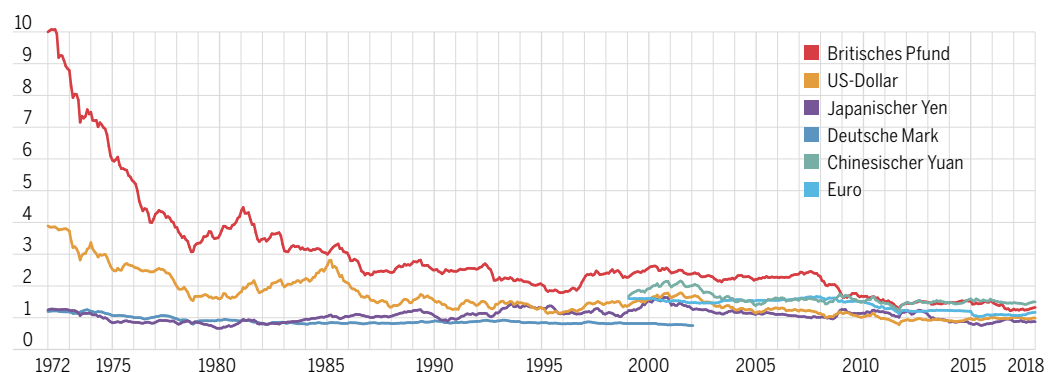
Bilanz sechsmal grösser als 2008

Den Franken schwächer machen – muss man das denn? Dass die Bilanz derart angeschwollen ist, hängt mit den Reaktionen der grossen Notenbanken auf die Finanzkrise 2008 zusammen. Die amerikanische Notenbank und die Europäische Zentralbank (EZB) begannen nach Ausbruch der Krise die Wirtschaft extrem grosszügig mit Geld zu versorgen, indem sie allerhand Wertpapiere aufkauften und diese mit neugedrucktem Geld in eigener Währung bezahlten. So füllten die Notenbanker ihre Lager mit zugekauften Obligationen, Aktien und anderen Papieren, und dieses Vermögen ist in der Bilanz zu verbuchen.

Die Grafiken auf der nächsten Seite zeigen, wie rasant die Bilanzsummen nach 2008 gestie-

Eine lange Geschichte der Wertsteigerung – die anderen wurden schwächer

Entwicklung des Wechselkurses des Frankens seit 1972 (in Franken pro 1 britisches Pfund, 1 Euro, 1 US-Dollar, 1 D-Mark, 100 japanische Yen, 10 chinesische Yuan)



QUELLE: SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

Entscheidend ist die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft.



Was heisst denn «überbewertet»? SNB-Chef Jordan, Direktoriumsmitglied Maechler.

gen sind. Bei der amerikanischen Notenbank hat sie sich etwa verfünffacht und liegt heute bei 4400 Milliarden Dollar, bei der EZB macht sie mit rund 4500 Milliarden Euro etwa das Vierfache von damals aus. Die Schweiz ist ein Extremfall: Die Nationalbankbilanz ist heute mehr als sechs Mal grösser als 2008, und über 90 Prozent des darin verbuchten Vermögens sind Devisenreserven, also Werttitel in ausländischer Währung, die gekauft wurden, um die Menge an ausländischem Geld zu verringern

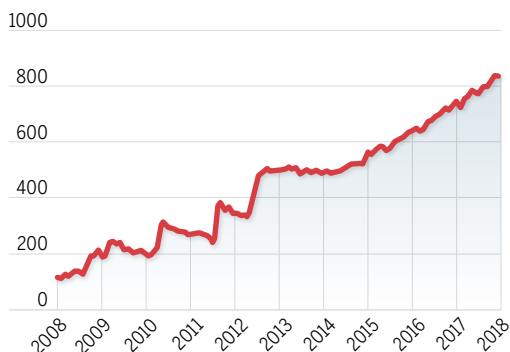
und im Gegenzug die Menge an Franken zu erhöhen. Die Nationalbank hat also neue Franken gedruckt und diese via Kauf von Euro, Dollar und anderem in den Markt geleitet, um den Handelswert des Frankens, also den Wechselkurs, zu schwächen – seit 2011 meist mit dem Argument, dass der Franken stark überbewertet sei, wobei das Attribut «stark» jüngst leiser geäussert wurde.

Was heisst denn «überbewertet»? Die Nationalbank erklärt jeweils nicht näher, mit wel-

chen Berechnungen sie zu diesem Befund kommt, und bereits seit Jahren gibt es denn auch hartnäckige Kritik an den ganzen bilanzvergrössernden Marktinterventionen der SNB zur Schwächung des Frankens. Die Aufkäufe wurden, wie die Grafik zeigt, auch nach der Aufgabe der Euro-Franken-Kursuntergrenze im Januar 2015 weitergeführt. Im Jahr 2017 führten sie zu einer gut 8-prozentigen Abwertung des Frankens beziehungsweise zu einer Steigerung des Euro-Kurses von etwa

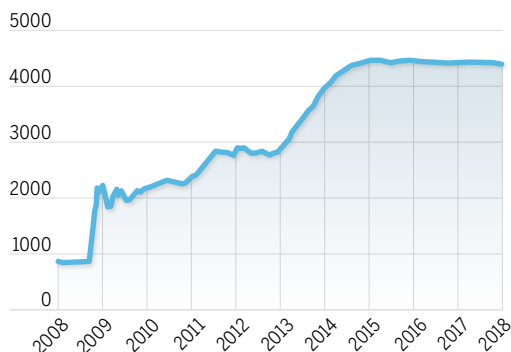
Riesige Lagerräume

Bilanzsumme der Schweizerischen Nationalbank, in Milliarden Franken



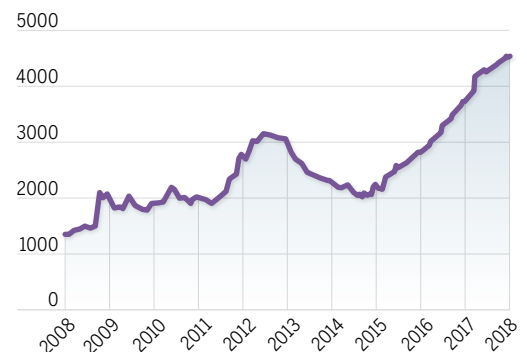
QUELLE: TRADING ECONOMICS

Bilanzsumme der amerikanischen Notenbank, in Milliarden US-Dollar



QUELLE: TRADING ECONOMICS

Bilanzsumme der Europäischen Zentralbank, in Milliarden Euro



QUELLE: TRADING ECONOMICS

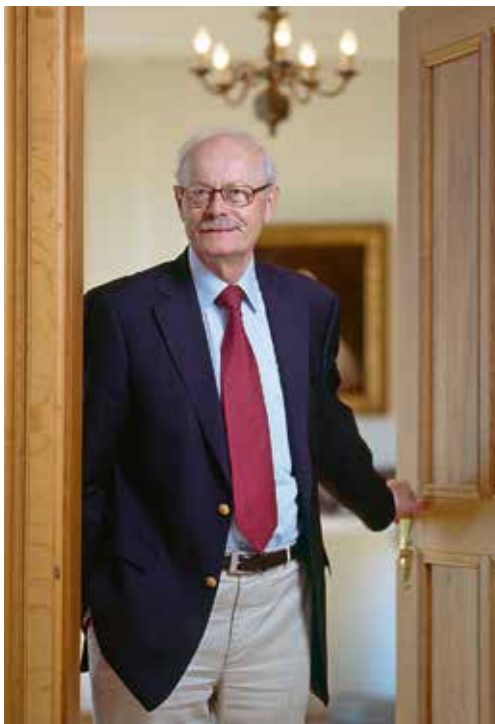
Wandel zur investierenden Institution.

Fr. 1.08 auf rund Fr. 1.17. In der Exportindustrie spricht man nun von Entspannung, es gebe wieder Luft für bessere Margen; aber Ökonomen wie etwa Reiner Eichenberger von der Universität Freiburg erinnern daran, was eine Schwächung der Währung für den Wohlstand der Schweiz eigentlich bedeutet: Das Bruttoinlandprodukt und das ganze Volksvermögen der Einwohner werden geringer bewertet als vorher. Sie verlieren gegenüber andern Ländern an Reichtum, sie müssen für eine importierte Leistung mehr bezahlen und erhalten für eine Lieferung ins Ausland weniger zurück, als wenn die Schweiz eine stärkere Währung hätte.

«Risikoappetit der Finanzmärkte»

Das Nettovermögen der natürlichen Personen in der Schweiz ist ein grosser Brocken. Aus den Daten des Finanzausgleichs für 2014 wird es auf ungefähr 1800 Milliarden Franken geschätzt. Die Interventionen der Nationalbank haben aus dieser Sicht 2017 also einen Wertverlust von vielleicht 150 Milliarden Franken gekostet, also drei Mal den ausgewiesenen Nationalbank-Gewinn – der ohnehin lediglich ein Buchgewinn ist. Es wird in der Politik erstaunlich wenig darüber diskutiert, wie eine derartige Reduktion des Volksvermögens im Vergleich mit der erreichten Wechselkurspflege zu bewerten ist. Rund die Hälfte der Exporte, die Ausfuhren der Chemie- und Pharmaindustrie, sind wenig anfällig auf Preis- und Wechselkursänderungen, weil ihre Marken- und Preissetzungskraft hoch ist. In der anderen Hälfte der Industrie finden sich zahlreiche Nischenplayer mit ebenfalls starker Marktposition. Zudem besteht die Gefahr, dass durch eine geldpolitische Schwächung des Frankens die Schweiz an Innovationskraft verlieren wird, weil der Handlungsdruck geringer ist. Diese Argumentation führt zum Schluss: Ein wirtschaftlich starkes Land mit schwacher Währung gibt es nicht.

Nochmals – wie steht es nun mit dem Befund «überbewerteter Franken», den die Nationalbank geltend macht und den die Industrie gerne verwendet? Baltensperger findet, dass eine Zentralbank in einem kleinen, offenen Land allzu starken Über- oder Unterbewertungen die Spitze nehmen müsse, die langfristige Entwicklung der realen Wechselkurse aber nicht manipulierbar sei, sondern durch die Leistungsfähigkeit der Wirtschaft bestimmt werde. In der grossen Grafik (Seite 30) ist dargestellt, wie andere Währungen gegenüber dem Franken seit 1970 schwächer wurden. Zur Beurteilung des Wechselkurses hält es Baltensperger für sinnvoll, sich an der Entwicklung der Kaufkraftparitäten zu orientieren, aber korrigiert um den realen Aufwertungs-trend, den der Franken über das letzte Jahrhundert gegenüber allen anderen Währungen erfahren hat. Gemessen an dieser Marke sei man wahr-



«Nicht manipulierbar»: Ökonom Baltensperger.

scheinlich heute nicht weit entfernt von einer normalen Bewertung des Frankens.

Martin Neff, Chefökonom der Raiffeisen-Gruppe, ist in diesem Zusammenhang der Ansicht, dass man selbst mit dem heutigen Kurs in der Nähe von 1.20 noch nicht bei einer fairen Bewertung liege. Er weist darauf hin, dass eine Art richtiger Wechselkurs zwischen zwei Währungen erreicht sei, wenn man für einen Franken so viel erhalte wie für die gleiche in Euro umgetauschte Summe. Dann herrsche Kaufkraftparität. Oder anschaulicher: wenn es den Konsumenten einerlei sei, ob sie in Kreuzlingen oder in Konstanz einkauften. Dies sei bei einem Euro-Franken-Kurs in der Nähe von 1.35 wohl etwa hergestellt, denn heute sei der Konsum in der Schweiz etwa 30 Prozent teurer als in Deutschland. Klar, wenn man Fahrkosten und Zeitaufwand berücksichtige, könne auch ein Kurs von 1.25 fair sein. Langfristige Wechselkurs-trends lassen sich seiner Ansicht nach durch Kaufkraftparität und Inflationsdifferenzen ziemlich gut erklären. Allerdings sei bei den Analysen immer zentral, bei welchem Startdatum der richtige Kurs angesetzt werde. Diese Wahl erfolge oft je nach Standpunkt der Interessen. Am 15. Januar 2015 habe man einen Kurs von Fr. 1.03 gehabt, im Juli 2007 einen Kurs von 1.66 – so gross seien die Spielräume zum Gestalten der Berechnungen.

Was seiner Einschätzung nach ausserdem die Wechselkurse zunehmend beeinflusst, ist der «Risikoappetit der Finanzmärkte». Die letzten dreissig Jahre seien weniger geprägt gewesen durch Konjunkturzyklen mit Aufschwung und Abschwung in der Realwirtschaft, sondern durch eine Häufung von Finanzkrisen, etwa die Schuldenkrise der neunziger Jahre, dann die Asien-, Russland-, Dotcom-, Lehman- und

Euro-Krise. Immer wieder hätten Finanzkrisen Geldflüsse umgelenkt. «Wir haben da einen Treiber drin, der weit entfernt ist von der Kaufkraftparitäten-Theorie», meint Neff.

Noch deutlicher sagt es Heinz Zimmermann, Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel: «Man muss Währungen und Wechselkurse immer auch unter dem Aspekt der Kapitalströme betrachten. Man muss auch die Anlegersicht berücksichtigen.» Der Ansatz der Kaufkraftparität beruhe auf der Ansicht, dass eine Währung einfach ein Rechenfaktor sei, der Wechselkurs ein Preis-Umrechnungsergebnis. Aber bei Währungen müsse man auch die Eignung der Währung als Anlagemöglichkeit im Blick behalten. Was heisst das für die Schweiz? Das Land ist bekannt für politische Stabilität und ziemlich freiheitliche Spielregeln, die Funktion als möglicher Zufluchtsort für Kapital kann je nach Weltlage bei der Nachfrage nach Franken eine wichtige Rolle spielen, was beim Kurs einen Aufpreis, eine Prämie, rechtfertigen kann.

Das gilt laut Zimmermann jedenfalls, solange es keine Inflation gibt. Die riesige Nationalbank-Bilanz stelle auf den ersten Blick ein grosses Potenzial für Inflation dar, aber im Grunde existiere keine Theorie zum Zusammenhang zwischen der Grösse der Nationalbankbilanz und einer zu erwartenden Inflation. Heute sei vieles etwas anders als die von früher her bekannten Szenarien. Baltensperger weist ebenfalls auf die Gefahren und Unwägbarkeiten der grossen Zentralbankbilanzen hin, aber aus einem anderen Blickwinkel: Die Notenbanken hätten heute kaum mehr einen Handlungsspielraum für den Fall, dass eine neue Krise auftreten sollte. Die Geldpolitik sei international in einer sehr heiklen Situation. Sollte ein Krise aufflammen, könnte man am Zins praktisch nichts mehr ändern. Und ein neues quantitatives Programm zur Überflutung der Wirtschaft mit Liquidität wäre illusionär, wirkungslos in Situationen, wie wir sie heute haben, also völlig unglaubwürdig.

Anschluss an Schwachwährungsclub?

Aus der letzten Krise, so Baltensperger, sollten die Notenbanker ja eigentlich gelernt haben, dass Finanzkrisen plötzlich auftreten können – dann, wenn man es nicht erwartet. Eine kluge Politik schaffe sich immer gewisse Reserven, einen Manövrierraum, und das hätten Zentralbanken bisher versäumt. Die SNB allerdings sei in ihrer Geldpolitik quasi gebunden gewesen durch ihre internationalen Abhängigkeiten von den tonangebenden Zentralbanken in den USA und der Euro-Zone. Es gibt aber auch viel kritischere Stimmen: Wenn sich die Schweiz durch eine weit gehende Anpassung an unsolide Zentralbanken einem Schwachwährungsclub anschliesse, werde das Land seine Spitzenstellung nicht halten können. ○