

Starker Franken – unser Glück

Die Nationalbank wird für die Freigabe des Frankens immer noch hart kritisiert. Dabei hat sie fast alles richtig gemacht, und die Aufwertung mehr den schweizerischen Wohlstand. **REINER EICHENBERGER**

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) stand bei ihrer Entscheidung vor drei Problemen: Erstens strebt sie für den Franken eine niedrigere Inflation an als die Europäische Zentralbank (EZB) für den Euro. Wenn aber in der Schweiz die Preise langsamer steigen als im Ausland, steigen ihre Exporte und damit die Nachfrage nach Franken auf dem Devisenmarkt, während ihre Importe und damit das Angebot an Franken sinken. Daraus ergibt sich ein Aufwertungsdruck auf den Franken. Solange die SNB den Kurs konstant halten will, muss sie Euro abschöpfen und ihre Bilanz weiter aufblähen. Falls sie die Euro einfach mit neu gedruckten Franken kauft, steigt die Geldmenge, was Inflation bringt. Deshalb darf sie nicht alle Euro kaufen, sondern muss sie – vereinfacht gesagt – mieten. Da diese Politik für die Nationalbank teuer wäre, könnte sie sie nicht ewig durchhalten. Je später sie aber die Kursbindung aufgibt, desto grösser werden die Verluste auf ihrer immer weiter aufgeblähten Bilanz sowie der Anpassungsbedarf und so der Sprung des Frankens. Deshalb musste die Nationalbank den Frankenkurs bald aufgeben. Die Frage war nur, wann.

Zweitens durfte die SNB mit der Freigabe des Kurses nicht bis zum von aussen gesehen richtigen Zeitpunkt warten. Denn dann wäre ihr Verhalten absehbar gewesen, und viele Marktteilnehmer hätten vor dem Termin noch zum niedrigen Kurs Franken gekauft, was der Nationalbank riesige Verluste gebracht hätte. Der «richtige» Zeitpunkt wäre also genau der falsche gewesen.

Drittens gab es keine gute Alternative zur völligen Freigabe des Kurses. Eine schrittweise Senkung wäre Unsinn gewesen, weil die Marktteilnehmer nach dem ersten Schritt gehaut hätten, dass weitere folgen, und deshalb Franken gekauft hätten. Das hätte dann die SNB zur vollständigen Aufgabe des Kurses gezwungen – mit noch grösseren Verlusten. Manche Kritiker argumentieren, die Nationalbank hätte die Kursuntergrenze früher aufgeben sollen, als der Kurs leicht über 1.20 Fr. stieg. Der Kurs war aber damals wohl nur so hoch, weil die Nationalbank die 1.20 glaubwürdig garantierte. Weil so der Kurs aus Sicht der Marktteilnehmer nur steigen und nicht fallen konnte, waren sie bereit, mehr als 1.20 für den Euro zu bezahlen. Wenn die Nationalbank die künstliche Stütze weggenommen hätte, wäre der Kurs schon damals unter 1.20 abgestürzt, und die Besserwisser hätten erst recht behauptet, die Nationalbank habe den Franken ohne jeden Druck explodieren lassen.

Perfekte Strategie

Unter Berücksichtigung dieser Überlegungen hat die SNB die Kursfreigabe perfekt terminiert. Sie musste den Kurs vor dem definitiven Entscheid der EZB, die Märkte mit weiterer Liquidität zu fluten, freigeben. Wie der weitere Verlauf des Euro-Dollar-Kurses nach dem Entscheid gezeigt hat, hat die Politik der EZB den Euro weiter ge-

schwächt und hätte damit die Nationalbank gezwungen, den Franken mit grossem Mitteleinsatz zu stützen. Es war auch richtig von der Nationalbank, den Bundesrat, die anderen Zentralbanken und den Internationalen Währungsfonds nicht lange vor dem Entscheid zu unterrichten. Das hätte ihnen nur etwas gebracht, wenn sie ihre Devisenpositionen hätten anpassen können. Dazu hätten sie aber viele Mitarbeiter über den bevorstehenden Entscheid informieren müssen. Dabei wären fast sicher Informationen an die Finanzmärkte gelangt, wo sofort massive Frankenkäufe stattgefunden hätten, die der Nationalbank riesige Verluste beschert hätten.



«Die Exporteure sind weniger Opfer als Mitverursacher der Aufwertung.»

Erfrischend war die Strategie der SNB, vor der Frankenfreigabe noch den grossen Gewinn für 2014 auszuweisen, 1 Mrd. davon ordentlich an Bund und Kantone auszuschütten und anzukündigen, man könne über eine zusätzliche Ausschüttung diskutieren. Das dürfte einige kritische Politiker mundtot gemacht haben, denn keiner wollte der SNB Argumente dafür liefern, angesichts der Verluste durch die Kursfreigabe nun doch keine zusätzlichen Ausschüttungen zu leisten.

Fast schon genial an der Nationalbankstrategie war, dass sie zwar den im Nachhinein fast zwingend erscheinenden Zeitpunkt getroffen, aber damit trotzdem fast alle überrascht hat. Die wirklich interessante Frage ist deshalb, weshalb so viele hochbezahlte Finanzmarktspezialisten die eigentlich absehbare Kursfreigabe nicht vorausgesehen haben. Die zweite interessante Frage ist, wer die Strategie trotzdem vorausgesehen hat. Immerhin hat die SNB in den letzten Monaten ja zig Milliarden zur Kursstützung eingesetzt. Offensichtlich haben also manche Marktteilnehmer noch riesige Frankenträge zu 1.20 gekauft. Insgesamt dürften so in wenigen Wochen Gewinne von 5 Mrd. oder mehr gemacht worden sein.

Die Strategie der Nationalbank war aber nicht nur zwingend, klug und richtig. Vielmehr erhöht sie auch den Wohlstand in der Schweiz. Wichtig ist viererlei.

Erstens verbilligt die Aufwertung die Importe von Konsumgütern, Energieträgern und Vorprodukten massiv. Davon profitieren wir alle.

Zweitens ist die Aufwertung für die Exportindustrie auf den ersten Blick natürlich nicht lustig. Tatsächlich aber hatte die Schweiz beim früher als viel zu hoch ge-

scholtenen Kurs von 1.20 den weitaus höchsten Exportüberschuss pro Einwohner in Europa. Solche Überschüsse geben ganz automatisch Aufwertungsdruck auf die Währung. Die Exporteure sind also weniger Opfer als Mitverursacher der Aufwertung.

Drittens ist die dauernde Aufwertung des Frankens ein wichtiger Motor unseres Wohlstands. Dank ihr wachsen die Unternehmen und Branchen mit wenig Produktivitätssteigerungs- und Zukunftspotenzial langsamer. Damit brauchen sie weniger der knappen Produktionsfaktoren Arbeit und Land, die so vermehrt den Unternehmen und Branchen mit grossem Potenzial zur Verfügung stehen. Der andauernde schnelle Umbau der Wirtschaftsstruktur hin zu besonders wettbewerbsfähigen Anbietern ist das, was die Schweiz reich gemacht hat. Immerhin klagen ja alle Unternehmen über Mangel an qualifiziertem Personal. Deshalb profitieren auch alle davon, wenn andere Firmen weniger Personal brauchen.

Vermögen in Euro, Dollar gestiegen

Viertens sind dank der Frankenaufwertung unsere Vermögen insgesamt stark gewachsen. Natürlich trifft auf den ersten Blick das Gegenteil zu. Die meisten privaten und öffentlichen Anleger erlitten scheinbar grosse Verluste, weil ihre ausländischen Anlagen und der entsprechende Ertrag nun weniger wert sind. Tatsächlich aber sind nur die Werte gemessen in Franken gesunken. Weil aber gleichzeitig der Wert des Frankens gestiegen ist, ist der reale Gesamtwert massiv gestiegen. Zudem können die Schweizer ihre Vermögen gar nicht wirklich in der Schweiz ausgeben. Weil hier nahezu Vollbeschäftigung der Produktionsfaktoren herrscht, bewirken zusätzliche Ausgaben keine Mehrproduktion, sondern die zusätzlich gekauften Güter und Leistungen müssen importiert werden. Genauso können auch unsere riesigen Pensionskassenvermögen nicht wirklich in der Schweiz ausgegeben werden, sondern nur für Importe.

Entscheidend ist deshalb nicht der Wert unserer Vermögen in Franken, sondern der Wert in ausländischer Währung. Durch die Frankenaufwertung ist aber der Wert unserer Vermögen in Euro, Dollar oder was auch immer nicht gesunken, sondern ganz massiv gestiegen.

Natürlich ist das alles kompliziert, und ich verstehe alle, die durch die Komplexität der Zusammenhänge überfordert sind. Deshalb empfehle ich das Denken in einfachen Analogien: Wenn die Aufwertung des Frankens etwas Schlechtes wäre, müsste doch eine starke Abwertung etwas Gutes sein. Tatsächlich aber ist offensichtlich, dass es für Wirtschaft und Bevölkerung schrecklich ist, wenn der Wert der eigenen Währung verfällt. Abwertung macht die Menschen arm, Aufwertung macht uns reich. Also: Danke, liebe Nationalbank!

Reiner Eichenberger ist Leiter des Seminars für Finanzwissenschaft der Universität Freiburg i. Üe.