

Die vierzig Monate der SNB

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 die Anbindung des Frankens an die europäische Gemeinschaftswährung gekappt. Seitdem stehen diese vier Fragen im Raum: Was bedeutet das für den Euro? Für den Franken? Für die SNB? Und: wann ist eine Nationalbank eigentlich bankrott?

von Gunnar Heinsohn

I. Die SNB hat mit dem Euro keine Einheitswährung gekauft

Erkenne die Währung, die du kaufen willst. Soll es eine Einheitswährung sein? Oder doch lieber nicht?

Nehmen wir den US-Dollar. Er wird zwar von zwölf verschiedenen Zentralbanken zwischen New York und San Francisco emittiert, ist aber gleichwohl immer derselbe Dollar. Der Grund: er ist mit US-Staatspapieren im Eigenkapital der zwölf Häuser besichert, denselben Staatspapieren, die auch von ihren Geschäftsbankkunden als Pfand gestellt werden.

Ist ein US-Papier im Nennwert von 1000 Dollar sehr begehrt und erzielt deshalb auf dem Markt – sagen wir – 1200 Dollar Kurs, wobei der Käufer für die hohe Sicherheit des Titels den dabei fallenden Ertrag hinnimmt, dann kosten alle 1000-Dollar-Papiere von der Ost- bis zur Westküste und auf der ganzen Welt ebenfalls 1200 Dollar. Pfänder und Eigenkapitale sind durch diese Preissteigerung noch sicherer geworden. Sinkt hingegen das Vertrauen in die US-Steuerzahler auf Verzinsung und Tilgung der Staatsschulden, dann fällt deren Marktpreis überall auch gleich tief.

Entsprechend sind Kredite dann überall gleich unterbesichert. Geht eine Geschäftsbank bankrott, kann die Zentralbank von den 1000 an sie geliehenen Dollar durch Verkauf des Pfandes nur 900 Dollar wieder hereinholen. Sie macht also 100 Dollar Verlust, und den muss sie aus Reserven oder dem Eigenkapital glattstellen. Da auch die dort liegenden Papiere von 1000 auf 900 gefallen sind, gibt es eine Schiefelage, die den Preis des Dollars gegenüber besser besicherten Währungen sinken lässt. Dessen ungeachtet weiss man beim Dollar, dass er immer gleich gut oder schlecht besichert ist.

Der Euro hingegen wird bloss Einheitswährung genannt, ohne wirklich eine zu sein. Seit Litauens Beitritt gibt es neunzehn unterschiedliche Währungen, die von Lissabon bis Helsinki zwar alle Euro heissen, aber mit 19 qualitativ unterschiedlichen Staatspapieren besichert sind und auch gegen 19 nennwertgleiche, aber auf dem Markt zu unterschiedlichen Preisen gehandelte Staatspapiere in den Pfändern der Geschäftsbanken in Umlauf gelangen. Auf einem 1000er Luxemburgpapier steht 1000 Euro, und auf einem 1000er Griechpapier steht ebenfalls 1000 Euro. Aber ihre Verkaufspreise können Welten trennen – sagen wir 1300 und 300

Gunnar Heinsohn


ist Ökonom, Soziologe, Autor des Grundlagenwerks «Eigentum, Zins und Geld» (mit Otto Steiger; Rowohlt, 1996) und lehrt Militärdemographie am Nato Defense College (NDC) in Rom.

Euro. Das liegt daran, dass die eine Regierung mit ihrer Steuergewalt Enteignungsmacht über Bürger hat, aus deren Abgaben und Vermögen die Staatsschulden spielend getilgt und verzinst werden können, während die andere Regierung womöglich nicht einmal 30 Prozent ihrer Staatsschulden bedienen kann.

Wer heute mit Euro bezahlt, mag sich wundern, dass die Münzen an ihren nationalen Kennzeichen sofort erkennbar sind, während bei den Scheinen erst eine Lupe den Buchstaben der emittierenden Zentralbank kenntlich macht. Ursprünglich sollten Noten national genauso unverwechselbar sein wie die Münzen. Südländischer Protest hat das verhindert, weil etwa Kaufleute in Frankfurt am Main einen italienischen Euro nur für 70 deutsche Euro-Cent akzeptiert hätten. Der gute alte Abschlag, mit dem früher die Noten schlecht beleumdeter Emittente bedacht wurden, wäre wieder zu seinem noblen Recht gekommen.

Da umgehend jedermann die Nichteinheitlichkeit der neuen Währung verstanden hätte, versuchte man die 19 Emissionsplätze des Euros irrelevant erscheinen zu lassen. Nun sind Auf- und Abschlüge verboten. Schwankende Wechselkurse zwischen Deutsch- und Griechen-Euros gibt es nicht. Aber die Kurschwankungen der Staatspapiere, die den Scheinen aus billigem Papier ihren Wert verleihen, konnte niemand unterbinden. Man kann also einen Frankfurter zwingen, einen Griechen-Euro für hundert deutsche Euro-Cent anzunehmen. Man kann aber keinen Finnen zwingen, für ein griechisches Staatsschuldenpapier im Nennwert von 1000 griechischen Euros in Helsinki 1000 finnische Euros herzugeben.

Mit Otto Steiger (1939–2008) habe ich zwischen 1997 und 2001, dem Jahr der Euroeinführung, in zahllosen Beiträgen von der taz bis zum «Wall Street Journal» gefordert, ja eigentlich gefleht, dass man für eine Einheitswährung auch einheitliche Sicherheiten in den Eigenkapitalen der beteiligten Zentralbanken



NALE SVISSE • SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK • BANCA NA

«Erkenne die Währung,
die du kaufen willst.»

Gunnar Heinsohn

SNB, fotografiert von Serena Jung

sowie in den Pfändern der bei ihnen leihenden Geschäftsbanken erzwingen muss. Das alles blieb vergeblich, weil von links bis rechts keiner der beteiligten Zentralbanker, Politiker und Ökonomen wusste, was Geld ist, nämlich: eine über Schuldvertrag bezogene Forderung gegen das Vermögen der Emissionsbank. Das hat sich bis heute kaum geändert. Dummerweise.

Da eurobesichernde Staatspapiere freiwillige Käufer finden müssen, ruft ihre Preisfindung auf Märkten unerbittlich in Erinnerung, dass es 19 unterschiedliche Eurobesicherungen und eben deshalb keine Einheitswährung gibt. Spätestens im Mai 2010 wird das unübersehbar, als längerfristige griechische Papiere im Nennwert von 1000 Euro auf einen Kurs (Marktpreis) von 300 stürzten, während deutsche 1000er Richtung 1200 strebten. Konnte damals eine deutsche Geschäftsbank ihre Schuld von 1000 Euro bei der Zentralbank nicht tilgen, verkaufte sie das ihr übertragene Pfand, stellte damit glatt und machte noch einen Gewinn von 200, mit dem sie Reserven oder Eigenkapital aufstockte oder ihre Eigentümer beglückte. Die griechische Zentralbank dagegen erzielte bei Ausfall ihres Geschäftsbankpartners für sein Pfand europaweit nur 300 Euro, machte 700 Euro Verlust und konnte diese aus dem Eigenkapital nicht glattstellen, weil dort dieselben Papiere in denselben Abgrund gestürzt waren.

Natürlich sollte der dabei mitrutschende Euro wieder hochgetrieben werden. Doch die 19 nationalen Zentralbanken und die EZB müssten dafür an ihre raren Gold- und Devisenreserven. Schliesslich können sie den Euro nicht gegen den Euro nach oben treiben. Wo ein Euro für einen Euro weggeht, kann dieser Deal seinen Wechselkurs nun einmal nicht erhöhen. Die Euroländer können bestenfalls darauf hoffen, dass Leute in fremden Währungsräumen den Konstruktionsfehler ihrer Währung (unterschiedlich gute Sicherheiten der 19 Emissionsbanken) nicht verstehen und sie deshalb unbekümmert gegen gutes Geld kaufen.

Die Schweiz fällt herein

Die Hoffnung ist damals nicht unbegründet, weil ja schon 2010 die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Kurs der eigenen Währung durch Hochkaufen des Euros mit dafür neu geschaffenen Franken senken will. Sie ahnt nicht, dass der Ankauf einer sinkenden Währung kaum weniger töricht ist als das Ankaufen des diese Schwäche verursachenden staatlichen Schrotts für ihre Besicherung. Dennoch reichen die Käufe nicht annähernd, um die südeuropäische Unterminierung des Euros zu kompensieren. Deshalb verfallen die Euro-Regierungen auf immer mehr Töpfe (SMP [5/2010]; EFSM [6/2010]; ESM [9/2012]) mit Sondervermögen (bestückt mit Papieren der Staaten besserer Bonität), die nun durch Schuldenübernahmen oder -streckungen, Garantien, Ankäufe etc. die Preise der südlichen Staatspapiere wieder auf eigenkapitalerhaltende Höhen treiben.

Alle Euro-Rettungspakete haben seitdem dasselbe Ziel, nämlich die Ausschaltung freier Märkte für die nicht bedienbaren Staatspapiere aus der Euro-Südschiene. Sobald dieses aus immer

tieferen Taschen erfolgende Hochtreiben der Schrottpapiere aufgehört, fallen die Hyper-Milliarden-Positionen, die jetzt nahe Nennwert bilanziert werden, auf Tiefen, denen nur noch die wenigsten Eigenkapitale widerstehen können.

Der Euroraum ähnelt aufgrund so vieler maroder Emissionsbanken klassischen Werkbanknationen, die mangels ausreichender Eigentumsstrukturen und deshalb infolge fehlender guter inländischer Positionen ihre Währung für den Ankauf von Investitionsdevisen oder fremden Vermögenstiteln in Umlauf bringen. Ihr Wechselkurs sinkt, sobald – nach Verlust der Konkurrenzfähigkeit – die kurstreibenden Devisen ausbleiben. Alle rennen – platzende Blasen hinter sich lassend – zu den Ausgängen. Der Eurokurs wiederum sinkt, sobald von aussen keine Mittel mehr für das Hochkaufen von Schrottpapieren der Südschiene herangekarrt werden. Verständlicherweise wollen alle aus solchen Klippwährungen heraus, bevor die sie befeuernden Kessel erkalten.

Womöglich wäre man im Eurosystem über die Erschöpfung seiner Nordländer durch Füllung von immer mehr Rettungsfässern längst zur Vernunft gekommen, wenn nicht etliche Zentralbanken – im Glauben an die Überlegenheit des Euros gegenüber dem Dollar – ersterem Rückendeckung durch Hereinnahme in ihre Portefeuilles gegeben hätten. Unter diesen weissen Rittern glänzt keiner heller als die SNB. Im Vergleich zu 2010 ist ihre runde halbe Billion von Mitte 2011 bis zum 15. Januar 2015 schon ein tüchtiger Schlag, der gleichwohl nur das Symptom trifft. Im Blick ist nämlich immer nur der bei 1.20 CHF/Euro zu haltende Wechselkurs, nicht aber die Fehlkonstruktion schlecht besicherter Euro-Emissionen, die seinen Kurs permanent nach unten treiben *müssen*, also dafür sorgen, dass jeder neue Euro der Welt mehr schlechtes Geld beschert.

Im Ergebnis mutiert die SNB – dabei selbst erleidend – zu einer weiteren Maske vor dem verwüsteten Antlitz des Euros. Statt durch Freigabe des Frankenkurses den heimischen Firmen den steigenden Frankenwechselkurs als unmissverständliches Signal für erforderliche Anpassungen vor die Augen zu halten, entscheidet sie sich, durch die Euroankäufe dieses Signal für die Firmen unsichtbar zu machen. Dabei ist die Schweizer Wirtschaft keine, die durch preisunterbietende Massenartikel ihren Platz auf den Weltmärkten sucht. Viele ihrer Waren und Innovationen sind unumgebar, weil Käufer mit ihnen die eigenen Firmenpreise konkurrenzfähig erhalten oder weil sie an Menschen gehen, die ihr Humankapital durch Medizin, Erholung und Reputationsattribute intakt halten müssen. In vielen dafür einschlägigen Branchen konkurriert die Schweiz im besten Segment mit. Bei so einer Position hätte es für eine Paralleloperation von Preiserhöhungen und Produktivitätssteigerungen die Zeit schon gegeben. Dagegen zwingt der – in sich korrekte – Ausstieg aus der bodenlosen EU-Südschienerrettung die Firmen zu Blitzanpassungen, die nicht überall gelingen können.

Weil die vielen unterschiedlich besicherten Euros als Grund immer wieder fallender Kurse nicht verstanden wurden, ist das

Malaise auch nicht vorüber. Die EZB hat mehr Angst vor dem Verlust des Schutzes durch Euro ankaufende Zentralbanken als die SNB vor tieferen Eurokursen. Gleichzeitig wollen zahllose Geschäftsbanken im Euroraum beim Hochkaufen südlicher Schrottpapiere selbst dann nicht mehr mitmachen, wenn sie das Ankaufsgeld von den Zentralbanken weiterhin für Minimalzins bekommen, Schrottpapiere als Pfand stellen können und dann von den Regierungen vielfach höhere Renditen einfahren. Sie verstehen ja, dass diese nur aus zusätzlichen, also noch weniger bedienbaren Schulden kommen können und irgendwann die 1000er Papiere doch bei 300 landen.

Die Kombination des Ausstiegs der SNB – und in ihrem Gefolge auch anderer Zentralbanken – beim Eurokaufen und der Geschäftsbanken beim Staatsanleihenkaufen ist für die EZB der Supergau. Alle bisherigen Pakete gegen den Tsunami einer massiven Deflation der Staatspapiere in Pfändern und Eigenkapitalen wären zunichte. Deshalb ist es gerade der Schweizer Ausstieg, der die EZB umgehend – und nicht erst in ein paar Monaten – dazu zwingt, den Geschäftsbanken die argwöhnisch beäugten Papiere abzu kaufen und überdies durch Direktankäufe von Staatspapieren ganz alleine die Verantwortung für ihre Preise nahe Nennwert zu übernehmen. Dass diese Manipulation und nicht die Zins- und Tilgungsfähigkeit der Regierungen südliche Staatspapiere hochhält, wird durch die EZB-Entscheidung deutlich, ab dem 11. Februar 2015 Griechenpapiere nicht mehr als Pfand für frische Euros zu akzeptieren. Umgehend fielen deren Preise, und gleich nach Bekanntgabe der EZB brachen griechische Bankaktien um einen Viertel ein. Alle bisher schon mit diesen Titeln unterlegten Positionen gerieten in Unterbesicherung.

Die Flucht in den teuren Franken

Weil das voraussehbar war, laden Banken lieber heute als morgen flauere 1000er Titel bei der EZB ab, als sich bis auf 300 oder 250 morgen herunterzuzittern. Und mit den ja weiterhin mangelhaft unterlegten 1000 Bar-Euros kaufen sie kurstreibend auch Frankenpositionen, weil selbst ein Schweizer Negativzins von 0,75 Prozent eine Köstlichkeit bleibt gegenüber Verlusten von alsbald vielleicht 75 Prozent. Diese Flucht in für gut befundenes Cash befeuert zugleich die Deflation etwa der Rohstoffpreise, für deren Preiserhöhungen eben diese Barschaft dann fehlt.

Die Lage bleibt also vertrackt. Alle wollen in Franken-Cash gehen, und zugleich bringt jede Abstossung von Euroanlagen der SNB Verluste womöglich bis ins Eigenkapital bei weiter steigenden Frankenkursen. Richtig aber bleibt die Beendigung einer Operation, die niemals der Kauf einer irgendwann schon gesunden Einheitswährung war, sondern immer nur die krankheitsverlängernde Kaschierung ihrer miserablen Besicherung gewesen ist. Die SNB hat sich entschieden, die teuren Medikamente für den von Beginn an unheilbaren Euro abzusetzen, um nicht ebenfalls der Ansteckung zu erliegen. War das zu spät? Kann die SNB immer noch kollabieren? Oder kann einer Zentralbank ohnehin nichts passieren?

II. Sind Zentralbanken vor Pleiten geschützt?

«Theoretisch kann die Bilanz unendlich anwachsen. Allerdings könnte die SNB in dieser Situation im Extremfall gezwungen sein, Franken weit über das geldpolitisch verantwortbare Ausmass hinaus auf den Markt zu bringen. Abgesehen davon würden Verluste auf den Devisenbeständen auch bedeuten, dass kein Geld mehr an Bund und Kantone ausgeschüttet werden könnte.» – Jean-Pierre Danthine, Vizepräsident der SNB¹

«Kein Geld mehr an Bund und Kantone» klingt lieblos, aber nicht sonderlich dramatisch. Was aber passiert, wenn der bisher für die SNB-Eigentümer vorgesehene Gewinn nicht mehr ausreicht, um die Verluste in einer unendlich wachsenden Bilanz auszugleichen? Dann entfallen nicht nur die Überweisungen an Bern et al. Dann muss zusätzlich das Eigenkapital herangezogen werden. Und was passiert, wenn – sagen wir – Abschreibungen durch neue Tiefstände der SNB-Euro-Positionen auch dieses aufgezehrt haben? Dann ist die SNB technisch bankrott, aber noch keineswegs am Ende. Zur Ermittlung der Bankrottnähe einer Zentralbank kann man im Gedankenexperiment ermitteln, ob sie die von ihr emittierten Geldnoten (Passiva) mit ihren Aktiva (vor allem Pfänder ihrer Geschäftsbankschuldner, Edelmetalle und Devisen) aus dem Umlauf zurückkaufen könnte. Blicke ihr Eigenkapital nach Verbrauch all dieser Mittel positiv, gäbe es keine unmittelbare Gefahr. Wären weiterhin Noten im Umlauf, Reserven und Eigenkapital aber aufgebraucht, wäre der Ernstfall eingetreten.

Doch statt eines so harten Ausdrucks wie «Bankrott» spricht man bei Zentralbanken meist von ihrem vorübergehend «negativen Eigenkapital». Warum wird – wie bei einer Geschäftsbank in vergleichbarer Lage – nicht umgehend wegen krimineller Bankrottverschleppung ermittelt? Diese Schonung liegt keineswegs daran, dass die Zentralbank in zwei oder drei Jahren wieder anständig Gewinne machen und aus diesen neues Eigenkapital bilden kann. Natürlich kann sie das, aber eine private Geschäftsbank könnte das ebenfalls.

Das Zuwarten bei Zentralbanken mit negativem Eigenkapital liegt keineswegs daran, dass sie in ihrer eigenen Währung immer flüssig und deshalb handlungsfähig bleiben. Es rührt vielmehr aus einer Kapazität, mit der die Zentralbank – im Gegensatz zu privaten Unternehmen – rechnen kann. Bei ihr verlassen sich die Marktteilnehmer darauf, dass die zuständigen staatlichen Eigentümer eine ausreichende Eigenkapitalisierung garantieren und im Ernstfall bei den Bürgern über Steuern oder Zwangsanleihen etc. frisches Eigenkapital schon besorgen.

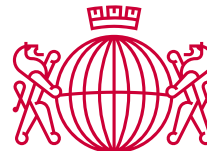
Solange also hinter dem Verborger letzter Hand (Zentralbank) ein bonitätsstarker Eigentumsgeber allerletzter Hand steht, kann die Zentralbank nicht pleitegehen. Allein dieser Eigentumsgeber liefert die Garantie dafür, dass der Zustand negativen Eigenkapitals tatsächlich ein vorübergehender bleibt und deshalb keine Panik ausbricht. Denn wie es stimmt, dass eine Zentralbank aufgrund

¹ Tages-Anzeiger vom 26. Januar 2015, Web: <http://www.tagesanzeiger.ch/wirtschaft/geld/Die-Presse-war-voller-Spekulationen/story/20717851>

des Zwanges der Geschäftsbanken, sich bei ihr zu refinanzieren, immer wieder – falls nicht die aktuelle Nullzinspolitik läuft – aus den Zinseinnahmen neues Eigenkapital aufbauen kann, so gibt es auch die Möglichkeit, dass sie – etwa durch Absacken ihrer Devisenpositionen – weitere Verluste macht. Und es ist genau dieser Fall, in dem die Märkte sich auf die Eigentümerfunktion der Regierung verlassen. Sie ist als politische Macht zugleich Herrin über alle Eigentümer in ihrem Einzugsbereich und kann ihnen die notwendigen Mittel für eine Rekapitalisierung schon abpressen. Allein und ausschliesslich die im Notfall heranziehbaren Vermögen ihrer «Untertanen» also verschaffen einer Regierungsgarantie für ihre Zentralbank Glaubwürdigkeit.

Solches Zutrauen erstirbt, wo die ins Eigenkapital nachgeschobenen Staatstitel oder sonstigen Garantien mangels auspressbarer Bürger auf Ramschniveau liegen, der zuständige Staat mithin keine Bonität mehr hat. Wenn dann Investments und Pfänder in Form von Staatstiteln von 1000 Nennwert auf 500 Kurs fallen, können die verlorenen 500 nicht aus einem Eigenkapital glattgestellt werden, das uno actu ebenfalls von 1000 Nennwert auf 500 Kurs gesunken ist. Fehlt also einer Zentralbank die Möglichkeit zur Beschaffung frischen Eigenkapitals, hülfe auch die jederzeitige Liquidität in der eigenen Währung niemandem mehr. Vor einer dann nur noch durch die Druckerpresse besicherten Währung würden einheimische und fremde Geschäftsbanken entsetzt zurückweichen. Vor einer solchen Perspektive steht die Schweiz nicht. Durch ihre unbestrittene Fähigkeit zur Rekapitalisierung würde die SNB längere Strecken mit negativem Eigenkapital und ausfallendem Gewinn überstehen. Dass dies für etliche der 19 Emissionsbanken im Eurosystem nicht gilt, beweist die nicht endende Arbeit an den Rettungsschirmen. ◀

Was ist Geld? Wir führen die Debatte auf unserer Website weiter. Mit exklusiven Beiträgen des Schriftstellers Thomas Brändle und des Wirtschaftsjournalisten Norbert Häring. Mehr dazu auf www.schweizermonat.ch



SCHWEIZERISCHES INSTITUT
FÜR AUSLANDSFORSCHUNG

Veranstaltungen im Frühjahrssemester 2015

■ Montag, 9. März 2015

18.30 Uhr, Universität Zürich, Rämistrasse 71, KOH-B-10

Dr. Jens Weidmann

Präsident der Deutschen Bundesbank, Frankfurt

Herausforderungen für den Euro-Raum: Was ist geschafft, was bleibt zu tun?

■ Mittwoch, 25. März 2015

18.30 Uhr, Universität Zürich, Rämistrasse 71, Aula, KOL-G-201

Orhan Pamuk

Schriftsteller und Nobelpreisträger, Istanbul

Romane, Museen und Politik

Fred Luchsinger memorial lecture · Vortrag in Englisch

■ Mittwoch, 8. April 2015

18.30 Uhr, Universität Zürich, Rämistrasse 71, Aula, KOL-G-201

Prof. Dr. Heinz Bude

Soziologe, Universität Kassel

Gesellschaft der Angst – wie wir unsere Freiheit selbst gefährden

■ Donnerstag, 23. April 2015

18.30 Uhr, Universität Zürich, Rämistrasse 71, Aula, KOL-G-201

Prof. Dr. Gerd Gigerenzer

Direktor Max-Planck-Institut für Bildungsforschung, Berlin

Ökonomie und menschliches Verhalten – wie trifft man gute Entscheidungen?

■ Dienstag, 19. Mai 2015

18.30 Uhr, Universität Zürich, Rämistrasse 71, Aula, KOL-G-201

Prof. Dr. Mark Lilla

Politikwissenschaftler und Publizist, Columbia University, New York

Die Unlesbarkeit unserer Zeit

**Freier Eintritt. Keine Platzreservation möglich.
Diskussion nach jedem Vortrag.**

Schweizerisches Institut für Auslandsforschung

Augustinergasse 15 · CH-8001 Zürich

Tel. +41 (0)44 212 13 13 · Fax +41 (0)44 212 78 54

info@siaf.ch · www.siaf.ch