

Währungshüter im Strategie-Vakuum

Die Schweizerische Nationalbank sollte der Wechselkursentwicklung mehr Bedeutung zumessen. Von Oliver Landmann

Im Zuge der Finanzkrise ist der Schweizerischen Nationalbank ihre geldpolitische Strategie abhandengekommen. Eine neue Strategie, die den Wechselkurs stärker einbindet, drängt sich auf. Der Zeitpunkt hierzu wäre momentan günstig.

Als die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 15. Januar 2015 die Untergrenze für den Euro-Wechselkurs aufhob und damit eine abrupte Aufwertung des Frankens auslöste, war dieses Anziehen der monetären Zügel weder mit der allgemeinen Preisentwicklung noch mit der Konjunkturlage zu begründen. Trotz gleichzeitig eingeführtem Negativzins war der Franken-Schock nämlich ein deflationärer Schock, der quer zur wirtschaftlichen Lage in der Schweiz lag und dessen Spuren in Konjunktur und Preisniveau deutlich zu sehen sind.

Offene Wechselkurs-Flanke

Die Begründung war eine andere: Die zur Verteidigung der Euro-Untergrenze notwendigen Devisenmarktinterventionen waren stark angeschwollen und mit ihnen die Bilanzsumme der SNB. Aus Sicht der Notenbankführung war damit die künftige Handlungsfähigkeit der Stabilitätspolitik gefährdet. Doch ist es nicht paradox, dass die künftige monetäre Stabilität nur durch eine Politik zu sichern sein soll, die in der Gegenwart zunächst einmal destabilisierend wirkt?

Das Grundproblem ist vielleicht, dass der SNB mit der Finanzkrise 2008 die geldpolitische Strategie abhandengekommen ist. Seit 1999 steuerte sie die monetären Bedingungen mithilfe eines variablen Zielbands für den 3-Monate-Libor-Zins, was gut funktionierte. Aber seit 2009 verharrt der Libor nahe der Nulllinie. Seither ist die Wechselkurs-Flanke der Geldpolitik ungeschützt, was rasch zu einem grossen Problem wurde, als der Franken markant aufzuwerten begann. Die für das makroökonomische

Gleichgewicht einer kleinen offenen Volkswirtschaft massgeblichen monetären Bedingungen werden ja nicht nur durch den Zins, sondern auch durch den Wechselkurs bestimmt. Angesichts des Konjunkturreinbruchs von 2009 bedeutete daher der anhaltende Höhenflug des Frankens faktisch eine Verschärfung der monetären Bedingungen, die angesichts der damals angeschlagenen Verfassung der schweizerischen Volkswirtschaft nicht stabilitätskonform war.

Erst nach längerem Zögern zog die SNB mit der Einführung des Euro-Mindestkurses von Fr. 1.20 im September 2011 die Notbremse. Dies schuf Linderung, war aber kein Ersatz für eine nachhaltige Strategie. So lag das Direktorium der SNB bei der Wiederaufhebung der Untergrenze zweifellos richtig mit seiner (von den Märkten offenkundig geteilten) Einschätzung, dass ein Euro, der immer wieder für Turbulenzen sorgt und unter Abwertungsdruck steht, als Stabilitätsanker für den Franken längerfristig keine Lösung sein kann.

Destabilisierende Spekulation

Nicht leicht nachzuvollziehen ist dagegen, warum man im Januar 2015 – oder auch schon vorher – die Gelegenheit nicht beim Schopf packte, um das Strategie-Vakuum zu beheben. Angeboten hätte sich eine Weiterentwicklung der vom Prinzip her funktionstüchtigen Libor-Strategie zu einem Konzept, das die Rolle, die der reale Aussenwert des Frankens neben dem Libor für die monetären Bedingungen spielt, angemessen abbildet, etwa unter Zuhilfenahme eines Monetary-Conditions-Indexes (MCI). Ein solcher Indikator misst die Gesamtwirkung von Zins- und Wechselkursänderungen, wobei die beiden Komponenten mit ihrer relativen Bedeutung für die Wirtschaft gewichtet sind. Ursprünglich von der Zentralbank Kanadas für ihre ebenfalls sehr offene, wechselkursabhängige Volkswirtschaft entwickelt, ist der MCI mittlerweile ein geläufiges Instrument der Finanzanalyse. Er zeigt etwa an, dass eine Aufwer-

tung die monetären Rahmenbedingungen der Wirtschaft erschwert, auch wenn sich das Zinsniveau nicht bewegt.

Solange die Null- bzw. Negativzinspolitik fortgeführt werden muss, kommt ein am Kriterium der makroökonomischen Stabilität orientiertes Management der monetären Bedingungen nicht um eine explizite Wechselkurssteuerung herum. Diese Einsicht lag auch dem Vorschlag von Professor Ernst Baltensperger zugrunde, der kurz vor Aufhebung des Euro-Mindestkurses in einem Zeitungsinterview dafür eintrat, eine neue Untergrenze für einen Euro-Dollar-Währungskorb zu definieren. Sollte sich die in- und ausländische Zinslandschaft dereinst normalisieren, könnte sich die Steuerung der monetären Bedingungen auch wieder stärker auf den Libor stützen, wie schon vor 2009.

Doch wo bliebe da die von der SNB-Führung mit Aufhebung der Euro-Untergrenze angestrebte Kontrolle über ihre Bilanz? Eine solche Kontrolle ist – so viel dürfte allen klar sein – auch im jetzigen Zustand mit den immer wieder nötigen Ad-hoc-Interventionen auf dem Devisenmarkt nicht gegeben. Sie ist zwar auch nicht gewährleistet, wenn die SNB explizit die monetären Bedingungen steuert. Aber eine stabilitätspolitisch nachhaltige und daher für die Märkte glaubwürdige Einbindung des Wechselkurses in die geldpolitische Strategie könnte die Wechselkurserwartungen wirksam konditionieren und dadurch der destabilisierenden, auf fortgesetzte Frankenaufwertung setzenden Spekulation die Grundlage entziehen.

Günstiger Zeitpunkt

In einer kleinen offenen Volkswirtschaft, deren Währung die Aura eines Safe Asset besitzt und die daher stets im Fokus volatiler Finanzmärkte steht, führt der Weg zur monetären Stabilität weder kurz- noch langfristig über die Kontrolle der Bilanzsumme der Notenbank, sondern über die Kontrolle der monetären Bedingungen. Dieser Grundsatz bewährte sich, solange die SNB ihre Libor-Strategie aktiv betreiben konnte. Es gibt keinen Grund, warum er sich nicht auch unter den heutigen Bedingungen der Null- und Negativzinsen bewähren sollte, sofern die Steuerung des Wechselkurses das ihr zustehende Gewicht erhält. Die relative Ruhe, deren sich der Franken im Moment an den Märkten erfreut, wäre ein günstiger Zeitpunkt, um das Strategie-Vakuum der Geldpolitik zu beenden.