



Oliver Landmann*

Nach dem Franken-Schock: Welche Strategie verfolgt die Schweizerische Nationalbank?

Die Schweiz im Banne des klassischen Trilemmas

Der Druck, dem der Schweizer Franken als sicherer Hafen für risikoscheues Kapital seit jeher ausgesetzt war, hat sich mit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise von 2008 akzentuiert und seither nicht mehr nachgelassen. Diesem Druck kann die schweizerische Nationalbank (SNB) nicht enttrinnen. Sie kann höchstens versuchen, ihn durch geeignete Signale an die Märkte zu begrenzen. Vor allem aber beeinflusst sie mit der Wahl ihrer Strategie, an welcher Stelle und in welcher Form der Druck spürbar wird und wie viel Schaden er verursacht. Die Schweiz erlebt hautnah, was die Lehrbücher der internationalen Makroökonomie als »Trilemma« beschreiben: Eine uneingeschränkte internationale Mobilität des Kapitals, ein stabiler Wechselkurs und eine autonome Kontrolle der Zentralbankbilanz sind für eine kleine offene Volkswirtschaft nicht unter einen Hut zu bringen. Sondern sie muss immer eines der drei Anliegen den beiden anderen opfern. Der freie Kapitalverkehr steht für eine Volkswirtschaft, deren Finanzplatz global mitspielt und einen bedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung leistet, nicht ernsthaft zur Debatte. Damit schrumpft das Trilemma zu einem Dilemma: Die SNB muss entscheiden, ob sie am Devisenmarkt die Frankenpräferenz der globalen Anleger mit einem elastischen Frankenangebot akkommodiert oder ob sie dem Devisenmarkt fernbleibt und den Ausgleich von Angebot und Nachfrage allein dem Wechselkurs überlässt.

Als sich die Finanzkrise ab 2010 zur europäischen Schuldenkrise ausweitete, verstärkte sich der Druck auf den Schweizer Franken massiv. Verunsicherte Eurobesitzer drängten in den viel kleineren Markt für Frankenanlagen und erschwerten damit die Aufgabe der SNB zusätzlich. Diese versuchte eine Weile lang, einen Mittelweg zwischen Auf-

* Prof. Dr. Oliver Landmann ist Ordentlicher Professor für Makroökonomie an der Universität Freiburg i.Br.

wertung und Bilanzausweitung zu finden, konnte aber weder das eine noch das andere verhindern. Von September 2008 bis August 2011 verdreifachten sich die Devisenreserven der SNB. Trotzdem stieg der Franken-Wechselkurs gegenüber dem Euro gleichzeitig um 40%. Für die stark auf den Euroraum ausgerichtete schweizerische Exportwirtschaft bedeutete dies eine existenzielle Herausforderung, der Volkswirtschaft insgesamt drohte eine Deflation auf breiter Front.

Vor diesem Hintergrund entschied sich die SNB im September 2011 zur Flucht nach vorne: Sie legte einen Mindestkurs von Fr. 1,20 pro Euro fest und bekräftigte ihre Entschlossenheit, diese Marke mit unbegrenzten Mitteln zu verteidigen. Das implizite Kalkül war, dass die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung weitere spekulative Kapitalzuflüsse entmutigen und damit das Volumen der zur Durchsetzung der Kursvorgabe erforderlichen Devisenmarktinterventionen in Grenzen halten würde. Die Stabilisierung des Wechselkurses gelang. Allerdings musste die SNB dafür anfänglich nochmals erhebliche Devisenmengen aus dem Markt nehmen. Erst ab der zweiten Hälfte 2012 stabilisierten sich ihre Fremdwährungsguthaben auf hohem Niveau bis gegen Ende 2014. Als sich der Nachfragedruck Anfang 2015 erneut intensivierte, zog die Notenbankleitung die Reißleine und gab den Wechselkurs frei. Der Franken schnellte augenblicklich in die Höhe und pendelte sich danach bis Ende Februar bei etwa Fr. 1,07 pro Euro ein – eine Aufwertung von knapp 15%.

Eine Straffung der Geldpolitik war makroökonomisch nicht indiziert

Was bewog die SNB zu diesem Schritt? Und warum gerade jetzt? Die Erklärungen der SNB-Führung selbst waren zunächst eher dürr und wenig erhellend. Klar war nur: Das Narrativ, mit dem die Kursuntergrenze zuvor begründet worden war, hatte seine Gültigkeit nicht eingebüsst. Es gab keinerlei makroökonomische Indikation, dass eine Inflation, eine Überhitzung der Wirtschaft oder sonst etwas drohte, was nach einer Straffung der Geldpolitik, geschweige denn nach einer eigentlichen deflationären Schockbehandlung verlangt hätte (vgl. Tab. 1): Die Inflationsrate, die in den Jahren 2012 und 2013 noch negativ war, erreichte 2014 eben

erst wieder die Nulllinie. Für das laufende Jahr deutet nach dem Franken-Schock alles auf einen erneuten Rückgang des Preisniveaus hin. Die konjunkturelle Lage, in Tabelle 1 gemessen durch die Produktionslücke, hat sich seit 2011 kontinuierlich abgekühlt; seit 2012 liegt die Produktion ununterbrochen unterhalb des Produktionspotenzials. Warum also das bruske Bremsmanöver der Geldpolitik?

Was sich geändert hat, und darauf verwies die SNB zur Begründung ihres Schritts ausdrücklich, ist das internationale Umfeld. Die Eurozone verharrt weiterhin am Rande der Deflation und weckt – bei allen Unterschieden zwischen ihren Mitgliedern – derzeit noch kaum Hoffnungen auf eine durchgreifende realwirtschaftliche Erholung. Demgegenüber festigt sich in den USA die konjunkturelle Erholung zusehends – mit der Folge, dass die Perspektiven für die Geldpolitik in den beiden großen Währungsräumen kaum gegensätzlicher sein könnten. In den USA wurde das »Quantitative Easing« eingestellt, und der Ausstieg aus der Nullzinspolitik ist absehbar, wogegen die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem eigenen »Quantitative Easing« gerade erst beginnt. Die Devisenmärkte haben auf diese Konstellation lehrbuchmäßig reagiert und die Bewertung des US-Dollar im Verhältnis zum Euro deutlich angehoben. Durch seine Anbindung an den Euro hat der Schweizer Franken die Abwertung gegenüber dem Dollar mitmachen müssen. Hierin kann man eine Lockerung der monetären Bedingungen in der Schweiz erblicken, die zum Zeitpunkt der Festlegung des Mindestkurses sicherlich nicht beabsichtigt war. Allerdings hielten sich die Auswirkungen auf den globalen realen Außenwert der Schweizer Währung in engen Grenzen. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, bewegte sich der reale effektive Wechselkurs des Franken zwischen 2012 und 2014 praktisch seitwärts. Ein akuter Handlungsbedarf zur Korrektur des realen Außenwerts wird von dieser Entwicklung nicht angezeigt.

Wie viel Bilanzwachstum kann sich die SNB leisten?

Die Freigabe des Wechselkurses ist somit nur als präemptive Maßnahme im Hinblick auf die zu erwartende weitere Entwicklung der monetären Bedingungen in der Eurozone zu verstehen. Dass die Bindung an den Euro nicht auf Dauer angelegt war, hatte die SNB von Anfang an klar gemacht.

Tab. 1
Makroökonomische Indikatoren für die Schweiz, 2009–2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflationsrate ^{a)}	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0 ^{c)}	0,0 ^{c)}
Produktionslücke ^{a)}	-1,0	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-1,1 ^{c)}	-1,5 ^{c)}
Realer effektiver Wechselkurs ^{b)}	100,8	105,9	116,3	112,5	110,7	111,4	118,5 ^{d)}

^{a)} Jeweils in %, – ^{b)} Januar 2009 = 100. – ^{c)} OECD-Prognosen, Nov 2014, unter der Annahme eines unveränderten Wechselkurses. – ^{d)} Januar 2015, nach Freigabe des Euro-Wechselkurses.

Quelle: OECD; SNB.

Und dass sie ihre Strategie gerade dann auf den Prüfstand stellen muss, wenn sich die EZB anschickt, eine Richtung einzuschlagen, welche die Schweiz nicht auf Dauer mitgehen wollen kann, leuchtet ebenfalls ein. Hierin liegt denn auch die unmittelbare Ursache für die erneuten Zweifel der Märkte, die im Vorfeld der Kursfreigabe die Entschlossenheit der SNB mit umfangreichen Portfolio-Umschichtungen vom Euro in den Franken testeten.

Dass die SNB diesmal relativ schnell einknickte, dem Druck der Märkte nachgab und dafür in Kauf nahm, dass der Wechselkurs in die Höhe schoss, hatte nichts damit zu tun, dass ihre Munition knapp geworden wäre. Einer Zentralbank, die sich gegen eine Aufwertung ihrer Währung wehrt, geht die Munition nie aus, denn sie kann Nachschub ja selbst unbeschränkt herstellen. Die SNB argumentiert vielmehr, dass sie gar keine andere Wahl hatte. Denn sonst hätte sie riskiert, die Kontrolle über ihre Bilanz zu verlieren, was sie als untragbare Hypothek für ihre künftige Stabilitätspolitik empfunden hätte (vgl. Jordan 2015).

Die SNB hat ihre Bilanz durch ihre Devisenmarktinterventionen der vergangenen fünf Jahre stärker aufgebläht als jede andere Zentralbank eines Industrielands. Es ist daher keine Überraschung, dass die angemessene Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz zu einem Thema wurden. Trotzdem stellt sich die Frage, ob es gerechtfertigt ist, makroökonomische Instabilität in der Gegenwart zu provozieren, um möglichen Risiken in der Zukunft vorzubeugen. Ist es vernünftig, seine Heizung im Winter zurückzufahren, nur weil man befürchtet, der nächste Sommer könnte die Klimaanlage überfordern?

Eine Sorge, die die SNB mit allen anderen Zentralbanken teilt, die sich in den vergangenen Jahren zu einer substanziellen Ausweitung ihrer Bilanzen gezwungen sahen, ist die Sorge um die Bewahrung der Finanzstabilität. In der Schweiz steht vor allem die Befürchtung im Vordergrund, dass die Liquidität, mit der die SNB durch ihre Devisenmarktinterventionen das Bankensystem geflutet hat, zu einer unkontrollierten Kreditexpansion im Immobiliensektor und damit früher oder später zu einer spekulativen Immobilienblase führen könnte. Ob ein absehbarer Konflikt zwischen Finanzstabilität und makroökonomischer Stabilität Grund genug für eine präemptive Straffung der Geldpolitik ist, oder ob er nicht eher durch flankierende makroprudenzielle Maßnahmen – wie sie die SNB ja auch bereits ergriffen hat – entschärft werden sollte, wird kontrovers diskutiert (vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2014; Landmann 2014).

Zu einem besonders heiklen Thema wurde das Bilanzmanagement für die SNB auch deswegen, weil es in der Schweiz längst zu einem öffentlichen Politikum geworden ist. Erst im Herbst 2014 hatten die Schweizer Stimmberechtigten über eine Volksinitiative abgestimmt, die mit einem vorgeschrie-

benen Mindestanteil von Gold an den Aktiven der SNB einen massiven Eingriff in die Gestaltungsspielräume der Geldpolitik bedeutet hätte. Obwohl die Initiative abgelehnt wurde, hat sie doch schlaglichtartig vor Augen geführt, dass die Autonomie der SNB in Bezug auf das Management ihrer eigenen Bilanz jederzeit in Frage gestellt werden kann. Für eine geldpolitische Strategie, die darauf angewiesen war, den Märkten glaubhaft signalisieren zu können, dass man zur Verteidigung der Kursuntergrenze nötigenfalls unbeschränkte Mittel einzusetzen bereit ist, war dies ein schwerer Schlag.

Der politische Druck, dem die SNB dabei ausgesetzt ist, betrifft weniger die technischen Aspekte der Stabilitätspolitik an sich als die Vermögensrisiken, die durch die Anhäufung von Fremdwährungspositionen in der Bilanz entstehen. Akzentuiert wird das Problem dadurch, dass die Bewertungsgewinne und -verluste in der laufenden Erfolgsrechnung ausgewiesen werden müssen, und dass sowohl private Aktionäre als auch die Kantone der Schweiz am Geschäftsergebnis beteiligt sind und daher an der laufenden Ertragslage lebhaft interessiert sind. Theorie und Praxis der Geldpolitik lassen indessen nicht den geringsten Zweifel daran, dass das kommerzielle Ergebnis einer Zentralbank bedingungslos hinter dem Stabilitätsauftrag zurückzustehen hat. Man könnte zwar aus Sicht der SNB die Frage stellen, ob es nicht ein langfristig rentables Geschäftsmodell sein müsste, wenn man kostenlos ein Medium herstellen kann, das Investoren weltweit als Wertaufbewahrungsvehikel so begehren, dass sie dafür nicht nur keinen Zins einfordern, sondern sogar eine Gebühr in Form eines Negativzins zu bezahlen bereit sind. Aber so wenig eine Zentralbank nach dem Modell eines Staatsfonds operieren sollte, so wenig dürfen die finanziellen Interessen ihrer Dividendenempfänger die Wahrnehmung ihres Stabilitätsauftrags kontaminieren. Wenn die politischen und institutionellen Rahmenbedingungen die gebotene Hierarchie der Prioritäten in Frage stellen, liegt der Handlungsbedarf bei den Rahmenbedingungen und nicht bei der Geldpolitik.

Fazit: Gefragt ist eine geldpolitische Strategie

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 eine geldpolitische Strategie über Bord geworfen, mit der die Schweiz drei Jahre lang insgesamt gut gefahren ist. Dass diese Strategie früher oder später zu überprüfen und anzupassen sein würde, war immer klar. Weniger klar war demgegenüber, zu welchem Zeitpunkt dies zu geschehen habe und durch welche andere Strategie die Euro-Anbindung des Franken abgelöst werden könnte. Diese zweite Frage ist auch heute noch offen. Was die Autonomie wert ist, welche die SNB mit ihrer 180°-Kehrtwende zurückgewonnen hat, wird sich erst noch zeigen müssen. Denn Erschütterungen, die zu größeren Portfolioverschiebungen zwischen Währun-

gen führen, wird es mit Sicherheit weiterhin geben. Unter diesen Voraussetzungen ist die faktische »Autonomie« der Zentralbank einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einer eigenen Währung äußerst limitiert. Dass die makroökonomische Stabilisierung der Schweiz auf die Dauer mit einer Politik des »benign neglect« gegenüber dem Wechselkurs gelingen kann, glaubt auch die SNB nicht. Bereits hat sie ihre Bereitschaft erklärt, nötigenfalls erneut in den Devisenmarkt einzugreifen. Offen ist die Frage, wie viel nachhaltigen Erfolg sie damit haben kann, nachdem sie aller Welt kundgetan hat, dass mit dem aktuellen Bilanzvolumen eine Schmerzgrenze erreicht ist. Wechselkursmanagement, gleich welcher Art, muss sich auf eine glaubwürdige Konditionierung der Erwartungen stützen können. Diese wiederum setzt eine glaubwürdige und transparente geldpolitische Strategie voraus. Eine solche ist derzeit noch nicht erkennbar oder zumindest nicht nach außen kommuniziert. Hier bleibt eine Bringschuld, um deren Einlösung die SNB nicht herumkommen wird.

Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2014), 84. *Jahresbericht*, Basel.

Jordan, Th. (2015), »Switzerland at the Heart of Europe: Between Independence and Interdependence«, Vortrag an der Université libre de Bruxelles, 17. Februar 2015.

Landmann, O. (2014), »Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?«, *Wirtschaftsdienst* (9), 611–615.