

Die Schweiz ist in den vergangenen Monaten durch die drastische Aufwertung des Schweizer Franken gegenüber dem Euro unter Druck geraten. Im September 2011 verkündete deshalb die Schweizerische Nationalbank (SNB) einen Mindestkurs des Franken zum Euro. Mit einer Untergrenze von 1,20 Franken je Euro soll der nach Ansicht der SNB »massiven Überbewertung« der Währung entgegengewirkt werden. Ist der Eingriff der SNB zulässig?

Mindestkurs für den Schweizer Franken: Ein Akt der Schadenminimierung

Der Hintergrund: Zwei Szenarien

Die Frage wurde schon gestellt, als sich Europa anschickte, seine nationalen Währungen zum Euro zu verschmelzen: Kann die Schweiz als kleines Land und unmittelbarer Nachbar des gigantischen neuen Währungsraums eine eigenständige Geld- und Währungspolitik beibehalten? Es gab damals zwei Szenarien: Entweder würde der Euro eine stabile Währung wie die D-Mark werden, in welchem Falle die Europäische Zentralbank (EZB) und die Schweizerische Nationalbank (SNB) mehr oder weniger im Gleichschritt eine ähnliche Stabilitätspolitik verfolgen würden. Für dieses Szenario waren auch bei völliger Unabhängigkeit der Geldpolitik keine größeren Wechselkursverwerfungen zu erwarten. Im zweiten, damals von vielen befürchteten Szenario würde der Euro eine schwache, instabile Währung werden. Dieses Szenario barg ein bedeutendes Risiko, dass der Schweizer Franken als Hort der monetären Stabilität zur Destination spekulativer Kapitalzuflüsse werden könnte, mit potenziell gravierenden Konsequenzen für die schweizerische Volkswirtschaft. Aber eine Anbindung an eine schwache Währung kam natürlich erst recht nicht in Frage. Ein währungspolitisches Arrangement, das den Handlungsspielraum der Geldpolitik in irgendeiner Weise eingeschränkt hätte, stand deshalb für die SNB nie ernsthaft zur Diskussion.

Bis zum Jahre 2008 bewahrheitet sich weitgehend das erste Szenario: Der Euro blieb stabil. Er bewahrte mit einer durchwegs mäßigen Inflationsrate sei-

ne Kaufkraft nach innen, und er wurde auch auf den Devisenmärkten als harte Währung gehandelt. Gegenüber dem Schweizer Franken sank der Euro nie weit unter den anfänglichen Wechselkurs von 1,60 Fr. pro Euro. Die Wechselkursschwankungen hielten sich in Grenzen. Dies änderte sich erst mit der dramatischen Zuspitzung der Finanzkrise ab Herbst 2008. In der allgemeinen Verunsicherung entdeckten die Anleger den Schweizer Franken wieder als »sicheren Hafen«, womit die schweizerische Währung unter einen anhaltenden Aufwertungsdruck geriet und auch die Volatilität der Wechselkursbewegungen zunahm. Zuletzt bewegte sich der Franken auf den Devisenmärkten in einer auffallenden Parallelität zum Preis jenes Anlagemediums, das seit jeher in Zeiten des Vertrauensverlusts ebenfalls gerne als sicherer Hafen angesteuert wird: des Goldes. Schon bald hatte der Franken daher seinen Spitznamen als »Alpines Gold« weg.

Die Politik der Schweizerischen Nationalbank bis zum Sommer 2011

Als die Schweiz im Gefolge der Finanzkrise von der weltweiten Rezession erfasst wurde, reagierte die SNB wie alle anderen Zentralbanken auch mit einer massiven Ausdehnung der Liquidität und einer Rücknahme der Leitzinsen auf ein Niveau nahe null. Nachdem sie auf diese Weise des Zinsinstrumentes faktisch verlustig gegangen war, begann sie damit, sachte den Wechselkurs als geldpolitisches Steuerungsinstrument einzusetzen. Solange der Wiederaufschwung nach der Rezession auf schwachen Füßen stand, begann sie



© Schneider

Oliver Landmann*

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

insbesondere, sich dem Aufwertungsdruck, dem der CHF weiterhin ausgesetzt war, mit Interventionen auf den Devisenmärkten entgegenzustemmen – eine Weile lang durchaus mit Erfolg. Als der Aufschwung an Kraft gewann und sowohl die Exporte als auch die Binnennachfrage wieder kräftigere Wachstumsbeiträge zur Festigung der Konjunktur beisteuerten, stellte die SNB ihre Devisenmarktinterventionen wieder ein. Die Sorge war, dass die mit den Interventionen einhergehende fortwährende Aufblähung der inländischen Liquidität in Teilbereichen der Binnenwirtschaft zu einer unerwünschten Überhitzung führen könnte. Unter besonderer Beobachtung stand dabei der Immobiliensektor.

Die Folge war, dass sich der Schweizer Franken weiter aufwertete. Im Laufe des Jahres 2010 durchstieß der Euro erstmals die Grenze von 1,40 nach unten. Die SNB geriet dadurch doppelt unter Druck: Auf der einen Seite ächzte die Exportwirtschaft zunehmend unter den Folgen des starken Frankens. Zum anderen musste die SNB auf ihren Devisenbeständen, die sie eben noch geäufnet hatte, substantielle Bewertungsverluste verbuchen. In der innenpolitischen Debatte der Schweiz löste diese letztere Wirkung der Aufwertung zunächst deutlich mehr Resonanz aus als das Problem der sich verschlechternden preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Absatzmärkten.

Die Bewertungsverluste waren für jedermann transparent. Da die schweizerischen Kantone einen Anspruch auf Beteiligung am Nationalbankgewinn haben – und diesen daher gerne in ihre Budgets einplanen –, sahen sie ihre Felle davon schwimmen. In Teilen des politischen Spektrums wurde der Vorwurf laut, die SNB habe mit ihren »erfolglosen« Interventionen Volksvermögen verschleudert. Es fiel den für die Geldpolitik Verantwortlichen damals nicht leicht, der Öffentlichkeit klar zu machen, dass sich der Erfolg der Devisenmarkttransaktionen einer Zentralbank nicht wie bei einem privaten Investor an der Anlagerendite bemisst, sondern am – natürlich weitaus schwieriger zu quantifizierenden – Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität. Gemessen an der Informationslage des Frühjahrs 2010, war die Stützung des Euro gegen den Franken durch die SNB zum damaligen Zeitpunkt stabilisierungspolitisch genau das Richtige.

Aber die Prügel, welche die SNB danach für die Kursverluste auf ihren Devisenbeständen einstecken musste, dürften dazu beigetragen haben, dass sich ihr Leitungsgremium lange schwer damit tat, erneut auf dem Devisenmarkt einzugreifen, als sich die Aufwertung des Franken im Sommer 2011 dramatisch zuspitzte und der Euro kurzzeitig sogar die Parität mit dem Schweizer Franken ritzte. Zunächst versuchte die SNB, die spekulative Flucht in den Franken mit einer drastischen Ausweitung der Liquidität

und mit verbalen Signalen zu stoppen. Erst als diese Maßnahmen keinen nachhaltigen Erfolg brachten und die Forderungen nach schärferer Munition dringlicher wurden, griff das Direktorium der SNB am 6. September 2011 als Ultima Ratio zum Instrument eines Mindestkurses für den Franken und verkündete ihre Bereitschaft, ein Unterschreiten dieses Mindestkurses, falls nötig, mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verhindern. Dies wirkte augenblicklich: Innerhalb von zwölf Minuten stieg der Euro von 1,11 auf 1,20 Fr. Dieser Vorgang ist eine anschauliche Fallstudie dafür, wie stark das Geschehen an den Finanzmärkten von den Kurserwartungen der Marktteilnehmer getrieben wird. Die Ankündigung der Notenbank hat gereicht, um die Erwartungen der Anleger auf einen Schlag neu zu konditionieren. Das Interventionsvolumen am Tage der Ankündigung selbst war zum Zeitpunkt der Niederschrift dieses Beitrags noch nicht bekannt, war aber möglicherweise ziemlich gering. Offenkundig fehlte es der Ankündigung des Mindestkurses nicht an Glaubwürdigkeit. Die Märkte zweifelten nicht an der Entschlossenheit der SNB, das Kursziel um jeden Preis zu verteidigen.

Mit der Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. je Euro ging die SNB zwar durchaus ein Risiko ein, aber sie betrat auch nicht völliges Neuland. Denn das Instrument eines Mindestkurses hatte sich in der Vergangenheit schon einmal bewährt, nämlich im Jahr 1978, als die SNB in einer ähnlichen Situation einen Mindestkurs von 80 Rappen je D-Mark festsetzte und mit unbegrenzten Devisenmarktinterventionen zu verteidigen versprach. Damals ging die Strategie auf. Der Aufwärtstrend des Frankens wurde nicht nur gebrochen, sondern drehte sich mit der Zeit sogar um, als die D-Mark in der Folge wieder auf über 90 Rappen stieg. Kritiker verwiesen zwar darauf, dass danach, im Abstand von zwei bis drei Jahren, die Inflationsrate der Schweiz anstieg. Dabei ist aber in Rechnung zu stellen, dass dies der Zeitraum war, in den der zweite Ölpreisschock fiel, von dem in jedem Fall ein Inflationsschub ausgegangen wäre. Allenfalls erleichterte die mit der Wechselkurspolitik verbundene Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge die Überwälzung des exogenen Kostenimpulses. Diese Erfahrung verdeutlicht immerhin eines: Ob das im September 2011 erneut eingesetzte Instrument des Mindestkurses in der Rückschau dereinst als erfolgreich gewertet werden wird, wird nicht zuletzt davon abhängen, ob die SNB den richtigen Zeitpunkt für den Ausstieg aus ihrer Wechselkurspolitik und für die Rückführung des Liquiditätsangebots erwischen wird.

Argumente der Kritiker

Kritiker gaben, z.T. schon im Vorfeld der Maßnahme, zu bedenken, dass Notenbanken bei Kursinterventionen gegen den Markt nicht selten auch den Kürzeren ziehen. Die

Schweiz als kleines Land, so wurde etwa gesagt, könne nicht das ganze »Euro-Meer aussaufen«, das im Schweizer Franken Zuflucht suchen könnte. Erinnert wurde auch an die Erfahrung der Bank of England, die im Jahre 1992 im damaligen Europäischen Währungssystem den Pfundkurs mit aller Macht gegen die Angriffe der Währungsspekulanten verteidigte, nur um sich schließlich doch geschlagen geben zu müssen.

Aber diese Vergleiche verkennen zwei Dinge: Erstens ist es ein Unterschied, ob man seine eigene Währung gegen eine Abwertung oder gegen eine Aufwertung verteidigt. Zur Abwehr einer drohenden Abwertung muss man Devisen aufwenden, die man nur in begrenztem Umfang besitzt. Die Spekulation weiß also, dass die Munition irgendwann ausgeht. Zur Verhinderung einer unerwünschten Aufwertung muss man Devisen gegen eigene Währung erwerben, und eigenes Geld kann eine Notenbank unbegrenzt schaffen, wenn sie denn entschlossen ist, dies zu tun. Zweitens steht und fällt der Erfolg einer Intervention mit der Glaubwürdigkeit der Aktion. Die Glaubwürdigkeit wiederum hängt daran, ob der mit der Devisenmarktintervention angestrebte Wechselkurs mit den übergeordneten Stabilitätszielen der Geldpolitik kompatibel ist oder nicht. Im Falle der Bank of England 1992 war diese Bedingung ganz offenkundig nicht erfüllt. Die britische Volkswirtschaft befand sich in einer tiefen Rezession, das Pfund war eindeutig überbewertet, eine expansivere Geldpolitik und ein tieferer Pfundkurs wären die Medizin gewesen, welche die Wirtschaft benötigte. Die Zentralbank befand sich in einem schwierigen Zielkonflikt zwischen den Spielregeln des Währungssystems, denen sie sich beugen musste, und den Erfordernissen einer stabilitätskonformen Geldpolitik. Unter diesen Voraussetzungen war der Kampf gegen die Spekulation nicht zu gewinnen.

Ganz anders die Schweiz 2011: Der Schweizer Franken bewegte sich auf dem Devisenmarkt ganz unzweifelhaft in eine zunehmende Überbewertung hinein, während sich die Konjunktur im Zuge der weltweiten Wachstumsabschwächung ebenso eindeutig abkühlte. In dieser Situation stand die Festlegung eines Mindestkurses, als die schärfste Waffe im Arsenal der Wechselkursbeeinflussung, nicht im Konflikt mit der Stabilisierungspolitik, sondern in deren Dienst. Die Bereitschaft, den Mindestkurs gegebenenfalls mit unbegrenzten Devisenkäufen zu verteidigen, war offensichtlich anreizkompatibel und daher glaubwürdig. Unter dieser Voraussetzung konnte die Konditionierung der Erwartungen gelingen, so dass auch das Volumen der effektiv notwendigen Devisenmarktinterventionen vermutlich in einem überschaubaren Rahmen bleiben konnte.

Vor diesem Hintergrund relativiert sich auch die von Kritikern aufgeworfene Frage, ob sich denn die Nationalbank zutrauen könne, den »richtigen« Kurs besser als der Markt

bestimmen zu können. Man braucht sich noch nicht einmal auf die Position zurückzuziehen, dass verschiedene Wechselkursmodelle verschiedene Antworten auf die Frage nach dem Gleichgewichtskurs geben. Kein Modell würde das Gleichgewicht in der Nähe der Parität zum Euro ansiedeln. Entscheidend ist vielmehr, dass was aus der Perspektive der Geldpolitik »richtig« ist, von den Erfordernissen der monetären und makroökonomischen Stabilität definiert wird. Angesichts einer Prognoselage, die für 2012 eine deutliche Verlangsamung des Wachstums und eine Preisänderungsrate in bedrohlicher Nähe zur Deflation anzeigt, ist das Risiko, dass ein Mindestkurs von 1,20 auf der »falschen« Seite des ohnehin nicht genau bestimmbar Gleichgewichts liegt, verschwindend gering.

Aus diesem Grunde war es auch wichtig, dass die SNB mit der Wahl des Niveaus, auf dem sie den Mindestkurs fixierte, eine konservative Linie verfolgte. Die Gewerkschaften waren schnell zur Stelle und forderten eine Stabilisierung des Euro-Wechselkurses im Bereich von 1,40 Fr. Ein solcher Kurs wäre im Moment zwar Balsam für die gebeutelte Exportwirtschaft, wäre aber einem bedeutenden Risiko ausgesetzt gewesen, sich je nach weiterer Entwicklung bald einmal als zu hoch zu erweisen, in welchem Falle die SNB eine solche Marke rasch wieder hätte preisgeben müssen. Damit wäre auch von Anfang an die so essentielle Glaubwürdigkeit der Operation aufs Spiel gesetzt worden.

Aus demselben Grunde ist auch der verschiedentlich geäußerte Vorwurf, die SNB setze die von ihr zu wählende Preisstabilität aufs Spiel, fehl am Platz. Stabilisierung der Inflationsrate auf tiefem Niveau kann manchmal auch bedeuten, einem Abgleiten in die Deflation entgegenzuwirken. Die Befürchtung, dass die dramatische Ausweitung der Zentralbankliquidität der letzten Monate allein schon Inflation schaffen werde, ist aus zwei Gründen unbegründet: Erstens schafft die Liquiditätsausweitung kein Überangebot an Schweizer Franken, sondern ist die Antwort auf eine von außen entstandene Übernachtfrage. Zweitens kann eine hausgemachte Inflation nur entstehen, wenn die Konjunktur überhitzt ist. Davon ist die Schweiz derzeit aber weit entfernt. Die dramatische Aufwertung wirkte vielmehr in einer Phase der konjunkturellen Abkühlung wie ein zusätzlicher Kälteschock. Diesen Schock vermochte die Festlegung eines immer noch niedrigen Mindestkurses von 1,20 je Euro noch nicht einmal völlig zu neutralisieren, aber immerhin abzumildern.

Fazit

Die Schweiz ist als kleine offene Volkswirtschaft im Herzen Europas auch als Nicht-Mitglied der Europäischen Union aufs Engste mit ihrem politischen und wirtschaftlichen Um-

land verbunden. Ganz gleich, welche Politik sie verfolgt, und welches Wechselkursarrangement sie wählt, sie wird immer hautnah von allen positiven wie negativen Entwicklungen in der EU betroffen sein. Es wäre daher eine Illusion zu glauben, die Schwierigkeiten, in welche die Eurozone durch ihre aktuelle Krise geraten ist, könnten irgendwie spurlos an der Schweiz vorbeigehen. Vor diesem Hintergrund kann die Festlegung eines Mindestkurses von 1,20 Fr. kein Wundermittel sein, wohl aber eine mit Bedacht ergriffene Maßnahme der Schadenminimierung.