



Hamburgisches
WeltWirtschafts
Institut

Die Zukunft des Schweizer Franken - Zwischen Unabhängigkeit und autonomem Nachvollzug

Edgar Baake, Hendrik Hüning, Thomas Straubhaar, Henning Vöpel

HWWI Policy
Paper 97

Ansprechpartner:
Prof. Dr. Henning Vöpel
Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)
Heimhuder Straße 71 | 20148 Hamburg
Tel +49 (0)40 34 05 76 - 0 | Fax +49 (0)40 34 05 76 - 776
voepel@hwwi.org

Redaktionsleitung:
Prof. Dr. Henning Vöpel
Dr. Christina Boll

© Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) | Juni 2016

Alle Rechte vorbehalten. Jede Verwertung des Werkes oder seiner Teile ist ohne Zustimmung des HWWI nicht gestattet. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Mikroverfilmung, Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.



Die Zukunft des Schweizer Franken

Zwischen Unabhängigkeit und autonomem Nachvollzug

Edgar Baake, Hendrik Hüning, Thomas Straubhaar, Henning Vöpel

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| 1. Einleitung: Der Schweizer Franken zwischen Unabhängigkeit und autonomem Nachvollzug | 4 |
| 2. Die SNB zwischen fixen, flexiblen und gelenkten Wechselkursen | 7 |
| 3. Zur Schweizer Geldpolitik seit Beginn des Euro-Zeitalters..... | 11 |
| 4. Die Kommunikationsstrategie der SNB und ihre Auswirkungen auf den Wechselkurs | 20 |
| 5. Wechselkursregime von kleinen, offenen Volkswirtschaften | 39 |
| 6. Lehren aus dem Mindestkursexperiment der Schweiz | 51 |
| 7. Zur Zukunft des Schweizer Frankens..... | 60 |

| | |
|--|----|
| Abbildung 1 Der Außenwert des Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar | 7 |
| Abbildung 2 Inflationsrate und Arbeitslosenquote in der Schweiz..... | 10 |
| Abbildung 3 Wechselkurs des Schweizer Franks zum Euro | 12 |
| Abbildung 4 Devisenanlagen und Aktiven insgesamt der SNB | 14 |
| Abbildung 5 Entwicklung der Notenbankbilanzen | 15 |
| Abbildung 6 Zusammensetzung der Devisenanlagen der SNB | 15 |
| Abbildung 7 Immobilienpreisindizes - Gesamte Schweiz..... | 17 |
| Abbildung 8 Die geldpolitischen Transmissionskanäle | 22 |
| Abbildung 9 Zusammenfassung der geldpolitischen Beschlüsse | 27 |
| Abbildung 10 Der Grad an Pessimismus in den Pressemitteilungen der SNB über die Zeit | 29 |
| Abbildung 11 Korrelation zwischen den generierten Variablen | 31 |
| Abbildung 12 Regressionsergebnisse..... | 35 |
| Abbildung 13 Regressionsergebnisse..... | 37 |
| Abbildung 14 Verbraucherpreisindex | 53 |
| Abbildung 15 Arbeitslosenquote..... | 54 |
| Abbildung 16 Zentralbankreserven..... | 55 |

1. Einleitung: Der Schweizer Franken zwischen Unabhängigkeit und autonomem Nachvollzug

Kein anderer Preis ist für die Schweiz von ähnlich herausragender Bedeutung wie der Wechselkurs. Der Außenwert des Frankens ist deshalb so wichtig, weil die schweizerische Volkswirtschaft in hohem Maße mit dem Ausland verflochten ist. Der Öffnungsgrad der Schweiz (gemessen am Außenhandel von Gütern und Dienstleistungen) erreicht fast die Hälfte des Bruttoinlandprodukts (BIP).¹ Für Deutschland lag er bei 42%, in der Europäischen Union bei 41%, in Frankreich unter 30% und in den USA bei rund 15%.²

Der Außenwert des Frankens bestimmt schwergewichtig die internationale Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Unternehmen und den Wert der in Schweizer Franken angelegten Vermögen. Eine Abwertung des Frankens verteuert die Produkte der ausländischen Konkurrenten. So wird die preisliche Situation für helvetische Firmen gegenüber Wettbewerbern aus anderen Ländern verbessert und zwar sowohl auf den Weltmärkten wie auch im heimischen Binnenmarkt. Eine Aufwertung des Frankens erwirkt gegenteilige Effekte. Sie verteuert Schweizer Produkte und erschwert deren Absatz. Aber sie verbilligt die Importe und erhöht damit die reale Kaufkraft der Einkommen in der Schweiz.

Der Wechselkurs bestimmt ebenso den Wert von in Schweizer Franken aufbewahrten Vermögen. Ein starker Franken erhöht den Wert von Vermögen und Forderungen, die in Schweizer Franken angelegt sind. Er macht die Besitzer von Schweizer Vermögen reich(er). Ein schwacher Franken hingegen bedeutet, dass die Kaufkraft von Guthaben der Schweizer im Ausland geringer wird.

Entsprechend der herausragenden Bedeutung des Wechselkurses ist der Auftrag an die Schweizerisch Nationalbank (SNB) weiter gefasst als für die Europäische Zentralbank (EZB). Die Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft schreibt der SNB vor, „als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik (zu führen), die dem

¹ Der Öffnungsgrad (OI) einer Volkswirtschaft wird mit folgender Formel errechnet: $[(\text{Importe} + \text{Exporte}) / (2 * \text{BIP})]$. Er entspricht also dem Durchschnitt der Importe und der Exporte von Waren und Dienstleistungen geteilt durch das BIP (um die Größe der Wirtschaft eines Landes zu berücksichtigen). Vgl. dazu: Bundesamt für Statistik (2016), Wohlfahrtsmessung – Indikatoren für Wirtschaft - Internationale Verflechtung – Methodologie; (<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/00/11/blank/ind49.informations.4900037.49031.html>).

²Bundesamt für Statistik (2016): Wohlfahrtsmessung – Indikatoren für Wirtschaft - Internationale Verflechtung (<http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/00/11/blank/ind49.indicator.4900037.49031.html?open=4900001,4900002,4900003#4900003>).

Gesamtinteresse des Landes dient“.³ Das Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankgesetz) präzisiert, dass die Preisstabilität zwar zu gewährleisten, aber „der konjunkturellen Entwicklung Rechnung“ zu tragen sei.⁴ Ein Vorrang der Inflationsbekämpfung kann vermutet werden. Explizit wird er jedoch (sicherlich bewusst) nicht gefordert.

Demgegenüber verpflichtet Artikel 127 des EU-Vertrags die EZB explizit darauf „das vorrangige Ziel ..., die Preisstabilität zu gewährleisten.“ Und nur „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“ darf die EZB „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union“ unterstützen.⁵ Das gilt explizit auch für die Wechselkurspolitik. Artikel 119 (Absatz 2) erlaubt eine am Wechselkurs orientierte Geldpolitik nur soweit, wie das vorrangige Ziel der Preisstabilität unbeschadet bleibt.⁶

Anders die Schweiz. Hier steht das Gesamtinteresse des Landes im Vordergrund. Konjunkturverlauf und Preisstabilität sind nach Verfassung und Gesetz gleichwertig und gleichermaßen zu verfolgen, selbst wenn die SNB in ihrer Interpretation ihres Auftrages sich fest verpflichtet, sich in ihrer Politik „vom Gesamtinteresse des Landes leiten (zu) lassen, als vorrangiges Ziel die Preisstabilität (zu) gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung (zu) tragen“ – die SNB also eine Priorisierung der Preisstabilität vornimmt.⁷

Die Hierarchisierung der geldpolitischen Ziele mit dem Vorrang der Inflationsbekämpfung kam erst Mitte der 1970er Jahre zum Tragen. Sie folgte der Erkenntnis der Tinbergen-Regel, die besagt, dass mit einem wirtschaftspolitischen Instrument nur ein wirtschaftspolitisches

³ Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (Stand am 1. Januar 2016), Artikel 99, Absatz (2) (<https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/19995395/index.html>).

⁴ Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank (Nationalbankgesetz, NBG) vom 3. Oktober 2003 (Stand am 1. Januar 2016), Artikel 5, Absatz (1) (<https://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20021117/index.html>).

⁵ EU-Vertrag, Artikel 127, Absatz (1) zitiert nach den „Konsolidierten Fassungen“ des Rats der Europäischen Union (2008) (<http://www.eu-info.de/europa/eu-vertraege/Vertrag-Lissabon/konsolidierte-Fassung-vertrag-von-lissabon/>). Zum einen (prioritären) Ziel und den mehreren Aufgaben der EZB vgl. Thomas Straubhaar und Henning Vöpel (2012): Euro- und Finanzkrise: Sollte die EZB ihre Aufgabe über die Inflationsbekämpfung hinaus erweitern? Ifo Schnelldienst, 65. Jahrgang, Heft 2, S. 4-7.

⁶ Vergleich dazu ausführlich: Henrik Müller und Thomas Straubhaar (1998): Die Stellung des Euro im Weltwährungssystem. Wirtschaftsdienst, 78. Jahrgang, Heft 5, S. 284-292.

⁷ Schweizerische Nationalbank (SNB): Ziele und Aufgaben der Schweizerischen Nationalbank (http://snb.ch/de/iabout/snb/id/snb_tasks).

Ziel effizient verfolgt werden könne und somit Geldpolitik überfordert sei, wenn sie mehr als das oberste und wichtigste Ziel der Preisstabilität verfolge.⁸

Es ist sicher kein Zufall, dass die Bundesverfassung von der SNB nicht nur einen geld-, sondern eben auch einen währungspolitischen Auftrag erteilt. Neben eine „Geldfunktion“ tritt eine „Währungsaufgabe“, die auch den Außenwert des Frankens anspricht. Auf dieser rechtlichen Grundlage ist zu verstehen, dass die SNB dann eine aktive Wechselkurspolitik als Option wahrnehmen könnte und vielleicht auch müsste, wenn sie „das Gesamtinteresse des Landes“ gefährdet sieht – erst recht, wenn durch eine Wechselkurspolitik keine Verletzung der Preisstabilität droht.

Genau in dieser Situation befand sich die SNB im Sommer 2011. Im Nachgang zur stärksten Rezession der Nachkriegsgeschichte und bei der Bewältigung ihrer Folgen zeigte sich die Volkswirtschaft in der Schweiz robuster als in den Nachbarländern. Mit „Besorgnis“ betrachtete die SNB die exportgewichtete Aufwertung des Frankens auf „historische Höchststände“.⁹ Aus Sicht der SNB entsprach ein gegenüber dem Euro in Richtung Parität strebender Wechselkurs einer „massiven Überbewertung“, die in keiner Weise den realwirtschaftlichen Verhältnissen entsprach.

Entsprechend ihrer geldpolitischen Lageanalyse sah die SNB am 6. September 2011 Handlungsbedarf: „Unsere Wirtschaft ist klein und sehr offen. Wir verdienen jeden zweiten Franken im Ausland. Eine massive Überbewertung birgt das Risiko einer Rezession und einer deflationären Entwicklung. Die Nationalbank strebt daher eine deutliche und dauerhafte Abschwächung des Frankens an. Sie toleriert ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter Eins Zwanzig. Die Nationalbank wird diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen. Sie ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen. ... Denn ein Nichtstun würde unserer Volkswirtschaft enormen langfristigen Schaden zufügen. Mit der heutigen Maßnahme handelt die Nationalbank im Gesamtinteresse der Schweiz.“¹⁰

Obwohl weder Mitglied der Europäischen Union (EU) und folglich auch nicht Teil der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion und des Euro-Raums waren die Schweiz und

⁸ Jan Tinbergen (1952): On the Theory of Economic Policy. 2nd edition. North-Holland Publishing Company Amsterdam.

⁹ Schweizerische Nationalbank (SNB): Einleitende Bemerkungen von Philipp Hildebrand zum Mediengespräch vom 16.6.2011 (http://snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110616_pmh/source/ref_20110616_pmh.de.pdf).

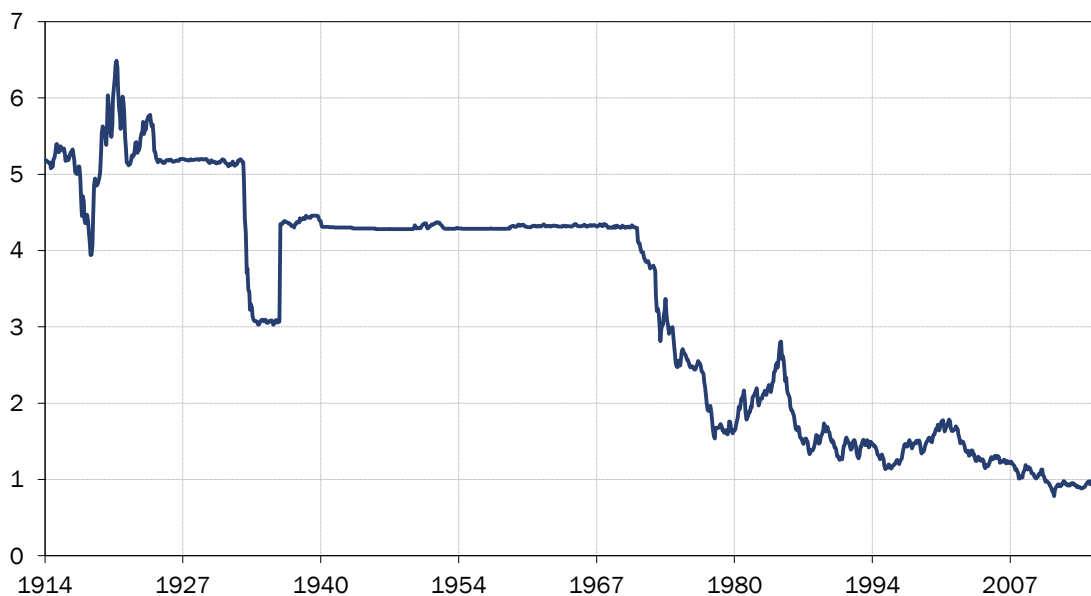
¹⁰ Schweizerische Nationalbank (SNB): Kurz-Ansprache von Philipp Hildebrand vom 6. September 2011 anlässlich der Einführung eines Mindestkurses des Frankens gegenüber dem Euro. (http://snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110906_pmh/source/ref_20110906_pmh.de.pdf).

die SNB in den Strudel der Staatsverschuldungskrise der Euroländer gerissen worden. Sie wurden in hohem Maße abhängig von den geldpolitischen Entscheidungen der EZB. Um dem „Gesamtinteresse des Landes zu dienen“ musste die SNB den Außenwert des Schweizer Frankens an einen Mindestkurs gegenüber dem Euro binden. War die teilweise Aufgabe der währungspolitischen Unabhängigkeit und der daraus folgende autonome Nachvollzug der EZB-Politik eine weise Entscheidung der SNB oder hätte es klügere Alternativen gegeben? Diese Fragen stehen im Zentrum der folgenden Ausführungen.

2. Die SNB zwischen fixen, flexiblen und gelenkten Wechselkursen

Die Geschichte einer unabhängigen schweizerischen Geld- und Währungspolitik ist jung. Sie beginnt formal zwar Mitte des 19. Jahrhunderts, faktisch aber eigentlich erst Mitte der 1970er Jahre. Und sie ist eine Geschichte der stetigen Aufwertung des Schweizer Frankens. Der US-Dollar hat im Laufe der letzten hundert Jahre gegenüber dem Franken immens an Wert verloren. Er kostet 2016 weniger als ein Fünftel des Preises von 1914.

Abbildung 1 Der Außenwert des Schweizer Frankens gegenüber dem US-Dollar (1914 bis 2015, Monatswerte, US Dollar je CHF)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Datenreihe „Devisenkurse“ (<https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/devkum>).

Zwar gab es seit 1850 den Schweizer Franken und seit 1907 eine Zentralbank, die SNB. Aber im 19. Jahrhundert bestand mit der Lateinischen Münzunion eine Währungsunion, die von

Frankreich dominiert wurde. Sie degradierte die Eidgenossenschaft faktisch zu einer Währungsprovinz Frankreichs.¹¹

Mit und nach dem Ersten Weltkrieg brach die Lateinische Währungsunion auseinander. Danach band ein Golddevisenstandard den nationalen Notenbanken die Hände. Schließlich sah das Abkommen von Bretton Woods eine internationale Währungsordnung auf der Grundlage fester Wechselkurse vor. Die Kurse waren nicht vollständig fixiert. Änderungen blieben möglich, aber nur unter einschränkenden Bedingungen. Wenn „fundamentale“ Ungleichgewichte längerfristiger struktureller Natur waren, dann konnten die Wechselkurse an die neuen Gegebenheiten angepasst werden.

Faktisch hatte das System von Bretton Woods in der Realität zur Folge, dass die Währungspolitik der SNB von der US-Notenbank, dem Federal Reserve System (Fed), bestimmt wurde. Der Frankenkurs spiegelte den (Miss-)Erfolg der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA gegenüber der Schweizer Volkswirtschaft wider. Der US-Dollar war die Leitwährung und die US-Notenbank war die Zentralbank der Welt. Danach musste sich auch die SNB richten: Die Währungspolitik fester Wechselkurse war in der Nachkriegszeit das prioritäre Ziel der schweizerischen Geld- und Währungspolitik, dem sich andere Ziele – wie die Preisstabilität – unterzuordnen hatten.¹²

Je stärker die US-Notenbank einer expansiven Geldpolitik folgte, umso stärker wurde der Aufwertungsdruck auf stabilitätsorientierte Länder wie der Schweiz und Deutschland. Entsprechend stieg der Aufwertungsdruck. Da feste Wechselkurse eine Anpassung verhinderten, musste die Schweiz zwangsläufig „Inflation importieren“¹³ – mit all‘ den negativen Folgen, die damit für das „Gesamtinteresse des Landes“ verbunden waren.

¹¹ Michael Bordo und Harold James (2007): Die Nationalbank 1907–1946: Glückliche Kindheit oder schwierige Jugend? In: Schweizerische Nationalbank (SNB): Die Schweizerische Nationalbank 1907 – 2007. Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, S. 29-118. Die Autoren zeigen, dass alles in allem die SNB – gerade auch im internationalen Vergleich – in Zeiten weltwirtschaftlicher Turbulenzen in der Zwischenkriegszeit recht gut machte (s. Seite 100). Allerdings hat sie wohl zu lange am Goldstandard festgehalten: „Simuliert man Alternativen zur Beibehaltung des Goldstandards zwischen 1931 und 1936, wird deutlich, dass eine frühere Ablösung vom Goldstandard bedeutende wirtschaftliche Vorteile gebracht hätte“ (S.101).

¹² Peter Bernholz (2007): Die Nationalbank 1945–1982: Von der Devisenbann-Wirtschaft zur Geldmengensteuerung bei flexiblen Wechselkursen. In: Schweizerische Nationalbank (SNB): Die Schweizerische Nationalbank 1907 – 2007. Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich, S. 119-211, insbesondere S. 120-121.

¹³ Bei flexiblen Wechselkursen spiegeln sich (langfristig) national unterschiedliche Inflationsraten in entsprechenden Wechselkursänderungen gleicher Größenordnung. Bei fixen (oder festen) Wechselkursen passen sich hingegen die ursprünglich national unterschiedlichen Inflationsraten im Laufe der Zeit an. Im Land mit der geringeren Inflationsrate steigt das Preisniveau an – es „importiert“ Inflation ohne eigenes Dazutun.

Aber erst nachdem US-Präsident Nixon am 15.8. 1971 die Goldkonvertibilität des US-Dollars aufhob, erhielt die SNB die Freiheit zu einer eigenständigen, unabhängigen Geld- und Währungspolitik. Zwischen August 1971 und Januar 1973 gab die SNB den Wechselkurs frei, kaufte aber zur Stützung des US-Dollar in bedeutendem Umfang US-Dollar. Trotzdem sank der Preis des US-Dollars von 4,03 Franken im August 1971 auf 3,73 im Januar 1973.

Am 22. Januar 1973 stellte die SNB die Dollarkäufe ein, nachdem sie an einem einzigen Tag US-Dollar im Gegenwert von rund einer Milliarde Franken übernehmen musste.¹⁴ Damit ergriff die SNB die Option einer Politik der flexiblen Wechselkurse, wie sie sich durch das private Angebot und Nachfrage ergeben.

Während fast zwei Jahren – vom 23.3.1973 bis zum 6.1.1975 – verzichtete die SNB auf eine aktive Wechselkurspolitik. Sie enthielt sich sämtlicher Interventionen auf den Devisenmärkten. Um aber den Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken zu mindern, erlies sie Verzinsungsverbote für Spareinlagen von Ausländern und sie beschloss eine Vielzahl anderer Maßnahmen, um Ausländern das Halten von Schweizer Franken zu erschweren. Dennoch wertete der US-Dollar von 3,73 Franken im Januar 1973 auf 2,62 im Dezember 1974 um rund ein Drittel ab.

Um die Aufwertung des Frankens zu stoppen, begann die SNB am 6.1.1975 wieder, mit Stützungskäufen an den Devisenmärkten zu intervenieren. Höhepunkt der Wechselkurspolitik war die Festlegung eines Mindestkurses von 80 Rappen pro D-Mark am 1.10.1978. Damit drohte erneut die Gefahr einer „importierten Inflation“. Da sich in der Zwischenzeit die SNB in ihrem neuen geldpolitischen Konzept auf den Vorrang der Preisstabilität festgelegt hatte, waren die Festsetzung eines Mindestpreises für eine fremde Währung und die aktiv betriebene Wechselkurspolitik ein Widerspruch.

Letztlich setzte sich im Laufe der 1980er Jahre – auch gestützt durch neuere makroökonomische Einsichten –¹⁵ die Erkenntnis durch, dass die SNB klugerweise die mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen neu gewonnenen geldpolitischen Freiheiten prioritär zur Sicherung der Preisstabilität nutzen sollte. Eine aktive Wechselkurspolitik sollte eine zeitlich eng befristete Ausnahme bleiben, die höchstens kurzfristig der Stabilisierung

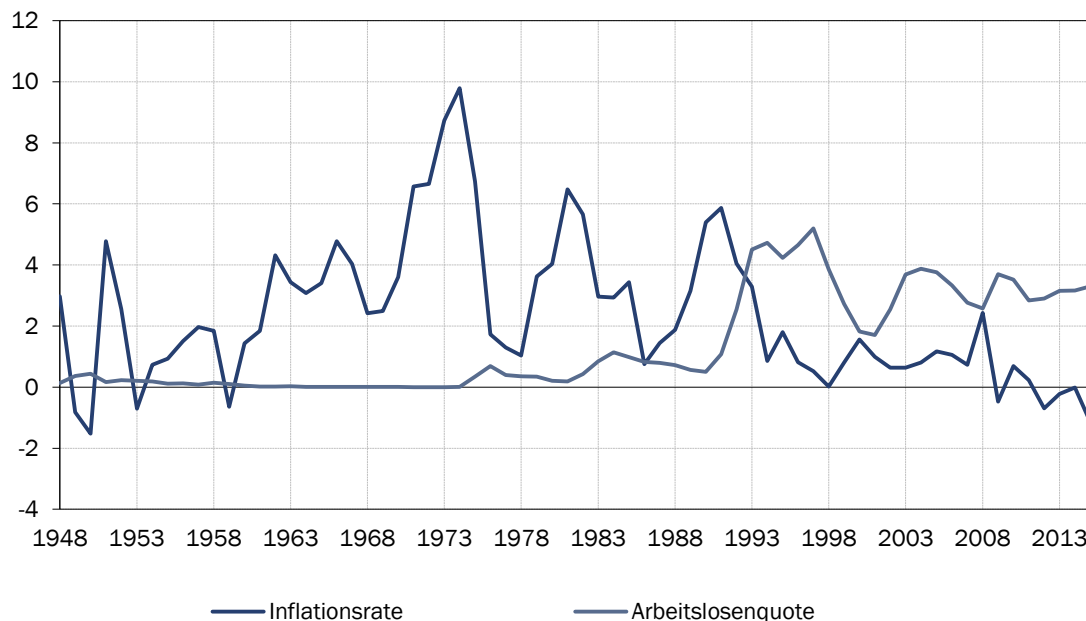
¹⁴ Schweizerische Bankgesellschaft (SBG) (1987): Die Schweizer Wirtschaft 1946-1986. SBG Zürich, S. 183.

¹⁵ Insbesondere zeigte sich in der Realität, dass eine auf Beschäftigungsziele ausgelegte Geldpolitik in der langen Frist zu Inflation und nicht zu einem Abbau von Arbeitslosigkeit führt und somit die in der Theorie wegleitende „Phillipskurve“ (die einen Abbau der Arbeitslosigkeit um den Preis steigender Inflationsraten vermutete) empirisch falsifiziert wurde.

von Tageskursen dienen sollte. Allerdings droht bei einer Notenbank-Intervention auf ein vermutetes „Überschießen“ des nominalen Wechselkurses zum realen Wechselkurs die Gefahr, dass es erst recht zu starken Fluktuationen auf den Devisenmärkten kommt, weil die Marktakteure ihrerseits auf das Verhalten der Notenbanken reagieren.¹⁶

Als Quintessenz zeigt sich, dass die SNB ihre ab August 1971 gewonnenen geldpolitischen Freiheiten alles in allem klug genutzt hat. Nach verschiedenen geldpolitischen Experimenten (1973-1978) mit entsprechenden Lehren gelang es nach und nach die Inflation ab Mitte der 1990er Jahre erfolgreich unter die zwei Prozent-Grenze zu drücken. In den beiden letzten Jahrzehnten von 1995 bis 2015 betrug die Jahresteuerung im Durchschnitt 0,6 Prozent – ohne dass die Preisstabilität mit einem Anstieg der Erwerbslosigkeit hätte erkauf werden müssen. Im Gegenteil: die Arbeitslosenquote sank von gut 4,5% Mitte der 1990er Jahre auf 3,2% Mitte der 2010er Jahre.

Abbildung 2 Inflationsrate und Arbeitslosenquote in der Schweiz (1948 bis 2015, durchschnittliche Jahreswerte in %)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Datenreihe „Preise und Löhne“ und „Arbeitsmarkt“ (<https://data.snb.ch/de/topics/uvo#!/cube/plkopr> und <https://data.snb.ch/de/topics/uvo#!/cube/amarbma>).

¹⁶ Jürg Niehans (1975): Some Doubts About the Efficacy of Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates. *Journal of International Economics*, Vol. 5, S. 275–281; Rudiger Dornbusch (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, Vol. 84, S. 1161–1176; Jürg Niehans (1977): Exchange Rate Dynamics with Stock/Flow Interaction. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, S. 1245–1257; Jürg Niehans (1987): Overshooting. In: *The New Palgrave: A Dictionary of Economics* Palgrave Macmillan Online, Palgrave Macmillan (http://www.dictionaryofeconomics.com/article?id=pde1987_X001638> doi:10.1057/9780230226203.3230).

Selbst als in den 1990er Jahren in der Eidgenossenschaft eine heftige Diskussion über die Art und Weise der Anbindung der Schweiz an die EU geführt wurde, die in der Abstimmung über einen Beitritt der Schweiz zum Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) am 6.12.1992 ihren Höhepunkt fand, stand eine Anbindung des Schweizer Frankens an das Europäische Währungssystem EWS oder gar dem späteren Euro-Raum nie auch nur ansatzweise zur Debatte. Zu stark war das Misstrauen in die geldpolitische Stabilität der EU-Länder. Zu attraktiv erschienen demgegenüber die Vorteile, eine maßgeschneiderte Währungspolitik entsprechend den „Gesamtinteressen des Landes“ führen zu können.

Auf der Grundlage einer faktisch eben erst gewonnenen Eigenständigkeit der Geldpolitik, die sich mehr und mehr vorrangig der Preisstabilität verpflichtete, galt es für die SNB im Übergang zum neuen Jahrhundert eine Währungspolitik gegenüber dem neu geschaffenen Euro und der EZB zu finden. Im Kern entschied sie sich für ein System des mehr oder weniger flexiblen Wechselkurses.

3. Zur Schweizer Geldpolitik seit Beginn des Euro-Zeitalters

Die Priorität der SNB-Politik lag seit den 1980er Jahre bei der Preisstabilität. Der Wechselkurs spielte lediglich noch eine nachrangige Rolle. Er wurde weitgehend dem Angebot und der Nachfrage der Marktteilnehmer und deren Erwartungen über die Entwicklungen von Zinsen, Preisen, Konjunktur und Wachstum überlassen.

Entsprechend der verfolgten Währungspolitik flexibler Wechselkurse schwankte der Wert des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro von Anfang 1999 bis Sommer 2010 in einem Band von 1,5 bis 1,6 Franken pro Euro. Die Insolvenz der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 führte dann zu einer kräftigen Aufwertung des Schweizer Frankens um rund acht Prozent (bis zum Jahresende 2008).

**Abbildung 3 Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Euro
(1999 bis 2016, Monatsmittelwerte)**



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Datenreihe „Devisenkurse“ (<https://data.snb.ch/de/topics/ziredev#!/cube/devkum>).

Die

Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 und die wachsende Sorge um die Stabilität der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) machten die Schweiz dann zu einem vermeintlich sicher(er)en Hafen und den Schweizer Franken zu einer Fluchtwährung. Mit dem Ergebnis, dass der Schweizer Franken so stark aufwertete, dass Güter und Dienstleistungen aus Helvetien für die übrige Welt und insbesondere Deutschland in vielen Fällen zu teuer wurden. Das galt für Endprodukte genauso wie für Zwischenprodukte und Zulieferteile und ganz besonders für die Tourismuswirtschaft, deren Leistungen sich alleine durch Wechselkurseffekte zehn oder mehr Prozent verteuerten. Entsprechend brachen Umsätze und Gewinne von Schweizer Betrieben ein und ein Rückgang der Beschäftigung drohte.

Zwischen Jahresbeginn 2010 und August 2011 verlor der Euro gegenüber dem Franken rund ein Viertel seines Wertes. Am 10. August 2011 lag der Kurs mit 1,045 Franken pro Euro nicht mehr weit von der Parität weg. Es war der Moment, da die SNB den Franken für überbewertet hielt und damit die „Gesamtinteressen des Landes“ verletzt sah: „Die gegenwärtig massive Überbewertung des Schweizer Frankens stellt eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft dar und birgt das Risiko einer deflationären Entwicklung. Die Schweizerische Nationalbank strebt daher eine deutliche und dauerhafte Abschwächung des

Frankens an. Sie toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1.20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.“¹⁷

Die klare und eindeutige Absichtserklärung der SNB, eine noch stärkere Auf- und Überbewertung des Frankens nicht widerstandslos zu akzeptieren, wurde innenpolitisch ohne Ausnahme von allen Seiten unterstützt und getragen, also von Regierung, Parlament, Verbänden und Gewerkschaften. Alle sahen sie die Gesamtinteressen bei einem Eurokurs nahe der Parität gefährdet.

Der Erfolg der SNB-Politik war zunächst überwältigend. Der Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro schwankte in der Folge nach der Festlegung des Mindestkurses in einem ganz schmalen Band zwischen 1,20 und 1,25 Franken pro Euro. Eine Spekulation auf einen stärkeren Franken hatte schlagartig jede Grundlage verloren.

Die Politik der SNB war hingegen weder kosten- noch risikolos. Mit der Festlegung eines Mindestkurses gegenüber dem Euro gab die SNB ihre geldpolitische Unabhängigkeit auf. Die schweizerische Geldpolitik wurde in wesentlichen Teilen nicht mehr in Zürich, sondern in Frankfurt bestimmt. Und zwar ohne Rücksicht auf die „Gesamtinteressen“ der Schweiz. Die Heirat der SNB mit der EZB war eben keine Ehe unter Gleichberechtigten. Die SNB hatte keine Mitsprache bei einer gemeinsamen Familienpolitik. Sie musste mehr oder weniger stark nachvollziehen, was die EZB vorgab.

Die SNB wurde Opfer eines währungspolitischen Trilemmas:¹⁸ Zwischen festen Wechselkursen, freier Kapitalmobilität und geldpolitischer Autonomie besteht ein Zielkonflikt. Eine Zentralbank kann nur zwei der drei Ziele gleichzeitig erreichen. Entsprechend muss sie abwägen, welche der Ziele ihr wie wichtig sind. Wenn die SNB ein Wechselkursziel vorgibt und freie Kapitalmobilität ermöglicht, verliert sie zwangsläufig einen Teil der geldpolitischen Unabhängigkeit.¹⁹ Wenn Ausländer in hohem Maße Franken nachfragen, der Frankenpreis aber nicht über 1,20 steigen darf, dann muss die SNB

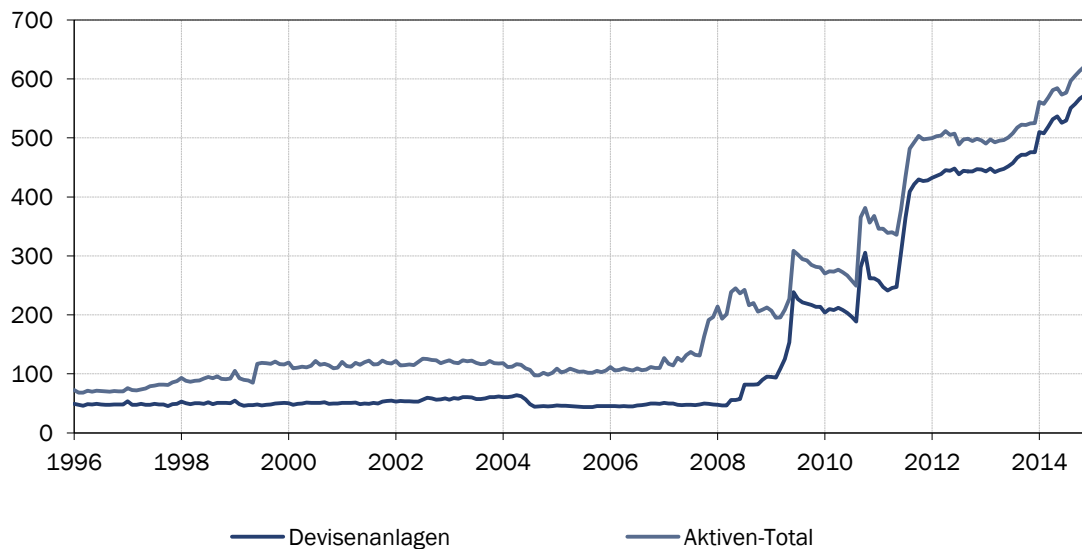
¹⁷ Schweizerische Nationalbank (SNB): Nationalbank legt Mindestkurs von 1.20 Franken pro Euro fest. Medienmitteilung vom 6. September 2011 (http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20110906/source/pre_20110906.de.pdf).

¹⁸ Maurice Obstfeld, Jay C. Shambaugh, and Alan M. Taylor (2005): The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 87, No. 3, Pages 423-438.

¹⁹ Alternative Zielkombinationen wären eine Priorität von geldpolitischer Autonomie und freier Kapitalmobilität, was flexible statt feste Wechselkurse erforderlich macht. Oder eine Priorität von geldpolitischer Autonomie und festen Wechselkursen, was eine Aufgabe der freien Kapitalmobilität erforderlich macht.

notwendigerweise Franken gegen Euro verkaufen.²⁰ Entsprechend steigen die Devisenanlagen (Währungsreserven) auf der Aktivseite der Notenbankbilanz und damit die monetäre Basis.

Abbildung 4 Devisenanlagen und Aktiven insgesamt der SNB (1996 bis 2015, Mrd. CHF)



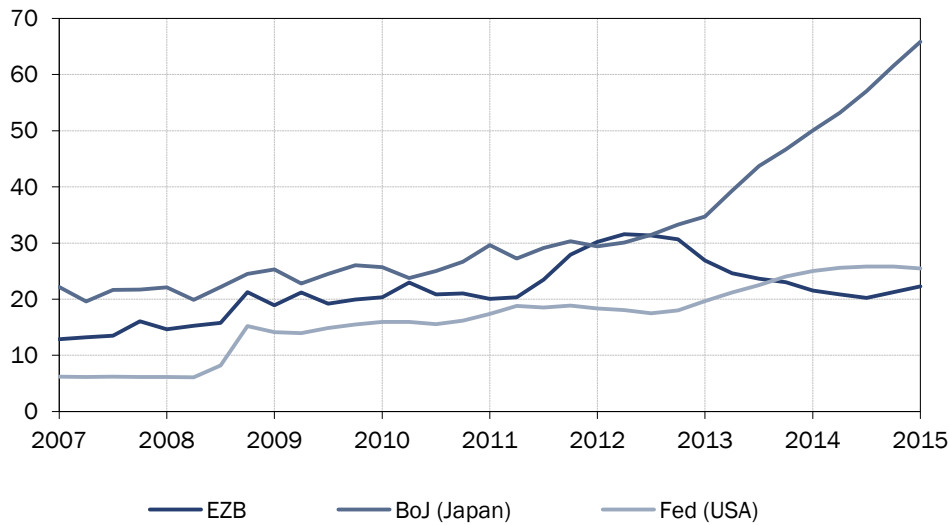
Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der Schweizerischen Nationalbank (SNB): Datenreihe „Devisenkurse“ (<https://data.snb.ch/de/topics/snb#/cube/snbipo?fromDate=1996-01&toDate=2015-12&dimSel=D0%28D,T0%29>).

Ende 1996 erreichten die Devisenanlagen der SNB rund 50 Milliarden Franken. Das entsprach etwa einem Achtel des BIP. Ende 2015 lagen die Devisenanlagen der SNB bei fast 600 Milliarden Franken. Das entsprach gegen 90 Prozent des BIP. Damit wurde die SNB einer der weltweit größten Währungsspekulanten.

Ausgerechnet die Schweiz als nicht Mitglied des Euro-Raums wurde in enormer Weise vom Überleben des Euro abhängig. Hielt die SNB bei Beginn der EWWU 1999 Euro im Wert von etwa 17 Milliarden Franken, was weniger als 40% aller Devisenanlagen und etwa 4% des BIP entsprach, waren es zu Beginn der europäischen Staatsschuldenkrise im Sommer 2010 Euro im Wert von 160 Milliarden Franken, was über 70% aller Devisenanlagen und etwa einem Viertel des BIP gleichkam. Ein Kollaps des Euro hätte die SNB mitgerissen, weil der Abschreibungsbedarf auf wertlose gewordene Euro für die SNB nicht zu verkraften wäre. Die Probleme des Euro wurden somit mehr denn je auch die Probleme der Schweiz.

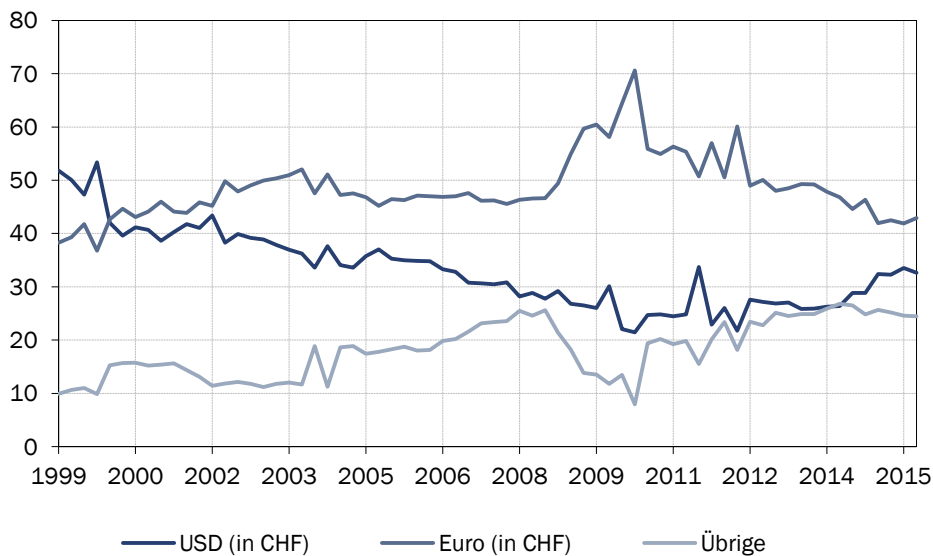
²⁰ Die SNB hätte auch die Zinsen (stärker als die EZB) senken können. Dieser Kanal stand aber bereits nur noch eingeschränkt offen, weil das Zinsniveau in Europa und der Schweiz nahe Null lag und die SNB vorerst nicht in den Bereich negativer Nominalzinsen vordringen wollte.

Abbildung 5 Entwicklung der Notenbankbilanzen (in % des BIP, Quartalswerte)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der Bank for International Settlements (BIS): 85th Annual Report, 2014/15 - Statistics associated with the graphs (<http://www.bis.org/statistics/ar2015stats.htm>).

Abbildung 6 Zusammensetzung der Devisenanlagen der SNB (1999 bis 2015, in %)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten von Schweizerische Nationalbank (SNB): Datenreihe „Devisenkurse“ (<https://data.snb.ch/de/topics/snb#/cube/snbcurr?fromDate=1999-Q1&toDate=2015-Q4&dimSel=D0%28ICHF0.ICHF1.ICHF6%29>).

Die Abhängigkeit von der EWWU wurde nach dem September 2011 noch ausgeprägter. Mit steigender Unsicherheit über die Zukunft des Euro mussten zunehmend mehr Fremdwährungen gegen die Fluchtwährung Euro getauscht werden. Entsprechend erhöhte sich der Wert der Devisenanlagen bei der SNB von weniger als 200 Milliarden Franken unmittelbar vor Erlass des Mindestkurses zum Euro auf über 500 Milliarden zum Jahresende 2014 und fast 600 Milliarden Ende 2015 – also über 90% des schweizerischen BIP und damit mehr als in Japan, Europa oder den USA (s. Abbildung 5). Auch wenn die SNB nun ihr Devisenportfolio

stärker diversifizierte, verblieb der Anteil der Euro bis Ende 2014 bei etwa der Hälfte aller Devisenanlagen, was rund einem Drittel des BIP entsprach. Ende 2015 lagen Euro im Wert von mehr als 250 Milliarden Franken in den Tresoren der SNB – fast 40% des BIP. Es braucht wenig Fantasie, um sich auszumalen, mit welcher Härte ein Scheitern der EWWU die SNB treffen würde!

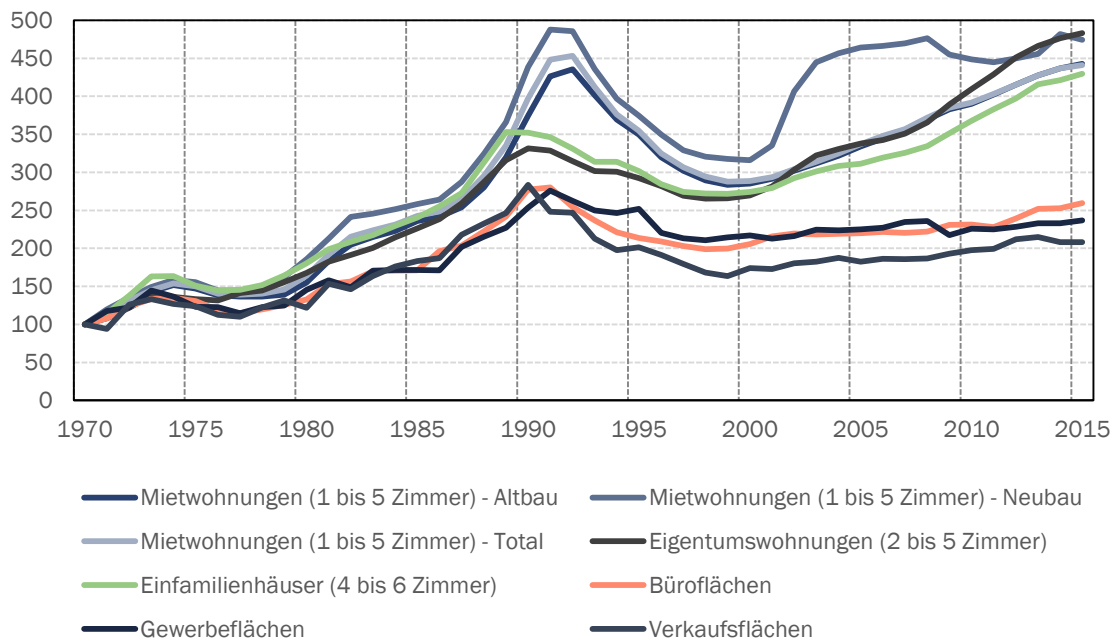
Als Folge der Eingriffe zur Sicherung des Mindestkurses wurde die schweizerische Geldmenge um ein Mehrfaches ausgeweitet. Mit immensen Folgen für die reale Wirtschaft. Denn aus Sorge vor einer (bis heute nicht erfolgten) Geldentwertung kam es zu einer Flucht in Sachwerte. Das hat insbesondere die Preise für Immobilien nach oben getrieben. Der Preisindex vervielfachte sich in den letzten Dekaden, allerdings nicht erst seit der expansiven Geldpolitik der SNB und auch nicht für alle Immobilienformen in gleicher Weise. So lagen bereits Anfang der 1990er Jahre die Preise für Mietwohnungen auf dem gleichen oder gar höheren Niveau wie 2015 und Büro-, Gewerbe- und Verkaufsflächen waren damals deutlich teurer als heute. Lediglich für Eigentumswohnungen und Einfamilienhäuser zeigen die Preisindices einen deutlichen Anstieg auf neue Rekordstände. Eigentumswohnungen kosteten 2015 im Durchschnitt zwei Drittel mehr und Einfamilienhäuser zwei Fünftel mehr als vor zwanzig Jahren. Allerdings ist in beiden Fällen der Anstieg zwischen 2010 und 2015 mit gut einem Sechstel deutlich bescheidener. Die durchschnittliche jährliche Steigerung lag lediglich bei rund drei Prozent.

Offenbar sind es vor allem private Anleger, die sich für den Kauf einer (selbstgenutzten?) Immobilie oder einer auf Immobilienbesitz basierten Vermögensanlage entschieden haben. Sie haben die Preise für das Eigenheim und damit auch das Mietniveau nach oben gezogen.

Im Laufe der Zeit nahmen die Kosten der Mindestkurs-Verpflichtung der SNB immer weiter zu. In ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2014 bekräftigte die SNB zwar den Mindestkurs. Sie sah aber auch die zunehmenden Deflationsrisiken und hielt den Franken unverändert als hoch bewertet.²¹ Allerdings fand sich auch der Hinweis, dass die SNB „bei Bedarf ... unverzüglich weitere Maßnahmen ergreifen“ wird.

²¹ Schweizerische Nationalbank (SNB): Geldpolitische Lagebeurteilung vom 11. Dezember 2014 (Nationalbank bekräftigt den Mindestkurs). Medienmitteilung vom 11. Dezember 2014 (http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20141211/source/pre_20141211.de.pdf).

Abbildung 7 Immobilienpreisindizes - Gesamte Schweiz (1999 bis 2015)



Quellen: Quelle: Eigene Darstellung mit Daten von Schweizerische Nationalbank (SNB); Datenreihe „Immobilienpreisindizes- Gesamte Schweiz“ (<https://data.snb.ch/de/topics/uvo#!/cube/plimoincha>).

Eine Woche später, am 18. Dezember, führte die SNB Negativzinsen ein. Sie reagierte damit auf eine stärkere Nachfrage nach Schweizer Franken, die zu einer - verständlicherweise unerwünschten - Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen und einem zunehmenden Aufwertungsdruck geführt hatten. „Die Einführung von Negativzinsen macht das Halten von Frankenanlagen weniger attraktiv und unterstützt damit den Mindestkurs. Die Nationalbank ist bereit, wenn nötig unbeschränkt Devisen zu kaufen und weitere Maßnahmen zu ergreifen“, so die SNB kurz vor Weihnachten 2014.²²

Aber es nützte alles nichts. „Die Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung der bedeutenden Währungsräume haben sich in letzter Zeit markant verstärkt und dürften sich noch weiter akzentuieren. Der Euro hat sich gegenüber dem US-Dollar deutlich abgewertet, wodurch sich auch der Franken zum US-Dollar abgeschwächt hat. Vor diesem Hintergrund ist die Nationalbank zum Schluss gekommen, dass die Durchsetzung und die Aufrechterhaltung des Euro-Franken-Mindestkurses nicht mehr gerechtfertigt sind.“²³ So begründete Thomas Jordan, Präsident des Direktoriums der SNB, am 15. Januar 2015 die Aufgabe des Mindestkurses des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro.

²² Schweizerische Nationalbank (SNB): Nationalbank führt Negativzinsen ein. Medienmitteilung vom 18. Dezember 2014 (http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20141218/source/pre_20141218.de.pdf).

²³ Schweizerische Nationalbank (SNB): Medienorientierung vom 15. Januar 2015 (http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20150115_tjn/source/ref_20150115_tjn.de.pdf).

Zwei Faktoren spielten für den Kurswechsel der SNB wohl eine zentrale Rolle:

Erstens nahm mit dem Jahreswechsel 2014/2015 die Unsicherheit über das Verhalten Griechenlands zu und die Möglichkeit eines „Grexit“, eines griechischen Ausscheidens aus dem Euro-Raum führte zu einer massiven Verunsicherung auf den Finanzmärkten. Der Euro verlor Vertrauen und gegenüber dem US-Dollar massiv an Wert.

Zweitens segnete Mitte Januar der Generalanwalt am Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) den Ankauf von Staatsanleihen angeschlagener Euro-Staaten durch die EZB ab. Die EZB erhielt damit die Option, die Zinsaufschläge für die Bonds zu drücken und die Länder solvent zu halten. Das aber gefährdete die Glaubwürdigkeit und Reputation der EZB. Sie übernahm damit nicht nur Aufgaben der Geld-, sondern auch der allgemeinen Wirtschaftspolitik. Das war ursprünglich so weder gedacht noch geplant.²⁴

Die Europäische Zentralbank (EZB) beschloss, mit zusätzlichen 1,14 Billionen Euro die Kreditmärkte zu fluten. Ab März 2015 bis September 2016 sollten in monatlichen Tranchen zu 60 Milliarden Euro Staatsanleihen, private Bonds und Papiere europäischer Institutionen gekauft werden.

Mit der geldpolitischen Lockerung (Quantitative Easing oder QE genannt) wollte die EZB Geschäftsbanken in stark verschuldeten Euroländern von Verlustrisiken entlasten. So sollten Spielräume für neue Kredite geöffnet werden, also für öffentliche und auch private Investitionen, die für Wachstum und eine positive Beschäftigungsentwicklung unverzichtbar sind. Zugleich wurde für die Regierungen in den strukturschwachen Euroländern die Refinanzierung alter und die Aufnahme neuer Schulden erleichtert.

Ziel der EZB war (und ist!) es, mit QE das Ruder herumzureißen und mit allen Mitteln und unter Inkaufnahme enormer Risiken das Abrutschen in eine Deflation zu verhindern, in der Preise auf breiter Front fallen. Eine Deflation wäre deshalb für die EZB so gefährlich, weil dann alle erwarten, dass in Zukunft alles billiger als in der Gegenwart wird, so dass Einkäufe von heute auf morgen verschoben werden. Wenn aber alle warten und niemand mehr kauft, bleiben die Händler auf ihren Waren und die Firmen auf ihren Erzeugnissen sitzen. Verzweifelt versuchen sie dann durch Preisnachlässe Kunden zum Kauf zu bewegen und erfüllen genau damit deren Erwartung, dass es sich lohnt zu warten, weil die Preise fallen.

²⁴ Vgl. dazu Thomas Straubhaar und Henning Vöpel (2012): Euro- und Finanzkrise: Sollte die EZB ihre Aufgabe über die Inflationsbekämpfung hinaus erweitern? Ifo Schnelldienst, 65. Jahrgang, Heft 2, S. 4-7.

Am Ende müssen Geschäfte und Unternehmen mangels Umsatz Personal entlassen, was noch einmal zu einem zusätzlichen Nachfrageausfall führt. Dann fällt die Wirtschaft in eine Rezession, die lange dauern und auch durch die Geldpolitik nicht mehr korrigiert werden kann. Deshalb muss die Notenbank lieber zu früh als zu spät dagegenhalten, um die sich selbstverstärkende eigendynamische Deflationsspirale gar nicht erst entstehen zu lassen. So war und ist die Absicht der EZB.

Die Öffnung der Geldschleusen durch die EZB verursachte einen Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken. Denn was für Güter gilt, ist auch für Geld gültig. Überschüsse können nur mit Rabatten verkauft werden. Wenn die EZB mehr Geld druckt als andere Notenbanken, finden die neuen Euro nur mit einem Preisabschlag Käufer. Es kommt dann zu einer Abwertung. Genau das hatte die Schweizerische Nationalbank (SNB) Anfang 2015 vorausgesehen. Die SNB musste als Folge von Euro-Krise, Grexit-Gefahr und der Politik der EZB erwarten, dass der eh bereits massive Aufwertungsdruck auf den Schweizer Franken weiter verstärkt werden würde. Bereits seit längerer Zeit war die SNB wiederum gezwungen gewesen, immer mehr Euro zu kaufen und entsprechend Schweizer Franken zu verkaufen, um den Mindestkurs von 1,20 pro Euro zu verteidigen. Dadurch jedoch verschärften sich die Risiken der SNB massiv. Keine andere Notenbank weltweit musste – gemessen an der Wirtschaftskraft des eigenen Landes – in der Vergangenheit so viele Euro kaufen, wie die SNB (s. Abbildung 5). Und nun wären es künftig noch einmal deutlich mehr geworden – zu viel, fand die SNB und beschloss nun eine radikale Umkehr vom bisherigen Kurs.

Eine Woche vor dem absehbaren QE der EZB beschloss die SNB, die Notbremse zu ziehen. Sie verzichtete darauf, an einem Mindestkurs gegenüber dem Euro festzuhalten. Ohne den Kurswechsel hätte die SNB im selben Rhythmus, wie es die EZB mit dem Euro macht(e), neue Franken in Umlauf bringen müssen, um damit den Überschuss aufkaufen zu können, der durch die neu gedruckten Euro entsteht. Nach Schätzungen der SNB wären alleine im Januar rund 100 Milliarden Franken für den Ankauf weiterer Euro notwendig gewesen. Ein No-Go für die SNB. Deshalb der abrupte Kurswechsel vom 15. Januar 2015.

Die kleine SNB hatte einen heroischen Kampf gegen die Europäische Zentralbank (EZB) geführt, den großen und wie sich zeigen sollte übermächtigen europäischen Goliath. Er dauerte 1227 Tage. Aber anders als in der Heiligen Schrift endete er nicht mit dem Sieg Davids. Denn am 15. Januar 2015 musste die SNB ihre Politik vom 6. September 2011 aufgeben, den Franken nicht teurer als 0,83 Euro werden zu lassen. Innerhalb eines Tages

legte der Wert des Franken gegenüber dem Euro um 14,4 % auf 0,97 Euro zu. Ein Rekordsprung, aber leider kein erfreulicher.

Nicht nur, dass die SNB mit der Aufwertung der nationalen Währung, die einer deckungsgleichen Abwertung der ausländischen Devisen entspricht, einen Tagesverlust über etwa 60 Milliarden Franken auf ihren Währungsreserven abzuschreiben hatte. Sie verunsicherte auch die Finanzakteure. Wie weit kann der Kommunikation der SNB in Zukunft noch getraut werden?

4. Die Kommunikationsstrategie der SNB und ihre Auswirkungen auf den Wechselkurs

Warum ist Kommunikation der SNB mindestens ebenso wichtig wie die Zinspolitik?

Die Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) hat einen großen Einfluss auf die Finanzmärkte. Aber auch jedes Wort der Zentralbanker kann unter Umständen einen enormen Einfluss auf das Marktgeschehen nehmen. Der Grund ist der folgende: Die SNB wirkt mit ihrer Zinspolitik nur auf die kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt. Versteht man aber die längerfristigen Zinsen in einer Volkswirtschaft als die Summe der Erwartungen über entsprechende kurzfristige Zinsen, so spielt die Beeinflussung genau dieser Erwartungen die zentrale Rolle zur Steuerung der langfristigen Zinsen, die für Konsum und auch Investitionen zentral sind.²⁵

Auf die Erwartungen des zukünftigen Leitzinspfades kann die SNB insbesondere durch eine geeignete Ausgestaltung ihrer Kommunikationsstrategie Einfluss nehmen. Kommuniziert sie beispielsweise eine sich abschwächende konjunkturelle Dynamik und des Preisdrucks in der Schweiz und signalisiert Handlungsbereitschaft bzw. mögliche zukünftige Leitzinssenkungen, so hat dies schon heute Einfluss auf die Erwartungen des zukünftigen Zinsniveaus. Auf diese Weise hat die SNB mit ihrer Kommunikation enormen Einfluss auf die Finanzmärkte und auf das gesamte Wirtschaftsgeschehen.

Aber nicht nur auf das (erwartete) Zinsniveau in der Schweiz nimmt sie auf diese Weise einen fundamentalen Einfluss, sondern auch auf die Höhe des Wechselkurses, der maßgeblich durch die heutige und zukünftig erwartete Zinsdifferenz zwischen den

²⁵ Vergleiche Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D. (2008), Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence, *Journal of Economic Literature*, 46, S. 910–945.

verschiedenen Währungsräumen, insbesondere die zwischen Euroraum und der Schweiz, bestimmt wird. Insofern ist die Frage nach der Zukunft des Schweizer Franken auch eng verknüpft mit der Frage nach einer geeigneten Kommunikationsstrategie durch die Zentralbank um eben diese Zukunft des Schweizer Franken zu gestalten.

Die moderne Sicht der Notenbankpolitik wird als die Kunst verstanden, die Markterwartungen zu beeinflussen und zu steuern.²⁶ In einem solchen Paradigma spielt die Kommunikation eine wesentliche wenn nicht sogar die zentralste Rolle. Die Wichtigkeit der Zentralbankkommunikation war nicht schon immer gegeben. In früheren Zeiten waren Zentralbanken hinsichtlich ihrer Politik und Zinsentscheidungen deutlich verschlossener und haben diese kaum kommentiert. Ein Beispiel hierfür sei die amerikanische Zentralbank (Federal Reserve – Fed), die vor dem Jahr 1994 ihre Leitzinsänderungen nicht einmal bekannt gegeben hat. Die Marktteilnehmer mussten indirekt über die Höhe und Struktur der durchgeführten Offenmarktgeschäfte ableiten, wie die Fed ihre geldpolitische Haltung verändert hat. Dies steht im starken Gegensatz zur heutigen Ausgestaltung einer transparenten Geldpolitik, in der jede geldpolitische Entscheidung begründet und erläutert wird. Entweder in Form von Pressemitteilungen oder Pressekonferenzen. In den letzten etwa 20 Jahren haben viele Zentralbanken enorme Fortschritte hinsichtlich ihrer Transparenz und Kommunikation mit der Öffentlichkeit gemacht.²⁷ Der Grundgedanke dieser Entwicklung der Zentralbanken von Verschlossenheit zu mehr Transparenz ist, dass eine plausible und konsistente Kommunikation über die Ziele der Zentralbank und ihre Einschätzungen über die konjunkturelle Lage den Wirtschaftsakteuren hilft, die Politik der Zentralbanken besser zu verstehen. Dies stützt ihre demokratische Legitimation und auch ihre Glaubwürdigkeit. Zudem zeigen viele empirische Untersuchungen, dass eine erhöhte Transparenz die Transmission der geldpolitischen Entscheidungen effektiver macht und auch den Einfluss der Zentralbank auf längerfristige Zinsen und den Wechselkurs verstärkt.²⁸ Es stellt sich also die wichtige Frage, wie die Zentralbank eine höhere Transparenz gewährleistet. Vermehrte Kommunikation und Informationsbereitstellung durch die Zentralbank ist dabei ein Mittel. Somit kann Kommunikation zum Abbau asymmetrischer Informationen dienen.

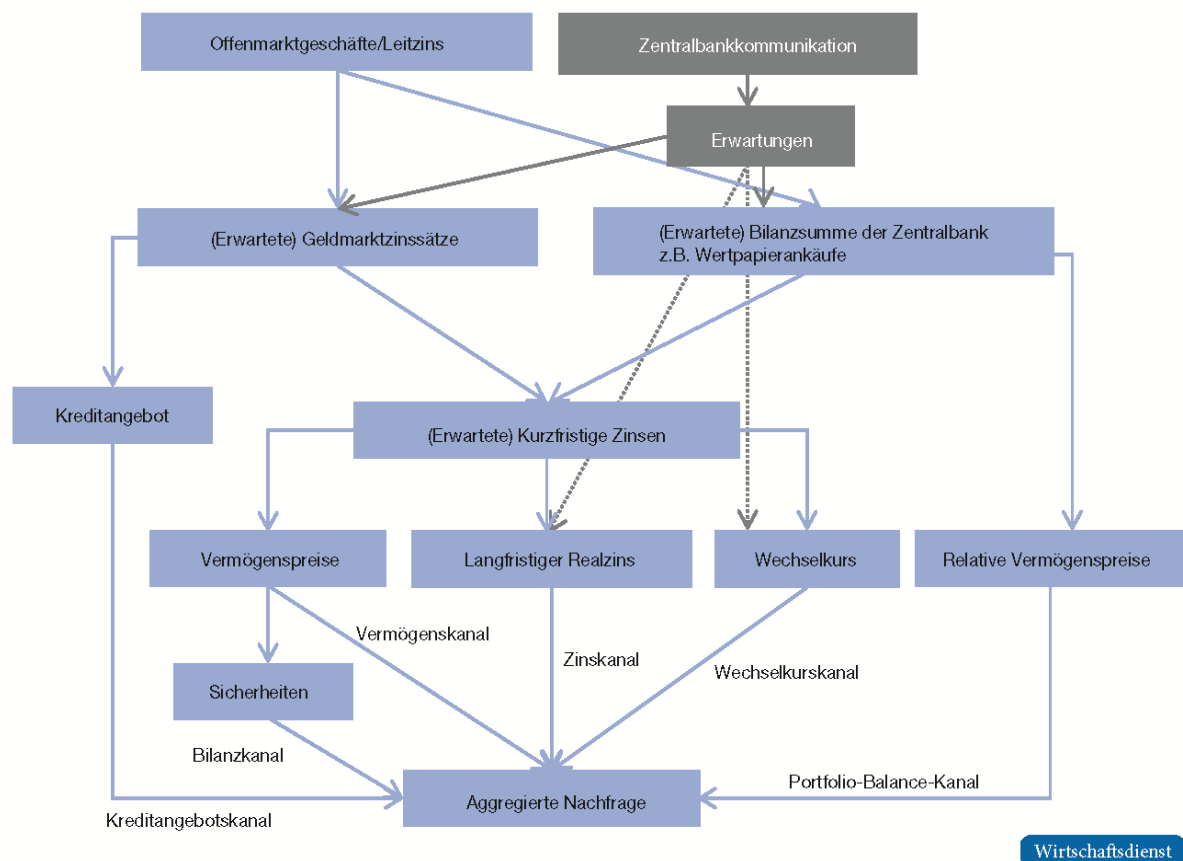
²⁶ Vergleiche unter anderem Woodford, M. (2005), Central Bank Communication and Policy Effectiveness, NBER Working Paper, Nr. 11898.

²⁷ Transparenz hier definiert als ökonomische Transparenz: Der Abbau jeglicher asymmetrischer Information zwischen der Zentralbank und den Wirtschaftsakteuren bzw. der Öffentlichkeit.

²⁸ Vergleiche de Haan, J., Eijffinger, S., Rybinksi, K. (2007), Central Bank Transparency and Central Bank Communication, Editorial Introduction, European Journal of Political Economy 23, S. 1–8.

Die Bedeutung der geldpolitischen Kommunikation hat sich in den letzten Jahren sogar weiter erhöht, da das eigentliche Politikinstrument der SNB, der Leitzins, an die Nullzinsgrenze gestoßen ist.²⁹ Damit ist der Spielraum für weitere expansive Impulse durch Leitzinssenkungen nahezu ausgeschöpft. Der klassische Transmissionskanal der Geldpolitik über die Leitzinsänderungen und den damit verbundenen Offenmarktgeschäften verliert damit an Wirkung. Neben quantitativen Instrumenten (e.g. Wertpapierankäufe) ist es dann eine aktive, in die Zukunft gerichtete Kommunikation, die für weitere Impulse sorgen kann. Abbildung 8 fasst die üblichen Transmissionskanäle der Geldpolitik, die über den Leitzins bzw. die entsprechenden Offenmarktgeschäfte wirken, schematisch zusammen und ergänzt dies um den Wirkungskanal der Zentralbankkommunikation.

Abbildung 8 Die geldpolitischen Transmissionskanäle



Quelle: Hüning, H. (2016), Herausforderungen der geldpolitischen Kommunikation, *Wirtschaftsdienst* 96 (1), S. 55-59.

Nachfolgend soll insbesondere der Wirkungskanal von der Kommunikation über die Erwartungen der Wirtschaftsakteure (insbesondere der Finanzmarktteilnehmer) auf den

²⁹ Zwar hat die SNB den Leitzins mittlerweile stark in den negativen Bereich geführt, um damit Anlagen in Schweizer Franken möglichst unattraktiv zu machen, allerdings stellt sich die Frage, ob sich dabei die erhofften Impulse überhaupt einstellen und ob mit solch negativen Zinsen nicht die Funktionsfähigkeit des Geldmarktes beeinträchtigt wird.

Wechselkurs im Zentrum der Analyse stehen. Dieser Wirkungskanal ist ein wichtiger Baustein bei der Frage, wie die SNB den Wechselkurs steuern kann oder sollte und damit ein wichtiger Aspekt bei der Frage der Zukunft des Schweizer Franken.

Die Kommunikationsstrategie der Schweizerischen Nationalbank (SNB)

Zentrale Elemente

Auch wenn die Kommunikation der SNB der europäischen Zentralbank (EZB) und der amerikanischen Fed ähnelt, gibt es doch bedeutende Unterschiede. Im Folgenden soll auf drei wesentliche Unterschiede eingegangen werden.

Der erste wichtige Unterschied ist die Häufigkeit der geldpolitischen Entscheidungen und der damit einhergehenden Kommunikation. Während die Zentralbanker der EZB und der Fed alle sechs Wochen zusammenkommen, um über eine mögliche Änderung des Leitzinses zu beraten und zu entscheiden, tun dies die Zentralbanker der SNB nur einmal im Quartal, also viermal in einem Jahr.³⁰ Die SNB entscheidet also über ihre Zinspolitik nur halb so häufig wie die EZB und die Fed. Dies hat Vor- und Nachteile. Häufigere geldpolitische Treffen ermöglichen ein sehr schnelles und flexibles Reagieren auf unerwartet eingetretene konjunkturelle Veränderungen, die das Ziel der Preisniveaustabilität gefährden. Auf der anderen Seite erzeugt die Zentralbank mit häufigen geldpolitischen Treffen und Beschlüssen den Eindruck, sie bediene mit ihrer Politik nur die Erwartungen der Finanzmärkte, die aufgrund schlechter konjunktureller Nachrichten ein sofortiges Gegensteuern der Zentralbank erwartet. In einem solchen Falle besteht das Risiko eines unnötigen Aktionismus durch die Zentralbank nur weil es die Finanzmärkte erwarten, weniger aber weil es der tatsächliche Preisdruck oder die konjunkturelle Entwicklung vorschreibt. Dadurch kann eine zu starke Abhängigkeit der Finanzmärkte von der Zentralbankpolitik entstehen.

Eine zu geringe Häufigkeit der geldpolitischen Treffen einer Zentralbank kann allerdings dazu führen, dass eine Zentralbank bei schockartigen Veränderungen der konjunkturellen Lage spontane, außerplanmäßige Treffen anberaumen muss, um auf die neue makroökonomische Situation zu reagieren. Ein solch unerwartetes Treffen hat aber zumeist deutlich heftigere Reaktionen an den Finanzmärkten zur Folge, da dies die Finanzmarktakteure völlig überraschend trifft und sie nicht, wie bei den planmäßigen Treffen eine Erwartung über die möglichen geldpolitischen Änderungen bilden können. Wie wir später sehen werden, gab es

³⁰ Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass die EZB bis Ende 2014 monatliche Treffen anberaumte. Der Tonus wurde zu Beginn des Jahres 2015 auf acht Termine im Jahr geändert.

bei der SNB fast in jedem Jahr seit 2000 neben den vier planmäßigen geldpolitischen Treffen weitere außerplanmäßige Treffen, die zu deutlich heftigeren Finanzmarktreaktionen geführt haben.

Ein weiterer Unterschied der Kommunikation der SNB zu der der EZB besteht darin, dass die SNB nur an zwei der vier geldpolitischen Treffen im Jahr eine Pressekonferenz abhält, auf dem die Direktoriumsmitglieder die Gründe für die geldpolitische Entscheidung erläutern (sogenanntes Mediengespräch). Dieses Mediengespräch findet einmal nach der Sitzung im Juni und im Dezember jedes Jahr statt. Auf der Sitzung im März und September werden längere Pressemitteilungen herausgegeben, die das Mediengespräch von der Fülle der Informationen zum Teil kompensieren sollen. Zusätzlich zur Beurteilung der aktuellen konjunkturellen Lage und der Entwicklung des Preisniveaus wird im Mediengespräch auch zur Finanzmarktstabilität und zur Lage an den Finanzmärkte kommuniziert. Dies wird bei den Pressemitteilungen im März und September ausgespart.

Zentrales Element der Kommunikation der SNB ist die bedingte Inflationsprognose.³¹ Während andere Zentralbanken wie beispielsweise die EZB ihre Inflationsprognosen in von der Pressemitteilung getrennten Dokumenten (sogenannte Inflationsreports) ausgeben, kommuniziert die SNB in den Pressemitteilungen und dem Mediengespräch nach den geldpolitischen Entscheidungen explizit die Änderung in der bedingten Inflationsprognose.³² Es stellt sich die Frage, ob die Kommunikation dieser bedingten Inflationsprognose bzw. genauer die Abweichung dieser von der durch die SNB definierten Preisniveaustabilität von 2% zu Reaktionen des Wechselkurses führt, wenn damit die Erwartung über den zukünftigen Leitzinspfad verändert wird. Mit den Worten von Jordan (2007):“...Eine Abweichung der Prognose vom Bereich der Preisstabilität weist daher auf entsprechende Zinsschritte in der Zukunft hin.“

Zusätzlich gibt die SNB in den Pressemitteilungen auch eine Prognose des BIP-Wachstums für das aktuelle Jahr (und jeweils im Dezember zusätzlich für das folgende Jahr) aus. Im Gegensatz zur bedingten Inflationsprognose fehlt hier allerdings bewusst eine Zielmarke, also das „gewollte“ BIP-Wachstum (vgl. Methodik-Teil). Wenn die SNB mit diesen beiden

³¹ Vergleiche beispielsweise Jordan, T. (2007), Kommunikation, Transparenz und Geldpolitik, Vortrag vor der Vereinigung Basler Ökonomen, 24.05.2007, Basel.

³² Ein weiterer wichtiger Unterschied, der hier aber keine explizite Rolle spielen soll, ist, dass die Inflationsprognose der SNB auf der Annahme beruht, dass der Leitzins im Prognosezeitraum unverändert bleibt (Festzinsannahme). Im Gegensatz dazu beruht die Inflationsprognose der EZB auf Markterwartungen bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung. Die Vor- und Nachteile beider Ansätze werden in Jordan (2007) diskutiert.

Kommunikationsinstrumenten wirkungsvoll auf den Wechselkurs Einfluss nehmen kann, kann sie unter Umständen andere Kommunikationselemente, beispielsweise zu möglichen Devisenmarktinterventionen, aufgeben.

Weitere wichtige Kommunikationskanäle der SNB sind regelmäßige Reden und Interviews der Direktoriumsmitglieder sowie die einmal jährlich im April angesetzte Hauptversammlung der SNB. Auch wenn mit diesen Kommunikationsinstrumenten keine Entscheidung über den Leitzins einhergeht, können sie der SNB als flexible Feinjustierung der Erwartungen der Wirtschaftsakteure dienen oder auch die Märkte auf kommende Leitzinsentscheidungen vorbereiten. Im Gegensatz zu den vierteljährigen geldpolitischen Treffen, sind Reden und Interviews deutlich weniger standardisierte Kommunikationskanäle, die es den einzelnen Direktoriumsmitgliedern der SNB erlaubt, auch spezifische Aspekte und Probleme zu adressieren. Diese Kanäle können auch genutzt werden um den Wirtschafts- und Finanzmarktakteuren die grundsätzlichen geldpolitischen Ziele der SNB und die Strategie diese zu erreichen zu erläutern.

Die Sonderrolle des Schweizer Franken als sicherer Hafen

Ein weiterer wichtiger Unterschied in der Kommunikationsstrategie der SNB im Vergleich zu anderen Zentralbanken ist der starke Bezug zum Wechselkurs. Dieses Element der Kommunikationsstrategie ist stark durch die Sonderrolle des Schweizer Franken als „sicherer Hafen“ bei den internationalen Devisengeschäften beeinflusst. Denn auch wenn die bedingte Inflationsprognose das zentrale Kommunikationsinstrument der SNB darstellt, kommuniziert die SNB auch regelmäßig zu möglichen Devisenmarktintervention und zur eigenen Beurteilung der Unter- oder Überbewertung des Schweizer Franken im Vergleich zu anderen Währungen. Auch dieses Element der SNB Kommunikation hat starken Einfluss auf den Wechselkurs und führt zu Erwartungsanpassungen der Finanzmarktteilnehmer.³³ Effektiv gibt es also zwei Kommunikationsstränge: Der eine zielt auf die Kommunikation der bedingten Inflationsprognose ab, dem ein Inflationsziel zu Grunde liegt. Der andere zielt auf die Kommunikation eines angemessenen Wechselkurses ab. In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob diese beiden Kommunikationsziele miteinander verträglich sind oder ob es für die Wirksamkeit der Kommunikation besser wäre, die SNB würde sich auf ein Ziel konzentrieren. Insbesondere nach dem im Januar 2015 aufgegebenen Mindestkurs des

³³ Vergleiche Burkhard, L., Fischer, A.M. (2009), Communicating policy options at the zero bound, Journal of International Money and Finance 28, S. 742-754.

Schweizer Franken zum Euro muss man fragen, inwieweit die Ankündigung potenzieller Devisenmarktinterventionen überhaupt noch glaubhaft ist und die beabsichtigte Wirkung am Finanzmarkt erzielt. Ist die SNB also in ihrer Kommunikationsstrategie „gefangen“ zwischen einem Inflationsziel und einem Wechselkursziel?

Empirische Untersuchung

Daten und Methodik

Für die empirische Analyse nutzen wir Informationen zu allen geldpolitischen Beschlüssen zwischen 2000 und 2015.³⁴ In der Summe ergeben sich in diesem Zeitraum 80 geldpolitische Sitzungen. Davon sind 63 Sitzungen planmäßig, das heißt sie wurden vorher festgelegt und die Finanzmarktakteure können sich auf diese Tage einstellen.³⁵ Darüber hinaus gab es in diesem Zeitraum weitere 17 außerplanmäßige (also spontane) Sitzungen mit geldpolitischen Beschlüssen. Viele davon während der jüngsten Finanzmarktkrise oder im Zuge der Mindestkursfestlegung und dessen Aufhebung. Abbildung 9 fasst alle geldpolitischen Sitzungen unserer Stichprobe mit samt den dazugehörigen Leitzinsentscheidungen für jedes Jahr zusammen. Insgesamt gab es zwischen 2000 und 2015 13 Leitzinserhöhungen, 15 Leitzinssenkungen sowie 52 Sitzungen, in denen keine Änderung in der Höhe des Leitzinses beschlossen wurde.

Für all diese geldpolitischen Sitzungen und Beschlüsse berechnen wir die für die Finanzmarktakteure unerwartete Komponente der Leitzinsänderung. Bisherige Studien legen nahe, dass die Finanzmarktakteure nicht auf geldpolitische Beschlüsse bzw. Leitzinsänderungen reagieren, die sie so in der gleichen Höhe erwartet haben.³⁶ Zum Beispiel: Wenn die Finanzmarktakteure im Durchschnitt eine Leitzinssenkung von 0,25 Prozentpunkten erwarten und die SNB dies auch genauso durchführt, ist im Durchschnitt keine Finanzmarktreaktion am gleichen Tag auf diese Leitzinsänderung zu erwarten, weil alle Akteure bereits vorher ihre Portfolios entsprechend angepasst haben.

³⁴ Wir folgen der einschlägigen Literatur und beginnen im Jahr 2000, da hier das neue geldpolitische Konzept mit Inflationsziel gilt (Vergleiche Ranaldo, A., Rossi, E. (2010), The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication, *Journal of International Money and Finance* 29, S. 486-503).

³⁵ Im Jahr 2001 gab es keine planmäßige geldpolitische Sitzung im September, da im gleichen Monat bereits zwei außerplanmäßige Sitzungen stattfanden.

³⁶ Diese empirischen Resultate sind konsistent mit der Effizienzmarkthypothese (Vergleiche Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., Roll, R. (1969), The adjustment of stock prices to new information, *International Economic Review* 10, S. 1-21.).

Abbildung 9 Zusammenfassung der geldpolitischen Beschlüsse

| Jahr | Geldpolitische Beschlüsse | | Änderung des Leitzins (in Prozentpunkten) | | | | | | |
|--------------|---------------------------|-------------|---|----------|----------|-----------|-----------|----------|----------|
| | planmäßig | unplanmäßig | -1 | -0,5 | -0,25 | 0 | 0,25 | 0,5 | 0,75 |
| 2000 | 4 | 2 | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 | 1 | 1 |
| 2001 | 3 | 2 | 0 | 3 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 2002 | 4 | 2 | 0 | 2 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2003 | 4 | 1 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2004 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 2005 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 1 | 0 | 0 |
| 2006 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 |
| 2007 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0 | 0 |
| 2008 | 4 | 3 | 1 | 2 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 2009 | 4 | 0 | 0 | 0 | 1 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 2010 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2011 | 4 | 5 | 0 | 0 | 1 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 2012 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2013 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2014 | 4 | 1 | 0 | 0 | 1 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 2015 | 4 | 1 | 0 | 1 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Summe | 63 | 17 | 1 | 9 | 5 | 52 | 11 | 1 | 1 |

Quelle: Eigene Darstellung mit Daten aus den Pressemitteilungen (https://www.snb.ch/de/ifor/media/id/media_releases).

Um die erwartete von der unerwarteten Leitzinsänderung zu trennen, nutzen wir als Proxy die tägliche Änderung des implizierten Zinses der Swiss-Libor-Futures, in denen sich die Erwartung über die nächsten geldpolitischen Beschlüsse widerspiegeln.³⁷ Formal berechnen wir den Proxy für die unerwartete Leitzinsänderung ($\Delta\tilde{r}_t^u$) durch

$$\Delta\tilde{r}_t^u = f_t^0 - f_{t-1}^0, \quad (1)$$

wobei f_t^0 der implizierte Zins eines Spot-Futures am Tag t eines geldpolitischen Beschlusses der SNB ist und f_{t-1}^0 ist entsprechend der implizierte Zins eines Spot-Futures am Tag vor einer geldpolitischen Entscheidung.³⁸ Die Differenz gibt an, um wie viel sich die Erwartungen der kurzfristigen Zinsen aufgrund der geldpolitischen Entscheidung angepasst haben und damit wie viel einer Leitzinsänderung unerwartet ist. In der Literatur wird diese Komponente auch monetärer Schock oder Kuttner-Schock genannt.

³⁷ Vergleiche für diese Methodik Kuttner, K.N. (2001), Monetary policy surprises and interest rates: evidence from the Fed funds futures market, *Journal of Monetary Economics* 47 (3), S. 523–544 sowie für eine Anwendung für die SNB Ranaldo, A., Rossi, E. (2010), The reaction of asset markets to Swiss National Bank communication, *Journal of International Money and Finance* 29, S. 486-503.

³⁸ In Kuttner (2001) kommt zusätzlich noch ein Skalierungsfaktor zum Einsatz. Diese Korrektur ist für den implizierten Zins der Swiss-Libor Futures allerdings nicht notwendig. Vergleiche hierzu auch die Analyse zur Eurozone durch Bredin, D., Hyde, S., Nitzsche, D., O'Reilly, G. (2009), European monetary policy surprises: the aggregate and sectoral stock market response, *International Journal of Finance & Economics* 14 (2), S. 156-171.

Zusätzlich extrahieren wir Informationen aus den Pressemitteilungen aller geldpolitischen Beschlüsse, um zu zeigen, dass der Wechselkurs nicht nur auf den oben beschriebenen monetären Schock, also die unerwartete Leitzinsänderung reagiert, sondern auch auf die in der Pressemitteilung ausgedrückte Begründung für den geldpolitischen Beschluss. Wie bereits weiter oben erläutert können die Finanzmarktakteure hieraus Informationen zum möglichen zukünftigen Leitzinspfad ableiten. Wir extrahieren drei verschiedene Aspekte aus den Pressemitteilungen.

Erstens extrahieren wir den Grad an Pessimismus, der sich in einer Pressemitteilung äußert. Hierzu verwenden wir eine in der Finanzmarktliteratur entwickelten Pessimismus-Messgröße. Formal wird der Grad an Pessimismus durch

$$Pessimismus_t = 100 * \frac{\#Negative\ Wörter_t - \#Positive\ Wörter_t}{\#Alle\ Wörter_t} \quad (2)$$

erfasst.³⁹ Hierbei sind $\#Negative\ Wörter_t$ und $\#Positive\ Wörter_t$ die Anzahl aller negativen und positiven Wörter einer Pressemitteilung t . Entsprechend ist $\#Alle\ Wörter_t$ die Anzahl aller Wörter von Pressemitteilung am Tag eines geldpolitischen Beschlusses t . Die Messgröße gibt also die Balance zwischen positiv und negativ konnotierten Wörtern im Verhältnis zu allen Wörtern an (in Prozent). Die Einsortierung in positiv und negativ konnotierte Wörter erfolgt durch eine in der Literatur einschlägigen Kategorisierung.⁴⁰

Die Messgröße misst den Informationsgehalt der Pressemitteilung. Abbildung 10 zeigt die Entwicklung dieser Messgröße von einer SNB Pressemitteilung zur nächsten. Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass die von Loughran und McDonald vorgenommene Kategorisierung mehr Wörter als negativ denn als positiv konnotiert einstuft. Entsprechend liegt die Messgröße stärker im negativen bzw. pessimistischen denn im positiven Bereich der Skala. Es ergibt sich ein durchschnittlicher Grad an Pessimismus von 2,1 %. Während zwischen 2000 und 2004 eine relativ unsystematische Kommunikation hinsichtlich des Pessimismus zu

³⁹ Vergleiche für die Pessimismus-Messgröße Garcia, D. (2013), Sentiment during recessions, *Journal of Finance* 68 (3), S. 1267–1300 und Ferguson, N., Guo, J., Lam, H., Philip, D. (2015), Media Content and Stock Returns: The Predictive Power of Press, *Multinational Finance Journal* 19 (1), S. 1-31. Diese Messgröße ist auch schon erfolgreich zur Analyse der Pressekonferenzen der EZB zum Einsatz gekommen (Vergleiche Amaya, D., Filbien, J.-Y. (2015), The similarity of ECB's communication, *Finance Research Letters* 13, S. 234-242).

⁴⁰ Vergleiche Loughran, T., McDonald, B. (2011), When is a liability not a liability, *Journal of Finance* 66, S. 35–65 sowie Dougal, C., Engelberg, J., Garcia, D., Parsons, C., (2012), Journalists and the stock market, *Review of Financial Studies* 25, S. 639–679. Die Autoren erstellen die Kategorisierung unter Berücksichtigung des spezifischen Finanzmarktjargons der Wörter, der zum Teil von der Verwendung im allgemeinen Sprachgebrauch abweicht. Mehr Details hierzu und die der Analyse zugrundeliegende Wortliste sind zu finden unter: www3.nd.edu/~mcdonald/Word_Lists.html.

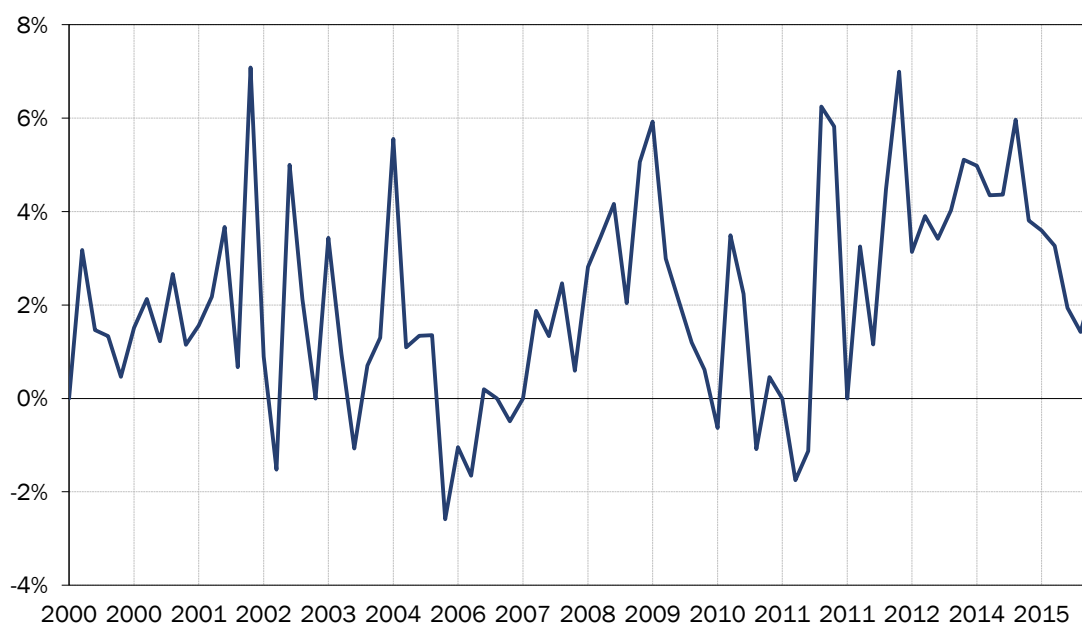
erkennen ist, ist der negative Pessimismus - also der Optimismus - kurz vor dem Ausbruch der Finanzkrise 2007 klar zu erkennen. Des Weiteren zeigen sich eine nicht überraschende Erhöhung pessimistischer Formulierungen während der Krise bis 2009 sowie die danach eintretende Verbesserung bis zum Anfang der Eurokrise und der damit einhergehenden massiven Aufwertung des Schweizer Franken.

Zweitens, um der zentralen Bedeutung der bedingten Inflationsprognose bei der Kommunikation der SNB Rechnung zu tragen, extrahieren wir aus der Pressemitteilung die Differenz der bedingten Inflationsprognose ($dI_{i,t}^P$) zum definierten Zielwert (2%) der SNB. Formal ist diese Änderung gegeben durch

$$dI_{i,t}^P = I_{i,t}^P - 2. \quad (3)$$

Hierbei ist $I_{i,t}^P$ die bedingte Inflationsprognose aus Pressemitteilung t für das Jahr i . Die SNB kommuniziert eine bedingte Inflationsprognose für das aktuelle Jahr ($i = 1$) sowie für das kommende Jahr ($i = 2$). Formel (3) gibt also an, wie weit die aktuelle Inflationsprognose der SNB für das aktuelle oder das folgende Jahr vom Zielwert entfernt ist. Wie bereits weiter oben erläutert, signalisiert die SNB durch diese Abweichung möglichen zukünftigen Handlungsbedarf. Die Einschätzung der SNB zur Entwicklung der Inflation ist somit eine entscheidende Information für die Finanzmarktteilnehmer, um die zukünftig kommenden Leitzinsänderungen abschätzen zu können.

Abbildung 10 Der Grad an Pessimismus in den Pressemitteilungen der SNB über die Zeit



Quellen: Eigene Darstellung.

Drittens, zusätzlich zur bedingten Inflationsprognose kommuniziert die SNB ihre Prognose zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für das aktuelle Jahr. Jeweils in der letzten geldpolitischen Sitzung eines Jahres im Dezember wird zusätzlich eine BIP-Prognose für das folgende Jahr ausgegeben. Im Gegensatz zur Inflationsprognose ist für das BIP allerdings kein Zielwert durch die SNB definiert. Aus diesem Grund ermitteln wir die Änderung in der BIP-Prognose von zwei aufeinanderfolgenden Pressemitteilungen durch

$$\Delta BIP_{i,t}^P = BIP_{i,t}^P - BIP_{i,t-1}^P. \quad (4)$$

Hierbei bezeichnet $BIP_{i,t}^P$ die BIP-Prognose der Pressemitteilung t für das Jahr i und $BIP_{i,t-1}^P$ bezeichnet die BIP-Prognose eine geldpolitische Sitzung zuvor. Eine kleine Abweichung von dieser Berechnung nehmen wir bei den Jahresübergängen vor. Im Dezember berechnen wir nicht die Änderung der BIP-Prognose im Vergleich zur Septemberprognose sondern die Änderung der Dezemberprognose für das aktuelle Jahr zur Prognose für das folgende Jahr. Für März wird die Änderung zur BIP-Prognose für das folgende Jahr vom vorangehenden Dezember berechnet. Hierdurch wird gewährleistet, dass immer die für die Finanzmarktakteure wichtige Einschätzung der SNB zur zukünftigen Entwicklung der ökonomischen Aktivität abgebildet wird. Die Änderung in der BIP-Prognose der SNB von einer geldpolitischen Sitzung zur nächsten ist eine wichtige Information für die Finanzmarktakteure, da sie so die geldpolitische Reaktionsfunktion der SNB besser verstehen und den zukünftigen Leitzinspfad besser einschätzen können.

Leider werden die bedingte Inflationsprognose sowie die BIP-Prognose bzw. dessen Änderungen nicht in allen 80 geldpolitischen Sitzungen unserer Stichprobe kommuniziert. In den 17 außerplanmäßigen Sitzungen werden grundsätzlich keinerlei Prognosen kommuniziert. Aber auch unter den planmäßigen Sitzungen gibt es etliche, insbesondere am Anfang unserer Stichprobe, in denen dies nicht kommuniziert wurde. Insgesamt gibt es nur 47 Sitzungen für die sich beides berechnen lässt. Entsprechend verringert sich unsere Stichprobe unter der Berücksichtigung dieser Faktoren erheblich. Wir werden die Ergebnisse unserer Analyse sowohl mit als auch ohne diese Faktoren ausgeben. Abbildung 11 fasst die Korrelationen unserer konstruierten Variablen zusammen, die wir im Folgenden in einer Regressionsanalyse nutzen. Wie vielleicht zu erwarten, ist die Korrelation zwischen den konstruierten Inflationsvariablen für das aktuelle und folgende Jahr mit 0,797 recht hoch. Wie sich später in der Regressionsanalyse zeigt, sind die hierdurch möglichen Effekte durch Multikollinearität allerdings gering.

Abbildung 11 Korrelation zwischen den generierten Variablen

| (Beobachtungen=47) | $\Delta\tilde{r}_t^u$ | $Pessimismus_t$ | $dI_{1,t}^P$ | $dI_{2,t}^P$ | ΔGDP_t^P |
|-----------------------|-----------------------|-----------------|--------------|--------------|------------------|
| $\Delta\tilde{r}_t^u$ | 1 | | | | |
| $Pessimismus_t$ | 0,3637 | 1 | | | |
| $dI_{1,t}^P$ | -0,4405 | -0,4465 | 1 | | |
| $dI_{2,t}^P$ | -0,3792 | -0,5580 | 0,7971 | 1 | |
| ΔGDP_t^P | -0,1518 | -0,3620 | 0,0434 | 0,1991 | 1 |

Quelle: Eigene Berechnungen.

Zusätzlich zu diesen geldpolitischen Informationen aus den Pressemitteilungen nutzen wir Tagesdaten zum Wechselkurs des Schweizer Franken (CHF) zu den wichtigsten beiden anderen globalen Währungen, dem US-Dollar (Dollar) und dem Euro. Hierbei verwenden wir den Wert des CHF in Euro bzw. in Dollar, also die Mengennotierung. Wir berechnen die prozentuale Änderung des Wechselkurses am Ende des Tages t einer geldpolitischen Sitzung zum Schlusskurs des vorangegangenen Tages ($t - 1$) durch die logarithmierte Differenz, also

$$\Delta WK_t = 100 * (\log(WK_t) - \log(WK_{t-1})). \quad (5)$$

Im Folgenden nutzen wir die generierten Variablen und fragen, ob es einen statistischen Zusammenhang zwischen den oben extrahierten Informationen aus der SNB Kommunikation und der Wechselkursveränderung gibt (CHF in Euro und in Dollar). Dabei folgen wir der Eventstudien-Methodik und isolieren die Reaktionen des Devisenmarkts an Tagen von geldpolitischen Beschlüssen von allen anderen Tagen, um andere Erklärungsansätze für die entsprechenden Marktreaktionen ausschließen zu können.⁴¹ Mit dieser Eventstudien-Methodik schätzen wir die beiden Regressionsgleichungen

$$\Delta WK_t = \alpha + \beta_1 \Delta\tilde{r}_t^u + \beta_2 Pessimismus_t + e_t, \quad (6)$$

und

$$\Delta WK_t = \alpha + \beta_1 \Delta\tilde{r}_t^u + \beta_2 Pessimismus_t + \beta_3 dI_{1,t}^P + \beta_4 dI_{2,t}^P + \beta_5 \Delta GDP_t^P + e_t, \quad (7)$$

wobei t wiederum nur die Tage aller geldpolitischen Beschlüsse kennzeichnet.

⁴¹ Vergleiche für diese Methodik Cook, T., Hahn, T. (1989), The Effects of Changes in the Federal Funds Rate Target on Market Interest Rates in the 1970's, Journal of Monetary Economics 24, S. 331-351 und insbesondere Kuttner, K.N. (2001), Monetary policy surprises and interest rates: evidence from the Fed funds futures market, Journal of Monetary Economics 47 (3), S. 523-544 sowie die auf diese Arbeiten aufbauende Literatur.

Die Hypothesen

Die Hypothesen für den Einfluss der im vorangehenden Abschnitt erläuterten Variablen auf die tägliche Änderung des Wechselkurses sind dabei die folgenden:

Hypothese 1: *Je stärker die unerwartete Leitzinserhöhung (-senkung), desto stärker die Aufwertung (Abwertung) des Schweizer Franken in Euro bzw. Dollar am gleichen Tag. Kurz: $\beta_1 > 0$.*

Der Grund ist intuitiv: Ein höherer Leitzins impliziert ein zukünftig allgemein höheres Zinsniveau in der Volkswirtschaft. Ein allgemein höheres Zinsniveau relativ zu anderen Währungsräumen machen Anlagen in der Schweiz und damit auch in der Schweizer Währung attraktiver. Die Nachfrage nach Schweizer Franken steigt und damit sein Wert gemessen in einer anderen Währung (Euro bzw. Dollar). Eine unerwartete Leitzinserhöhung lässt die Devisenhändler also relativ mehr Schweizer Franken nachfragen, weil sie ihr Portfolio an diese unerwartete Änderung anpassen müssen.

Hypothese 2: *Je stärker der Grad an Pessimismus, der sich in einer Pressemitteilung ausdrückt, desto stärker die Abwertung des Schweizer Franken im Vergleich zum Dollar und Euro am gleichen Tag. Kurz: $\beta_2 < 0$.*

Kommuniziert die SNB ein aktuell oder zukünftig schlechtes makroökonomisches Umfeld, so legt das für die Finanzmarktakteure nahe, dass die SNB möglicherweise über eine künftige Leitzinssenkung nachdenkt, um einem zukünftig schwächer erwarteten Preisdruck zu begegnen. Diese Erwartung macht zukünftige Anlagen in Schweizer Franken unattraktiv, sodass der Wert des Schweizer Franken (gemessen in Euro oder Dollar) sinkt.

Hypothese 3: *Je höher und positiver die Differenz der bedingten Inflationsprognose zur Stabilitätsmarke von 2%, desto stärker die Aufwertung des Schweizer Franken am gleichen Tag. Kurz: $\beta_3 > 0$ und $\beta_4 > 0$.*

Wie bereits erläutert, signalisiert die SNB mit der Änderung ihrer bedingten Inflationsprognose bzw. mit dessen Abweichung vom definierten Ziel von 2% zukünftige Handlungsnotwendigkeit im Sinne einer Leitzinsanpassung. Weicht die Inflationsprognose der SNB nach oben vom Ziel ab, so erwarten die Finanzmarktakteure zukünftig einen steigenden Leitzins, da sie mit einer Reaktion der SNB auf eine erwartete höhere Inflation

rechnen. Dieses höhere Zinsniveau macht Anlagen in der Schweiz attraktiver, die Nachfrage nach Schweizer Franken steigt und damit sein Wert in Euro bzw. Dollar. Umgekehrtes gilt bei einer Zielabweichung nach unten: Bei einer durch die SNB erwarteten schwachen Preisdynamik erwarten die Finanzmarktakteure einen fallenden Leitzins. Dies senkt das (erwartete) Zinsniveau relativ zu anderen Währungsräumen. Damit sinkt die Nachfrage nach Schweizer Franken und damit sein Wert gemessen in Euro bzw. Dollar.

Hypothese 4: *Je höher die positive (negative) Änderung der BIP-Prognose von einer geldpolitischen Sitzung zur nächsten, desto stärker die Aufwertung (Abwertung) des Schweizer Franken am gleichen Tag. Kurz: $\beta_5 > 0$.*

Auch die Beurteilung der ökonomischen Aktivität bzw. der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) spielt für die SNB in ihrer geldpolitischen Entscheidungsfindung eine entscheidende Rolle. Erhöht die SNB ihre BIP-Prognose von einer Sitzung auf die nächste, spiegelt dies ihre Erwartung einer höheren ökonomischen Aktivität mit steigender Nachfrage und daraus resultierendem steigendem Preisdruck wieder. Dies impliziert für die Finanzmarktteilnehmer einen zukünftig erwarteten ansteigenden Leitzinspfad. Entsprechend attraktiver werden wiederum zukünftige Anlagen in der Schweiz, die Nachfrage nach Schweizer Franken steigt und sein Wert gemessen in Euro bzw. Dollar steigt.

Die Hypothesen 3 und 4 sind entscheidend für die erfolgreiche Kommunikation der geldpolitischen Reaktionsfunktion, also wie stark die SNB auf Änderungen oder besser erwartete Änderungen der Inflation und ihre Abweichung vom Zielwert (der 2% p.a. Stabilitätsmarke) und der Veränderung der ökonomischen Aktivität reagiert.

Ergebnisse: Wirkung der SNB-Kommunikation auf den Wechselkurs

Empirisch zeigt sich, dass der Wechselkurs zwischen dem CHF und dem Euro bzw. dem Dollar an Tagen von geldpolitischen Entscheidungen nicht nur durch monetäre Schocks, also der unerwarteten Leitzinsänderung, getrieben wird, sondern auch durch Faktoren der geldpolitischen Kommunikation. Im Gegensatz zu der bisherigen Literatur, die den Effekt der Zentralbankkommunikation auf die Finanzmarktpreise indirekt über die Preisänderung von längerfristigen Geldmarkt-Futures zeigt, zeigen wir den Zusammenhang durch Faktoren, die

direkt aus den Pressemitteilungen der SNB extrahiert sind.⁴² Die folgenden Ergebnisse komplementieren demnach die Ansätze, die auf eine indirekte Identifikation beruhen.

Unter Berücksichtigung aller 80 geldpolitischen Sitzungen im Zeitraum zwischen 2000 und 2015 zeigt sich kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen dem monetären Schock oder dem Grad an Pessimismus und der Wechselkursveränderung am gleichen Tag (vgl. Abbildung 12, Modell 1 und 2). Dies lässt sich dadurch erklären, dass die außerplanmäßigen Sitzungen zumeist zu sehr schockartigen und fast willkürlichen Finanzmarkreaktionen und auch des Wechselkurses führen, die nicht durch ein so einfaches Modell beschrieben werden können. Reduziert man den Datensatz nur auf die terminierten 63 geldpolitischen Sitzungen, so zeigt sich ein schwach signifikanter Zusammenhang sowohl für den Einfluss des monetären Schocks als auch für den Grad an Pessimismus (Modell 3).

Berücksichtigt man zusätzlich die Faktoren zur kommunizierten Inflationsprognose und des BIP, steigt die Erklärungskraft des Modells erheblich an (vgl. R^2 von Modell 5).⁴³ Zudem werden fast alle oben erläuterten Hypothesen zum Zusammenhang zwischen den konstruierten Faktoren der geldpolitischen Kommunikation und der Wechselkursveränderung zwischen Schweizer Franken und Euro empirisch bestätigt. Ausnahme bildet der Einfluss der Inflationsprognose für das jeweils folgende Jahr, der sich nicht als statistisch signifikant erweist. Dem gegenüber besteht ein positiver statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen der unerwarteten Leitzinsänderung und dem Wert des Schweizer Franken in Euro. Eine unerwartete Erhöhung des Leitzinses um einen Prozentpunkt führt ceteris paribus (c.p.) zu einer Aufwertung des Schweizer Franken in Euro um 5,7 % (vgl. Abbildung 12, Modell 5). In der Realität ist es allerdings eher unwahrscheinlich, dass es zu Leitzinsänderung von einem Prozentpunkt kommt, ohne das nicht ein Teil dieser Änderung durch die Märkte erwartet wird.⁴⁴ Ein realistischeres Szenario ist also folgendes: Die durchschnittliche Markterwartung bezüglich einer Leitzinserhöhung beträgt 0,25 Prozentpunkte. Tatsächlich aber erhöht die SNB den Leitzins um 0,5 Prozentpunkte.

⁴² Vergleiche für diese Ansätze über die Preisänderung von längerfristigen Geldmarkt-Futures unter anderem Gürkaynak, R.S., Sack, B., Swanson, E.T. (2005), Do actions speak louder than words? The response of asset prices to monetary policy actions and statements, *International Journal of Central Banking* 1 (1), S. 55-93.

⁴³ Wie bereits weiter oben erläutert, verringert sich die zu schätzende Stichprobe, da nur in 47 der 63 terminierten geldpolitischen Beschlüsse der SNB eine Inflationsprognose und BIP-Prognose kommuniziert wird.

⁴⁴ Außerdem kam es zwischen 2000 und 2015 nur einmal überhaupt zu einer Leitzinsänderung von einem Prozentpunkt (am 20.11.2008 im Zuge der Finanzmarktkrise). Zudem war dies ein außerplanmäßiger Beschluss.

Demnach sind 0,25 Prozentpunkte unerwartet und der Schweizer Franken wertet aufgrund dieses monetären Schocks um 1,4 % auf $(\frac{5,7\%}{4})$.⁴⁵

Die Ergebnisse zeigen aber auch, dass nicht nur der monetäre Schock Einfluss auf die Wechselkuränderung hat. Eine Differenz von einem Prozentpunkt der Inflationsprognose für das aktuelle Jahr zum Zielwert von 2% erhöht c.p. den Wert des CHF in Euro um 0,24% am gleichen Tag (ebenfalls Modell 4). Noch stärker reagiert der Wechselkurs auf Änderungen der BIP-Prognose durch die SNB. Hier führt eine Erhöhung der BIP-Prognose um einen Prozentpunkt zu einer Aufwertung des CHF um 0,39% am gleichen Tag.

Abbildung 12 Regressionsergebnisse

(abhängige Variable: tägliche prozentuale Veränderung des CHF in Euro, ΔWK_t)

| VARIABLE | (1) alle | (2) alle | (3) terminiert | (4) I und BIP | (5) I und BIP |
|------------------------|--------------------|-------------------|-----------------------|----------------------|----------------------|
| $\Delta \tilde{r}_t^u$ | -4.817 (5.147) | -4.924 (5.205) | 1.757* (0.939) | 4.441** (2.028) | 5.732** (2.543) |
| $Pessimismus_t$ | | -0.109 (0.110) | -0.0970** (0.0460) | -0.125** (0.0557) | -0.0607* (0.0319) |
| $dI_{1,t}^P$ | | | | | 0.236* (0.135) |
| $dI_{2,t}^P$ | | | | | -0.180 (0.207) |
| ΔBIP_t^P | | | | | 0.389** (0.152) |
| Konstante | -0.0691 (0.148) | 0.156 (0.156) | 0.185** (0.0821) | 0.291*** (0.0965) | 0.297** (0.140) |
| # Beobachtungen | 80 | 80 | 63 | 47 | 47 |
| R^2 | 0.067 | 0.080 | 0.143 | 0.181 | 0.454 |

Robuste Standardfehler in Klammern

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Darüber hinaus zeigt sich, dass über diese quantitativen Informationen in den Pressemitteilungen hinaus auch der Grad an Pessimismus, der sich in einer Pressemitteilung

⁴⁵ Es ist wichtig darauf hinzuweisen, dass die Veränderung des geschätzten Parameters für den monetären Schock (β_1) zwischen Modell 3, 4 und 5 zum Teil durch das stärkere Gewicht von Datenpunkten aus der jüngeren Vergangenheit (Finanzmarktkrise, Eurokrise und Mindestkursaufhebung) zu erklären ist, da im Vergleich zu Modell 3, 4 und 5 mehrheitlich Datenpunkte vom Anfang der Stichprobe (an denen keine Inflationsprognose und BIP-Prognose kommuniziert wurde) unberücksichtigt bleiben. Entsprechend ist die Parameterschätzung in seiner Höhe nicht sehr robust gegenüber Änderungen der Stichprobe. Allerdings ist der Stichprobenumfang in Modell 4 ohnehin nicht sehr hoch. Für eine detaillierte und robustere Analyse vergleiche Hüning, H. (in Kürze erscheinend), The effect of SNB communication on asset markets – Evidence from SNB press releases, mimeo.

ausdrückt, einen Einfluss auf den Wechselkurs hat. Steigt dieser um einen Prozentpunkt, so wertet der CHF c.p. um 0.06% ab. Diese Analyse zeigt, dass auch die qualitative Ausdrucksweise in der Pressemitteilung eine wertvolle zusätzliche Information für die Finanzmarktteilnehmer darstellt. Als nicht relevant für die Tagesveränderung des Wechselkurses erweist sich nur die Differenz der Inflationsprognose zur definierten Zielmarke von 2% für das folgende Jahr.⁴⁶

Die Ergebnisse für die Regression des Wechselkurses zwischen Schweizer Franken und Dollar zeichnen ein leicht anderes Bild (vgl. Abbildung 13). Hier bestätigt sich nur Hypothese 1 und 4 und nur in zwei Fällen (Modell 3 und 4) bestätigt sich empirisch (schwach) signifikant Hypothese 2. Dafür spielt der monetäre Schock bzw. die unerwartete Leitzinsänderung eine deutlich größere Rolle als im Modell mit Schweizer Franken in Euro.⁴⁷ Grund hierfür könnte die geringere ökonomische Verflechtung der Währungsräume sein. Hier bestimmt eher die erwartete Zinsdifferenz und die ökonomische Aktivität das Auf und Ab des Wechselkurses am gleichen Tag aber weniger die erwartete Entwicklung der Inflation.⁴⁸

Die Ergebnisse der Schätzungen machen deutlich, dass die Kommunikation der SNB einen wesentlichen Einfluss auf den Wechselkurs hat. Dies gilt insbesondere für den Wechselkurs zwischen Schweizer Franken und Euro. Dies ist nicht überraschend, da die Verflechtung dieser beiden Währungsräume verhältnismäßig hoch ist.

Signalisiert die SNB durch eine entsprechende Kommunikation eine Verbesserung oder Verschlechterung der konjunkturellen Lage, so passt sich am Finanzmarkt durch entsprechende Transaktionen der Devisenhändler der Wechselkurs an. Weiterführende (hier nicht dargestellte) Analysen zeigen, dass nicht nur der Wechselkurs sondern auch die Anleihemärkte, insbesondere Staatsanleihen, auf die SNB Kommunikation reagieren.

⁴⁶ Eine Analyse der Varianzinflationsfaktoren (VIF) zeigt, dass verzerrende Effekte durch zu hohe Korrelationen der erklärenden Variablen (Multikollinearität), insbesondere der Inflationsprognosen für das aktuelle und kommende Jahr, als gering einzuschätzen sind. Die Ergebnisse sind auf Anfrage erhältlich.

⁴⁷ Für diese Regressionsergebnisse gilt das gleiche wie für die Ergebnisse zum Wechselkurs zwischen Euro und Schweizer Franken: Der geschätzte Parameter für den monetären Schock (β_1) ist in seiner Höhe zwischen Modell 3, 4 und 5 nicht sehr robust. Eine detailliertere und robustere Analyse findet sich in Hüning, H. (in Kürze erscheinend), The effect of SNB communication on asset markets – Evidence from SNB press releases, mimeo.

⁴⁸ Ein sehr ähnliches Bild ergibt sich bei der Analyse des Wechselkurses zwischen Schweizer Franken und dem britischen Pfund. Die Ergebnisse sind auf Anfrage erhältlich.

Abbildung 13 Regressionsergebnisse

(abhängige Variable: tägliche prozentuale Veränderung des CHF in Dollar, ΔWK_t)

| VARIABLE | (1) alle | (2) alle | (3) terminiert | (4) I und BIP | (5) I und BIP |
|------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|----------------------|---------------------|
| $\Delta \tilde{r}_t^u$ | -0.911 (3.926) | -1.080 (3.995) | 6.781*** (1.191) | 10.15*** (1.808) | 11.95*** (2.041) |
| $Pessimismus_t$ | | -0.172 (0.113) | -0.108* (0.0575) | -0.139** (0.0676) | -0.0572 (0.0591) |
| $dI_{1,t}^P$ | | | | | 0.320 (0.198) |
| $dI_{2,t}^P$ | | | | | -0.217 (0.317) |
| ΔBIP_t^P | | | | | 0.465*** (0.115) |
| Konstante | 0.0916 (0.166) | 0.446*** (0.166) | 0.346*** (0.118) | 0.445*** (0.157) | 0.502** (0.228) |
| # Beobachtungen | 80 | 80 | 63 | 47 | 47 |
| R^2 | 0.003 | 0.045 | 0.254 | 0.223 | 0.430 |

Robuste Standardfehler in Klammern

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fazit

Der Wechselkurs ist ein wichtiger Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Gerade für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die der Schweiz, die eine hohe Verflechtung zur Eurozone aufweist, ist der Wechselkurs des Schweizer Franken zum Euro besonders wichtig. Dieser Wechselkurs wird mitunter stark beeinflusst durch die Zinspolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB).

Wie die empirischen Ergebnisse nahelegen, hat aber nicht nur die Zinspolitik sondern auch die Kommunikationspolitik einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf den Wechselkurs. Kommuniziert die SNB über die von ihr erwarteten mittelfristigen Entwicklung der Inflation und der ökonomischen Aktivität, so reagiert der Wechselkurs des Schweizer Franken zum Euro schon heute auf diese erwartete Entwicklung, da die SNB durch ihre Kommunikation die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer beeinflusst. Dabei spielen nicht nur die quantitativen Informationen in Form von kommunizierten Prognosen sondern auch der in einer Pressemitteilung ausgedrückte Pessimismus eine Rolle. Durch ein geeignetes Design

der Kommunikation kann sie so den Wechselkurs aktiv steuern.⁴⁹ Dies ist insbesondere dann wichtig, wenn das primäre Politikinstrument der SNB, der Leitzins, an seine (Nullzins-)Grenze stößt.

Allerdings sind den hier dargestellten empirischen Analysen Grenzen gesetzt. Zum einen ist die Analyse auf eine sehr kurzfristige Betrachtung begrenzt, um andere Erklärungsansätze für die Finanzmarktreaktionen ausschließen zu können und den Einfluss der Kommunikation isolieren zu können. Dies ist allerdings nur der „erste Schritt“ des geldpolitischen Transmissionsprozesses. Entsprechend müssen weitere Studien zeigen, inwieweit die Kommunikation der SNB einen Einfluss über den Finanzmarkt hinaus auf die ökonomische Aktivität und Preise hat.⁵⁰ Zum anderen kann mit diesem empirischen Ansatz zwar aufgezeigt werden, inwieweit die vergangene Kommunikation effektiv war um den Wechselkurs zu beeinflussen, nicht aber, ob eine Kommunikation die auf ein Wechselkursziel oder Inflationsziel ausgerichtet ist, besser geeignet ist um effektive Geldpolitik zu betreiben. Im Moment verfolgt die SNB augenscheinlich ein „gemischtes“ Ziel: Einerseits versucht sie durch Devisenmarktinterventionen und der Ankündigung solcher ein Wechselkursziel zu erreichen und andererseits durch Zins- und Kommunikationspolitik die Inflation und die Inflationserwartungen zu stabilisieren.

Auch für eine Exit-Strategie („Back to normal“) der SNB aus der zurzeit sehr expansiven Geldpolitik mit sehr niedrigen Leitzinsen spielen die Erwartungen der Finanzmarktakteure eine entscheidende Rolle. Wie ein letztes Jahr erschienener Aufsatz deutlich macht, spielt es eine entscheidende Rolle, dass die Zentralbank die Art des Exits (schnell oder langsam) ex ante kommunizieren muss, um die Wirksamkeit der unkonventionellen Geldpolitik zu erhöhen.⁵¹ Auch wenn es in diesem Aufsatz um den makroökonomischen Effekt eines schnellen oder langsamen Exits von einem Wertpapierankaufprogramms wie das der US-Zentralbank geht, macht die Arbeit deutlich, wie wichtig die Erwartungen der Finanzmarktakteure über die Exit-Strategie sind. Entscheidet sich die SNB also für einen Exit

⁴⁹ Unter Umständen ist so eine Steuerung des Wechselkurses möglich, ohne explizit Wechselkursziele und (mögliche) Devisenmarktinterventionen zu kommunizieren, die in der Vergangenheit ebenfalls Einfluss auf den Wechselkurs hatten (Vergleiche Burkhard, L., Fischer, A.M. (2009), Communicating policy options at the zero bound, *Journal of International Money and Finance* 28, S. 742-754).

⁵⁰ Vergleiche für einen solchen Ansatz Neuenkirch, M. (2013), Monetary Policy Transmission in Vector Autoregressions: A New Approach Using Central Bank Communication, *Journal of Banking and Finance* 37 (11), S. 4278-4285.

⁵¹ Vergleiche Foerster, A. (2015), Financial crises, unconventional monetary policy exit strategies, and agents' expectations, *Journal of Monetary Economics* 76, S. 191-207.

aus der sehr expansiven Geldpolitik, ist die Kommunikation über die Art des Exits ex ante (schnell oder langsam) entscheidend, um die Erwartungen entsprechend beeinflussen zu versuchen.

Entscheidend für eine erfolgreiche Exit-Strategie der SNB ist aber auch die Frage, inwieweit sie in der Zukunft auf Währungspolitik, d.h. Interventionen am Devisenmarkt, oder auf Zinspolitik zur Stützung des Wechselkurses setzt. Seit der Mindestkursaufhebung scheint das Zinsinstrument wieder verstärkt in den Mittelpunkt der SNB-Politik gerückt zu sein. Auch hier ist entscheidend, dass dies durch eine geeignete Kommunikation begleitet wird, die die Politik der SNB für die Finanzmärkte nachvollziehbar macht.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die SNB mit ihrer Zins- und Kommunikationspolitik die zukünftige Entwicklung des Schweizer Franken steuern kann. Insbesondere der Exit aus der nun schon lange anhaltenden expansiven Geldpolitik der SNB Bedarf einer passenden kommunikativen Vorbereitung und Begleitung. Damit ist die Frage bezüglich der Zukunft des Schweizer Franken wesentlich mit der Frage nach einer geeigneten geldpolitischen Kommunikationsstrategie verknüpft.

5. Wechselkursregime von kleinen, offenen Volkswirtschaften

Am 15. Januar 2015 verkündete die Schweizer Nationalbank die Aufkündigung der Bindung des Schweizer Franken an den Euro. In der Folge kam es zu Finanzmarkturbulenzen, die sogar bis zur Aussetzung von in Schweizer Franken notierten Devisengeschäften und Insolvenzen von Devisenhändlern führte.⁵² Dass dieser Zeitpunkt eine Zäsur in der Schweizerischen Zentralbankpolitik darstellt, war hiermit eindrucksvoll bestätigt: Die Überraschung aller Marktteilnehmer lässt sich am Aussetzen des Handels deutlich erkennen.

Anhand dieses Überraschungseffektes lassen sich aber auch Rückschlüsse auf die (vom Markt wahrgenommene) Qualität dieser Entscheidung ziehen – eine für die Zentralbank positiv eingeschätzte Entscheidung wäre längst antizipiert worden. Die Überraschung zeigt jedoch, dass der Markt überzeugt war die SNB könne die Auflösung der Währungsbindung nicht mit ihren eigenen Interessen verbinden. Tatsächlich schaffte es die SNB dennoch, insbesondere auch wegen ihrer hohen Glaubwürdigkeit, ein Überraschungsmoment zu

⁵² Insbesondere die Devisenhändler „Global Brokers“ aus Neuseeland sowie die britische „Alpari“ meldeten Insolvenz an. Weitere Unternehmen erlitten hohe Verluste (vgl. <http://www.bbc.com/news/business-30846543>).

generieren: Die SNB traf eine währungspolitische Entscheidung, von der der Markt erwartet hatte, es müsse adäquatere Alternativen geben.

In diesem Kapitel wird eben diese Problematik aufgenommen und hinterfragt. Die wichtigsten Fragen lauten daher: Welche Alternativen hatte die SNB im Januar 2015? Und welche Nutzen und Kosten waren von diesen Alternativen zu erwarten?

Die im Anschluss an den Euro-Exit von der SNB verfolgte Politik konzentrierte sich zunächst auf Abwarten und schließlich auf Wechselkursanpassungen durch die Zentralbank, die allerdings nicht öffentlich gemacht werden, sondern lediglich über Bilanzveränderungen nachvollzogen werden können.⁵³ Somit hat sich die SNB entschieden einen Weg zu gehen, der diametral dem in den 90er-Jahren populär gewordenen Leitsatz maximaler Zentralbanktransparenz entgegensteht.

Allerdings befindet sich die SNB in einer anderen Situation als die meisten Zentralbanken zu Beginn der 90er-Jahre. Während auch wirtschaftlich starke Nationen bis in die 90er-Jahre hinein mit starken Inflationsschwankungen zu kämpfen hatten und der durch den Untergang von Bretton Woods 1971 fehlende geldpolitische Anker die Zentralbanken immer wieder vor große Herausforderungen stellte, zeichnet sich die Schweizerische, wie auch die Europäische, Geldpolitik der 10er-Jahre des 21. Jahrhunderts durch ausgesprochen niedrige Inflation und durch eine zumindest temporäre Außerkraftsetzung des klassischen geldpolitischen Steuermechanismus aus.⁵⁴

Ein Grund für die veränderte Situation ist zweifellos auch die durch Transparenz und Kommunikation aufgebaute Glaubwürdigkeit der großen Zentralbanken. Ebendiese wird nun im Schweizer Fall unterminiert durch eine überraschende Auflösung der Euro-Bindung, sowie durch die darauffolgenden – intransparenten – Währungsmanipulationen.

Der Ausstieg aus der Euro-Bindung war zweifellos, wie bereits in diesem Werk ausführlich diskutiert, ein Einschnitt in die Glaubwürdigkeit der SNB. Das Vertrauen des Marktes in die Zentralbank dient jedoch, auch in anderen Nationen, als Anker der Geldpolitik. Hinzu

⁵³ Aus der Medienmitteilung der SNB vom Januar 2015: „[Die SNB] bleibt deshalb bei Bedarf am Devisenmarkt aktiv, um die monetären Rahmenbedingungen zu beeinflussen“ (http://www.snb.ch/de/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.de.pdf).

⁵⁴ Die globale Entwicklung hin zu niedrigerer Inflation, niedrigeren Zinsen und niedrigerer Volatilität ebendieser wird auch als „Great Moderation“ bezeichnet. Dieser Term wurde insbesondere durch den ehemaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke geprägt (vgl. <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES/2004/20040220/default.htm>).

kommt, dass dieses Vertrauen durch das jahrelange Nichterreichen des Preisstabilitätsziels der SNB bereits Risse erhalten hat.

In Bezug auf den Exit musste sich die SNB Mitte Januar 2015 nun die Frage stellen, ob der Glaubwürdigkeitsverlust schwerer wiegen würde als das Beibehalten des Status Quo beziehungsweise als ein Regime-Wechsel, zum Beispiel hin zu einem komplett frei schwankenden Wechselkurs. Die Auflösung der Bindung als solche hat bereits den größten Schaden an dem Marktvertrauen provoziert, sodass eine Überlegung hin zu einem frei schwankenden Wechselkurs von der Glaubwürdigkeitsproblematik weitgehend unabhängig zu betrachten ist.

Zum Jahresbeginn 2015 sah sich die SNB mit der Situation konfrontiert, an der folgende Möglichkeiten zur Auswahl standen:

- 1) Fixe Wechselkursbindung
- 2) Frei schwankende Wechselkurse
- 3) Wechselkursanpassungen

Diese Optionen werden im Folgenden vorgestellt und diskutiert. Dabei werden sie auch in Kontext zu der aktuellen Lage in der Schweiz gebracht, um damit einhergehende Vor- und Nachteile für die Schweizer Währungspolitik zu verdeutlichen.⁵⁵

- 1) Fixe Bindung an eine oder mehrere Währungen

Den frei schwankenden Wechselkursen gegenüber steht die rigide Fixierung des Wechselkurses durch Zentralbankeingriffe. De facto bedeutet dies, dass wie bei dem unten beschriebenen System der Wechselkursbandbreiten eine Parität gewählt wird, die dazugehörigen Bandbreiten jedoch entfernt und durch einen singulären Punkt ersetzt werden. Jegliche Abweichung von dieser Parität hat unmittelbar eine Handlungsanweisung zur Folge, die die Zentralbank zu einer Kurskorrektur verpflichtet.

Die ursprüngliche Erhaltung der Euro-Bindung hätte den entscheidenden Vorteil gegenüber den anderen beiden Optionen gehabt, dass diese Erhaltung des Status

⁵⁵ Vgl. Blanchard, O. & Illing, G. (2013) *Macroeconomics*. 6th ed. Pearson oder Krugman, P. R., Obstfeld, M., & Melitz, M. (2015). *International trade: theory and policy*. Prentice Hall oder Weeber, J. (2011) *Internationale Wirtschaft: Theorie, Empirie und Wirtschaftspolitik in der Globalisierung*. 2nd ed. Oldenburg Verlag.

Quo zunächst keine negativen Konsequenzen auf die Glaubwürdigkeit der Schweizer Nationalbank gehabt hätte.

Ein bedeutendes Problem besteht allerdings darin, dass die Schweiz – so wie ihre europäischen Nachbarländer – zurzeit sehr niedrige Inflationsraten aufweist. Die expansive Geldpolitik erfordert somit eine Ausweitung der Zentralbankbilanz. In Kombination mit einer Ausweitung der Devisenbestände würde dies die ohnehin schon stark erhöhte SNB-Bilanz noch weiter anwachsen lassen. Genauso hätte die Volatilität der Devisenpreise bei wachsenden Aktiva eine bedeutende Zunahme an Variabilität im Wert der Zentralbankbilanz bedeutet. Dieses Problem wurde bereits in den einführenden Kapiteln erörtert und war ein entscheidender Grund für die Auflösung der Eurobindung.

Die Option einer Rückkehr zu einer Eurobindung kann aus zwei Gründen verworfen werden. Erstens wäre der daraus entstandene Gewinn zweifelhaft, da eine Rückkehr zum ursprünglichen Wechselkurs in den Status Quo zurückführen würde, der einst als unhaltbar galt. Zweitens wäre zwar eine Rückkehr zu einer festen Eurobindung mit einem höheren Wechselkurs (bspw. 1,1 Franken/Euro) grundsätzlich denkbar, jedoch muss die Schweizer Nationalbank glaubwürdig in der Lage sein, diesen Kurs zu halten. Sollte in diesem Szenario erneut ein starker Aufwertungsdruck entstehen, könnte es zu Spekulationsattacken kommen, die die Währungsstabilität gefährden.

2) Frei schwankende Wechselkurse

Frei schwankende Wechselkurse folgen einem vergleichsweise banalen Prinzip: Der Devisenmarkt, also alle An- und Verkäufe frei handelbarer in (bspw. in Schweizer Franken notierter) Zahlungsmittel, entscheidet autonom über den Wert der heimischen Währung und somit über dessen Wechselkurs. Die Zentralbank verpflichtet sich, entweder öffentlich oder verdeckt, nicht durch Interventionen auf dem Devisenmarkt in die Preisbildung einzugreifen.

Ein typisches Problem bei dem Transfer hin zu frei schwankenden Wechselkursen spiegelt sich in dem temporären Überschießen des tatsächlichen Wechselkurses wieder, unmittelbar im Anschluss an die Aufkündigung der Wechselkursbindung. Am Beispiel diverser Währungskrisen wird ersichtlich, dass Zentralbanken in diesen Zeiten mitunter große Währungsreserven aufbringen müssen, weil zum Zeitpunkt der

temporären Überbewertung die nationale Währung gegen ausländische Devisen (vornehmlich Dollar) eingetauscht wird.⁵⁶

Zwar ist die Schweizer Nationalbank von diesem Problem aufgrund ihrer großen Währungsreserven nicht unmittelbar betroffen, das Chaos um den Schweizer Franken am 15. Januar zeigte jedoch die Verletzlichkeit eines Währungssystems unter solchen Bedingungen. Letztlich darf wohl angenommen werden, dass das große Interesse der globalen Finanzmärkte am Schweizer Franken zu dem sehr raschen Rückgang an Volatilität des Wechselkurses geführt hat.⁵⁷ Dieser Preisstabilisierungsmechanismus ist beliebten Währungen vorenthalten und unterscheidet den Schweizer Franken von schwächeren Währungen im Falle der oben beschriebenen Problematik.

Nichtsdestotrotz darf angenommen werden, dass zunächst die Erwartungen eines Eingriffs und später auch die tatsächliche Manipulation des Wechselkurses durch die SNB einen beruhigenden Effekt auf die Wechselkursschwankungen gehabt haben. Eine unmittelbar an die Bindungsauflösung angeknüpfte Ankündigung frei schwankender Wechselkurse hätte diesen Vorgang erwartungsgemäß kompromittiert.

Als wohl bedeutendster Nachteil frei schwankender Wechselkurse für die Schweiz wird gemeinhin der Wettbewerbsfähigkeitsverlust genannt. Die enorme Nachfrage nach Schweizer Franken schadet dem stark auf Exporte fokussierten Außenhandel, Aufwertungen führen zu höheren Preisen Schweizer Produkte im Ausland und senken somit die nachgefragte Menge.

Die Preiselastizitäten der elementaren Schweizer Exportprodukte lassen darauf schließen, dass eine Aufwertung des Schweizer Frankens in der kurzen Frist keine gravierenden Nachfrageveränderungen mit sich bringen wird (siehe Exkurs). Tatsächlich sind weite Teile der Exportbranche auf diese Weise vor allzu großem Wettbewerbsfähigkeitsverlust geschützt. Allerdings dürfen die Einflüsse auf andere Sektoren wie Tourismus und Lebensmittel nicht unterschätzt werden und in der

⁵⁶ Vgl. Argentinien-Krise 2002.

⁵⁷ Insbesondere der Status des Schweizer Frankens als „safe harbour“ wird hier entscheidend gewesen sein: Die starke Schweizer Wirtschaft erzeugt eine erhöhte Nachfrage nach Schweizer Devisen.

Kalkulation potentieller Risiken frei schwankender Wechselkurse Berücksichtigung finden.

Ein etabliertes System frei schwankender Wechselkurse ist darüber hinaus positiv gekennzeichnet durch allenfalls marginal variierende Währungsreserven, deren Wert allerdings konsequenterweise einer höheren Volatilität ausgesetzt ist.

3) Wechselkursanpassungen

Wechselkursanpassungen stellen eine weitere währungspolitische Option für Zentralbanken dar. Hier werden auf dem Devisenmarkt seitens der Zentralbank ausländische Zahlungsmittel ge- bzw. verkauft, um den Wert (und somit den Preis) der eigenen Währung gegenüber anderen Währungen oder Währungskörben zu steuern.

EXKURS: Preiselastizitäten

Inwiefern die Problematik sensibler Preise tatsächlich die Schweizer Wirtschaft trifft, muss über das Heranziehen von Preiselastizitäten analysiert werden: Diese geben wieder, wie hoch der Nachfragerückgang ausfällt, wenn der Preis von Gütern und Dienstleistungen ansteigt. Klassischerweise gilt in der Ökonomie: Je kleiner der Markt, desto geringer die Elastizität. Mit anderen Worten: Ist der Markt sehr klein und es gibt keine oder nur wenige Substitute (Bsp. Urlaub in den Alpen), dann reagiert die Nachfrage kaum auf Preisveränderungen. Für ein exportabhängiges Land wie der Schweiz wäre es folgerichtig von Bedeutung, in kleine, weitgehend konkurrenzlose (und somit preisunelastische) Märkte zu exportieren. Umgekehrt wäre es für die Schweizer wünschenswert, wenn die Importgüter preiselastisch wären, also mit einer preissensitiven Nachfrage. Die durch die Aufwertung gestiegene Kaufkraft der Schweizer im Ausland könnte so nicht (vollständig) abgeschöpft werden, da die Produzenten der entsprechenden Güter bei Preisanhebungen mit Nachfrage- und somit mit Umsatzrückgängen konfrontiert werden würden.

Die bedeutenden Außenhandelssektoren der Schweiz zeichnen sich dabei durch ein hohes Maß an Spezialisierung aus: Die wichtigsten Exportgüter sind Pharmazeutika, Uhren und Industriemaschinen.⁵⁸ In der Konsequenz ist selbst durch die Aufwertung des Schweizer Frankens für diese Branchen kaum mit Exporteinbrüchen zu rechnen. Erst in der langen Frist könnte durch Spezialisierung und Know-How-Transfer Konkurrenz im Ausland entstehen, die einen Einfluss auf die Preiselastizität hat.

⁵⁸ Siehe Portal für Statistik Schweiz des Bundesamt für Statistik (BfS) unter: <http://www.bfs.admin.ch/>.

Im Rahmen der Wechselkursanpassungen lassen sich vier verschiedene Konzepte voneinander unterscheiden, die im Folgenden diskutiert werden:

a) Kontrolliertes Floating

Kontrolliertes Floating oder gesteuerter Wechselkurs zielt auf eine Währungspolitik ab, die zwar eine gewisse Unabhängigkeit in der Bewertung der heimischen Währung erlaubt. Jedoch wird die Notenbank einen korrigierenden Eingriff vornehmen, wenn sie es für angebracht hält. Dieser Eingriff erfolgt ohne Vorankündigung und ist idealerweise kaum vom Markt prognostizierbar.

Aufgrund der geringen Transparenz bietet dieses Konzept gleichzeitig die höchste Form von Flexibilität für die Zentralbank. Eingriffe auf dem Devisenmarkt geschehen unregelmäßig und unangekündigt – jegliche Form von Transparenz und öffentlichen Informationen würde nicht nur die Flexibilität, sondern auch die Effektivität dieses Systems konterkarieren. Denn sobald der Markt realistische Erwartungen bilden kann, würden Eingriffe antizipiert und ausgenutzt werden.

Gerät eine Währung unter ständigen Aufwertungsdruck, wie im Falle des Schweizer Frankens, bedarf es konsequenterweise häufiger einer Kurskorrektur. Diese Korrekturen können, auch wenn die Zentralbank sie geheim durchführt, über die wachsenden Beträge auf den Geschäftsbankgirokonten nachvollzogen werden.⁵⁹ Auf diesen bei der Zentralbank geführten Konten wird den Geschäftsbanken der Gegenwert der Devisen gutgeschrieben, die die Zentralbank aufkauft, um zu verhindern, dass sich der Aufwertungsdruck materialisiert. Auch wenn eine exakte Nachbildung des Zentralbankverhaltens auf diese Weise nicht möglich ist, so werden dennoch Informationen generiert und das Vertrauen des Marktes in die Zentralbank gegebenenfalls verletzt.

Die Schweizer Nationalbank hat sich nach der Auflösung der Eurobindung des Schweizer Frankens dazu entschieden diesen Weg des gesteuerten Wechselkurses zu gehen. Diese Maßnahme wurde allerdings bisher nicht offiziell bestätigt. Zwar ist die nicht öffentlich nachvollziehbare Manipulation des Wechselkurses durch die SNB im Anschluss an die Bindung zum Euro ein Schritt

⁵⁹ Siehe: Statistisches Monatsheft der SNB (Ausgabe vom August 2015) unter http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/statmon/stats/statmon/statmon_B1.

weg von dem sich in den letzten Jahrzehnten global manifestierten Credo der absoluten Zentralbanktransparenz. Jedoch entspricht es den Erwartungen des Marktes, dass die SNB den Wechselkurs aufgrund ihres Konjunkturstabilisierungsmandats nicht völlig außer Kontrolle geraten lassen würde. Auf diese Weise wurde, paradoxerweise, das Vertrauen des Marktes in die SNB gestärkt. Dennoch kann diese verdeckte Form der währungspolitischen Eingriffe durchaus einen negativen Effekt auf die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank haben, wie bereits in Kapitel 4 diskutiert. Es ist anzunehmen, dass dieser Effekt den zuvor beschriebenen in seiner Ausprägung übertrifft.

Letztlich ist diese Form der moderierten Wechselkurspolitik eine adäquate Antwort auf die Problematik, die sich für die Schweiz aus Wettbewerbsfähigkeitsverlust einerseits und Glaubwürdigkeitsverlust sowie Bilanzrisiken andererseits ergibt. Dauerhaft ist jedoch ein währungspolitischer Anker wünschenswert, auch um als Schweizer Nationalbank die Möglichkeit wiederzuerlangen, mithilfe des Zinsinstruments primär das Preisstabilitätsziel zu verfolgen. Denkbar wäre dann ein Wechsel zu den „regulierbaren Paritäten“, wie in Punkt c) vorgestellt.

b) Wechselkursbandbreiten

Basiert die Währungspolitik eines Landes auf der Nutzung von Wechselkursbandbreiten, so bedeutet auch dies eine Orientierung an einer oder mehreren Währungen. Im Gegensatz zu einer fixen Wechselkursbindung wird jedoch zugelassen, dass der Wechselkurs innerhalb eines gewissen Rahmens schwankt. Dieser Rahmen kann – entsprechend der länderspezifischen Situation – enger oder weiter gefasst sein. Mit anderen Worten: Die Zentralbank toleriert gewisse Schwankungen um die offizielle Parität. Erst wenn der Wechselkurs eine der beiden Grenzen der Bandbreite überschritten hat, wird die Zentralbank korrigierend eingreifen.

Hinsichtlich ihrer Wechselkurspolitik ist die Zentralbank entsprechend in ihrem Handlungsspielraum limitiert: Die Zentralbank ist an zwei Interventionspunkte gebunden, autonomes Eingreifen in den Devisenmarkt wird damit quasi unterbunden.

De facto lässt sich die Schweizer Währungspolitik bis Januar 2015 als ein Regime mit Wechselkursbandbreiten klassifizieren. Aufgrund des permanenten Aufwertungsdrucks befand sich der Schweizer Franken stets am oberen Rand dieser einer nicht offiziell formulierten Bandbreite nahe 1.20 Franken/Euro.⁶⁰ Über Jahre war die Schweizer Nationalbank glaubwürdig in der Lage diesen Kurs zu halten und somit dieses System gekonnt zu nutzen.

Die regelmäßigen Wechselkurskorrekturen führten jedoch zu einer Steigerung der Währungsreserven auf 83% des Schweizer BIPs im Jahr 2014.⁶¹ In der Konsequenz war dieses Wechselkursregime für die SNB nicht mehr zu halten.

Eine potentielle Rückkehr zu diesem System ist aus zwei Gründen ausgeschlossen: Erstens wird der Schweizer Franken weltweit immer noch als sehr stabile Währung betrachtet. Die daraus resultierende Nachfrage generiert nach wie vor einen enormen Aufwertungsdruck. Zweitens würde dieser Druck durch Spekulationsattacken verstärkt werden. Letztere basieren auf der verlorenen Glaubwürdigkeit der SNB durch die Aufgabe ebenjenes Wechselkursregimes.

c) Regulierbare Paritäten („Adjustable Peg“)

Das System der regulierbaren Paritäten basiert auf den oben vorgestellten Wechselkursbandbreiten. Auch hier unterliegt der Wechselkurs der heimischen Währung einer vorgegebenen Parität gegenüber einer oder mehreren Währungen. Ebenso existiert eine Bandbreite, innerhalb derer der Wechselkurs frei vom Markt bestimmt wird, sowie die beiden Interventionspunkte an den jeweiligen Grenzen dieser Bandbreite. Jedoch wird der Zentralbank in diesem Regime die Flexibilität gewährt, die Parität und die dazu gehörige Bandbreite autonom anzupassen. Die entsprechenden Maßnahmen dazu werden von der Zentralbank offiziell angekündigt, sie geschehen allerdings unregelmäßig, um Erwartungsbildungen und Spekulationsattacken zu vermeiden.

Ein Wechselkurssystem mit regulierbaren Paritäten kann als Erweiterung zu dem oben beschriebenen System unveränderbarer Bandbreiten klassifiziert werden,

⁶⁰ Der Begriff „Mindestkurs“ ist in diesem Zusammenhang häufig verwendet worden und spiegelt auf prägnante Weise die Perspektive der SNB wider.

⁶¹ Siehe Publikationsset „Bilanzpositionen der SNB“ unter: <https://data.snb.ch/de/publishingSet/C>.

da es der Zentralbank mehr Autonomie und Flexibilität gewährt. Darüber hinaus erlaubt die Variationsmöglichkeit eine Anpassung an systemische Veränderungen, die einen dauerhaften Auf- oder Abwertungsdruck generieren.

Die Schweizer Nationalbank hätte als Reaktion auf die Aufgabe der Eurobindung im Januar 2015 ebenfalls zu diesem System wechseln können, um auf längerfristige Veränderungen der Marktpräferenzen zu reagieren. Ein entscheidender Vorteil ist die graduelle Anpassung: Die SNB sah sich gezwungen dem Aufwertungsdruck nachzugeben, der nun freie Markt formte in der Folge aus dem Nachfrageüberhang ein neues Gleichgewicht, der nominale Wechselkurs stieg deutlich an. Damit einher ging ein Verlust an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Schweizer Ausland. Um ebenjene Wettbewerbsfähigkeit wiederzugewinnen, müsste die Schweiz wechselkursunabhängig eine niedrigere Inflation aufweisen als ihre Handelspartner.⁶² Dies ist angesichts der aktuellen Preisniveauperänderungen in der Eurozone nahezu unmöglich und fördert stattdessen sogar die Deflationsrisiken in der Schweiz. Eine Anpassung über regulierbare Paritäten hätte diesen Prozess verlangsamen und somit eine Kompromisslösung für das Dilemma aus Aufwertungsdruck und Wettbewerbsverlust darstellen können.

Da die SNB keine genauen Informationen über ihre tatsächliche Wechselkurspolitik veröffentlicht, kann jedoch angenommen werden, dass die SNB nach dem anfänglichen Überschießen des Wechselkurses in der Tat ein verdecktes Regime mit regulierten bzw. gleitenden Paritäten eingeführt hat.

d) Gleitende Paritäten („Crawling Peg“)

Das Wechselkursregime mit gleitenden Paritäten folgt im Aufbau den vorangehend beschriebenen Systemen mit Wechselkursbandbreiten. Wie auch bei den regulierbaren Paritäten können die Parität sowie die Bandbreite variiert werden. Jedoch obliegt es im Fall von gleitenden Paritäten nicht der Zentralbank autonom Veränderungen zu initiieren. Stattdessen werden Interventionspunkte determiniert, die sich an Veränderungen von makroökonomischen Variablen orientieren. Ein Ziel kann dabei beispielsweise sein den Exportsektor zu

⁶² Der Schweizer Franken müsste demnach real abwerten, also die Preise gegenüber dem Ausland senken, ohne unmittelbar den nominalen Wechselkurs ändern zu müssen.

unterstützen, indem die Parität nicht an den nominalen, sondern an den realen, also preisbereinigten, Wechselkurs gekoppelt wird. Folglich würde die Zentralbank automatisch reagieren, sobald die eigene Währung gegenüber den Währungen der Handelspartner real aufwertet. Da bei gleitenden Paritäten die Interventionspunkte vorgegeben sind, ist auch hier die Zentralbankautonomie zumindest eingeschränkt.

Auch das Konzept der gleitenden Paritäten spiegelt ein System wider, das – zumindest in Teilen – in der aktuellen Situation in der Schweiz eingesetzt werden kann. Aufgrund der positiven Handelsbilanz der Schweiz und der damit einhergehenden Abhängigkeit vom Exportsektor stellt die reale Aufwertung des Schweizer Frankens im vergangenen Jahr eine große Herausforderung dar. Eine Orientierung an dem realen Wechselkurs gegenüber dem Euro erscheint daher sinnvoll, zumal es Aufgabe der SNB ist, „die Preisstabilität gewährleisten und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung [zu] tragen“.⁶³

Es ist anzunehmen, dass dies auch von der SNB berücksichtigt wird, wenn auch nicht zwangsläufig als Primärziel eines Wechselkursregimes, das auf gleitenden Paritäten beruht. So verlaufen der nominale und der reale Wechselkurs aufgrund der niedrigen Inflation in der Schweiz und im Euroraum nahezu identisch. Daher entspräche eine reine Fixierung auf Veränderungen des realen Wechselkurses als einziger Interventionspunkt dem Prinzip der Wechselkursbandbreiten und somit der bis Anfang 2015 vorherrschenden Bindung an den Euro.

Der 15. Januar 2015 hat primär gezeigt, dass die Schweizer Nationalbank einen massiven Verlust an Vertrauen und Glaubwürdigkeit für das Erreichen ihrer Ziele in Kauf genommen hat. Dies geschah einerseits durch die plötzliche Aufgabe eines als stabil geltenden Wechselkursregimes, sowie durch die mangelnde Transparenz und öffentliche Kommunikation seit der Bindungsauflösung andererseits. Gewonnen hat die SNB dafür ein etwas höheres Maß an Flexibilität und Autonomie, da die genauen Ziele und die damit einhergehenden Interventionspunkte nicht publik gemacht werden. Darüber hinaus wurde der rasante Anstieg an Zentralbankaktiva gestoppt und das damit verbundene Risiko von Kurs- und somit Wertverlusten reduziert.

⁶³ Siehe: Ziele und Aufgaben der SNB unter http://www.snb.ch/de/iabout/snb/id/snb_tasks

Die nun herrschende Intransparenz bedeutet allerdings auch, dass eine eindeutige Klassifizierung des Wechselkursregimes der SNB nicht möglich ist. Die fixe Bindung wurde aufgelöst, frei schwankende Wechselkurse wurden nicht zugelassen. Genaue Informationen über die Art und Höhe der Wechselkursmanipulationen durch die SNB sind jedoch öffentlich nicht verfügbar.

Gemäß der obigen Analyse wird schnell deutlich, dass der Schritt vom fixen Wechselkurssystem hin zu einem Regime mit moderierten Wechselkursanpassungen nachvollziehbar und aus drei Gründen vernünftig war:

- i. Das Festhalten an einem fixen Wechselkurssystem war der SNB offensichtlich zu risikobehaftet. Die große Menge an akkumulierten Devisen drohte zu sehr an Wert zu verlieren. Die Auflösung der Eurobindung mit anschließender Rückkehr zu einem fixen Wechselkurssystem war schlichtweg nicht möglich und hätte allenfalls Zweifel an der Fähigkeit der Zentralbanker hervorgerufen.
- ii. Frei schwankende, ausschließlich vom Devisenmarkt beeinflusste Wechselkurse hätten der SNB ihren Gestaltungsspielraum genommen und darüber hinaus das Wachstumsmandat der Zentralbank verletzt, denn
- iii. Die starke Nachfrage nach Schweizer Franken und die damit verbundene nominale wie reale Aufwertung haben die Wettbewerbsfähigkeit Schweizer Exporteure reduziert. Weniger Exporte und geringerer Absatz führen zu geringerer Produktion und haben einen negativen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum. Dies stellt eine Verletzung des Wachstumsmandats der SNB dar und kann somit de jure nicht zugelassen werden. Die SNB sieht sich also gezwungen den Wechselkurs des Schweizer Frankens (insb. Gegenüber dem Euro) weiter zu moderieren. Dass diese Moderation unter Ausschluss der Öffentlichkeit geschieht ist zwar ungewöhnlich für die Währungspolitik moderner Zentralbanken, aber keineswegs verfehlt.

Im obigen Abschnitt wurden verschiedenen Wechselkursregimes vorgestellt und auf die aktuelle Situation der Schweiz angewandt. Es konnte bestätigt werden, dass die von der Schweizer Nationalbank in Reaktion auf die Auflösung der Eurobindung eingesetzte Strategie

gewisse Vorzüge, insbesondere in der kurzen Frist, hat. Letztlich wird jedoch auf lange Sicht ein Anker gefunden werden müssen, der es der SNB darüber hinaus erlaubt den Anforderungen des Preisstabilitätsmandats gerecht zu werden.

6. Lehren aus dem Mindestkursexperiment der Schweiz

Die Lehre aus dem der Mindestkurspolitik der SNB lautet kurz und knapp zusammengefasst: Notenbanken „sind nicht allmächtig“, um Bundesbankpräsident Jens Weidmann zu zitieren.⁶⁴ Sie können keine nachhaltig erfolgreiche Wechselkurspolitik betreiben und sie sollen auch gar nicht erst versuchen, es zu tun.

Sie können nicht, weil selbst die Zentralbanken nicht wissen, bei welchem Außenwert denn der „richtige“ Wechselkurs liegen würde. Zu viele und zu unterschiedliche Faktoren beeinflussen mit unbekannter und von Fall zu Fall veränderter Gewichtung die Wechselkursentwicklung. Vor allem dürften sich andere Zentralbanken gegen eine Aufwertung ihrer Währung zu wehren beginnen, indem sie ihrerseits danach streben, die eigene Währung abzuwerten. So können eine Abwertungsstrategie und Reaktionen der Gegenseite zu einem Währungskrieg eskalieren, der am Ende nur Verlierer kennt, weil überall viel zu viel neues Geld gedruckt wird, so dass niemand mehr dem Wert des Geldes traut und erst recht niemand mehr seinen „richtigen“ Wert kennt.

Und Notenbanken sollen keine Politik der schwachen Währung verfolgen, weil eine Abwertungsstrategie nichts anderes ist als eine kostspielige und ineffiziente Politik des Protektionismus. Sie wirkt wie eine Ausfuhrhilfe für die Exporteure und wie ein Zoll für die Importeure. Sie verbilligt auf den Auslandsmärkten die Angebote einheimischer Firmen und verteuert auf dem Inlandsmarkt die Produkte ausländischer Konkurrenten. Beides zusammen macht heimische Firmen zu Lasten ausländischer Hersteller künstlich wettbewerbsfähiger. So kann das Inland im Ausland mehr verkaufen, und es wird im Inland weniger aus dem Ausland gekauft.

Für eine protektionistische Politik von Zentralbanken gibt es keine Rechtfertigung. Das gilt auch für die EZB. Und hier schlummert ein bis anhin wenig beachteter Nebeneffekt der 1.140.000.000.000-Euro-Bazooka, die Mario Draghi im Januar 2015 abfeuerte und deren Wucht die SNB in die Knie zwang.

⁶⁴ Jens Weidmann (2015): <http://www.welt.de/wirtschaft/article140944182/Weidmann-befuerchtet-Ueberforderung-der-Notenbanken.html>.

Zwar war das Geschoss der EZB primär auf das Ziel gerichtet, die Geschäftsbanken mit genügend Liquidität zu versorgen und eine Zahlungsunfähigkeit von überschuldeten Staaten zu verhindern. Wer aber so viele zusätzliche Euro in den Umlauf bringt, schwächt nach dem klassischen Gesetz von Angebot und Nachfrage den Außenwert der Gemeinschaftswährung.

Ein schwacher Euro hilft dem von hoher Arbeitslosigkeit und geringem Wirtschaftswachstum geplagten Euro-Raum. Ein – vor allem im Süden Europas – gerne gesehener Stimulus.

Genauer betrachtet, verhindert eine Abwertung jedoch eine effiziente Arbeitsteilung. Sie bläht den Exportsektor auf und verlangsamt den Strukturwandel in der Binnenwirtschaft. Wie alle Zölle nutzt eine Abwertung wenigen, schadet aber vielen, nämlich den Verbrauchern, weil sie für ihre Einkäufe zu viel bezahlen, und den Sparern, weil sie die Kaufkraft inländischer Vermögen verringert und somit alle ärmer macht.

Wenn Zentralbanken beginnen, Wechselkurse zu manipulieren, lähmen sie die unsichtbare Hand der Marktkräfte. Damit vernebeln sie die Sicht auf realwirtschaftliche Entwicklungen, was zu Orientierungslosigkeit führt. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die „Bank der Zentralbanken“ verdeutlicht, wie seit Jahresbeginn an den Devisenmärkten die Volatilität zunahm, als geldpolitische Lockerungsmaßnahmen den Druck auf gesteuerte Wechselkurse erhöhten, was bei anderen Zentralbanken Gegenreaktionen auslöste.⁶⁵

INFOBOX: EIN VERGLEICH ZWISCHEN DER SCHWEIZ, DÄNEMARK UND HONGKONG

Im folgenden Abschnitt soll die Frage geklärt werden, ob es auf der Welt weitere Länder gibt, die sich in einer ähnlichen Situation wie Schweiz befinden und ob die Schweizer Nationalbank in den Zentralbanken solcher Staaten potentielle Vorbilder hat. Für diese Analyse werden neben der Schweiz zwei weitere so genannte SMOPECs (Small Open Economies) herangezogen, die der Schweiz bezüglich einiger makroökonomischer Variablen relativ ähnlich sind, nämlich Dänemark und Hongkong. Bei allen drei Ländern handelt es sich um sehr weit entwickelte und sehr offene Regionen mit einem jedoch vergleichsweise kleinen Währungsraum: Sie haben zwischen 5 und 10 Millionen Einwohner, haben ein hohes BIP pro Kopf, gehören zu Staaten mit den höchsten Werten im Human Development Index, sind stark in den Außenhandel insbesondere mit umliegenden Staaten eingebunden und sind umgeben von großen und dominanten Währungsräumen. Weiterhin teilen sich die Schweiz und Dänemark mit dem Euroraum einen großen Handelspartner, während Hongkong mit der Schweiz die globale Bedeutung als Finanzmarkt gemein hat. Hinsichtlich der Wechselkursregimes ist festzuhalten: Die Dänische Krone ist gemäß des Wechselkursmechanismus II

⁶⁵ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2015): Eine neue Welle der geldpolitischen Lockerung. BIZ-Quartalsbericht März 2015 (http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503a_de.pdf).

Fortsetzung der Infobox

mit einer Bandbreite von +/-2,25% an den Euro⁶⁶ und der Hongkong-Dollar fest an den US-Dollar gebunden.⁶⁷

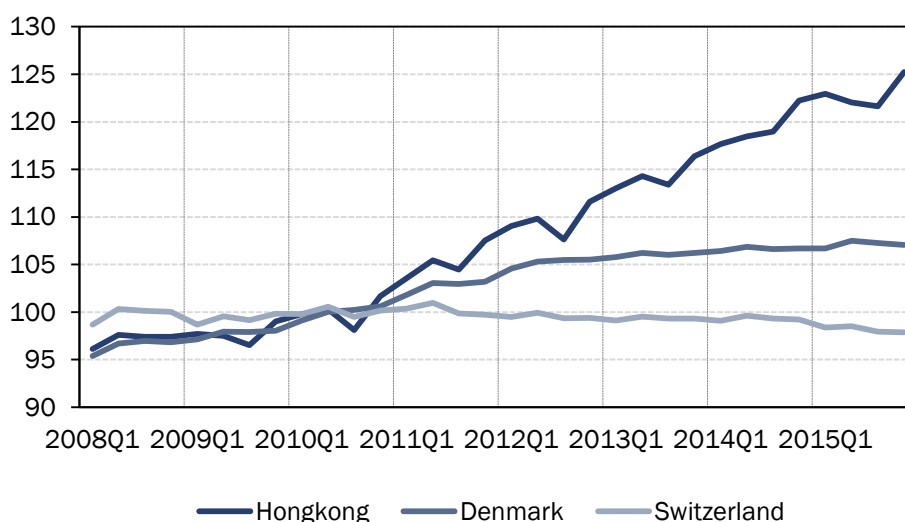
Im Folgenden werden diese drei Währungsräume anhand verschiedener makroökonomischer Variablen miteinander verglichen. Da sowohl die Dänische Krone als auch der Hongkong-Dollar quasi-fixen Wechselkursen unterliegen, soll anhand dieser Daten geklärt werden, ob der Schritt der Schweizer Nationalbank notwendig und richtig war und ob Dänemark und Hongkong bei ähnlichen Voraussetzungen auch ähnliche Erfahrungen wie die Schweiz sammeln. Die betrachteten makroökonomischen Variablen sind die Inflation, die Arbeitslosenquoten sowie die Devisenvermögen der Zentralbanken. Der für die Datenanalyse gewählte Zeitraum beginnt im Krisenjahr 2008, um der gemeinsamen Zäsur

Rechnung zu tragen. Das Jahr 2010 wird als Basisjahr für die Indexdaten verwandt, da sich in diesem Jahr zumindest der Finanzmarkt wieder normalisiert.

Bei Betrachtung der Daten fällt unmittelbar auf, dass die drei Währungsräume sich trotz aller Gemeinsamkeiten enorm unterscheiden:

- 1) Zunächst ist festzustellen, dass die Inflation in Hongkong die der anderen beiden Staaten deutlich übertrifft. Dies ist eine erwartungskonforme Entwicklung und spiegelt die sowohl das relative Wachstum wie auch die Wachstumsvolatilität der wichtigsten Handelspartner wider. Es wird allerdings ebenfalls deutlich, dass Dänemark weiterhin niedrige Preissteigerungen erfährt, während das Schweizer Preisniveau bereits seit mehreren Jahren deutliche Tendenzen zur Deflation aufweist.

Abbildung 14 Verbraucherpreisindex (CPI, 2010=100)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der IFS (IMF).

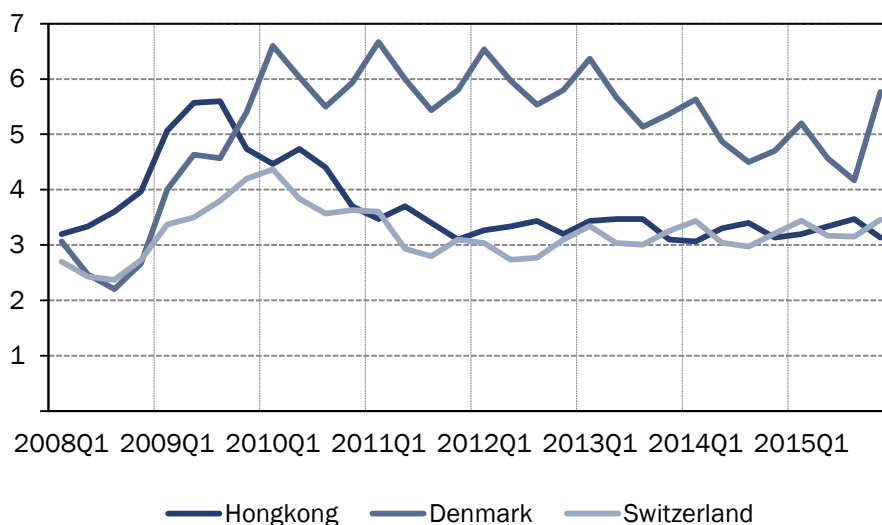
⁶⁶ Siehe http://www.nationalbanken.dk/en/monetarypolicy/fixed_exchange_rate_and_ERM2/Pages/default.aspx.

⁶⁷ Siehe HKMA Background Brief No. 1 Hong Kong's Linked Exchange Rate System (Second edition) unter <http://www.hkma.gov.hk/eng/publications-and-research/hkma-background-briefs/hkmalin.shtml>.

Fortsetzung der Infobox

- 2) Auch das Thema Arbeitslosigkeit wird im Falle Hongkongs von der (noch) starken Wirtschaftskraft Chinas dominiert. Zwar gab es eine deutliche Reaktion auf die Finanzkrise, die den Finanzplatz Hongkong temporär traf, langfristig wurde jedoch das Vorkrisenniveau wieder erreicht und gehalten. Die Schweiz weist trotz des vermutlich größeren Einbruchs an Exportnachfrage und trotz der starken Abhängigkeit vom Finanzmarkt eine sehr ähnliche Entwicklung auf. Die Arbeitslosenquote in Dänemark ist hingegen nach wie vor deutlich über dem Vorkrisenniveau.
- 3) Ein Blick auf die Devisenreserven zeigt auf prägnante Weise, weshalb die sich Schweizer Nationalbank gezwungen sah auf den Aufwertungsdruck zu reagieren, während die Zentralbanken Dänemarks und Hongkongs die Bindungen zu den jeweiligen Ankerwährungen aufrecht erhalten konnten: Die Devisenreserven (abzüglich Gold) Dänemarks haben sich im abgebildeten Zeitraum kaum verändert, die Schweizer Reserven stiegen hingegen in der gleichen Zeit um mehr als das zehnfache an. Der Anstieg der Reserven im Portfolio der Hongkong Monetary Authority ist zwar ebenfalls enorm gewachsen, fällt jedoch wesentlich geringer aus als bei der Schweiz.

Abbildung 15 Arbeitslosenquote (in %)

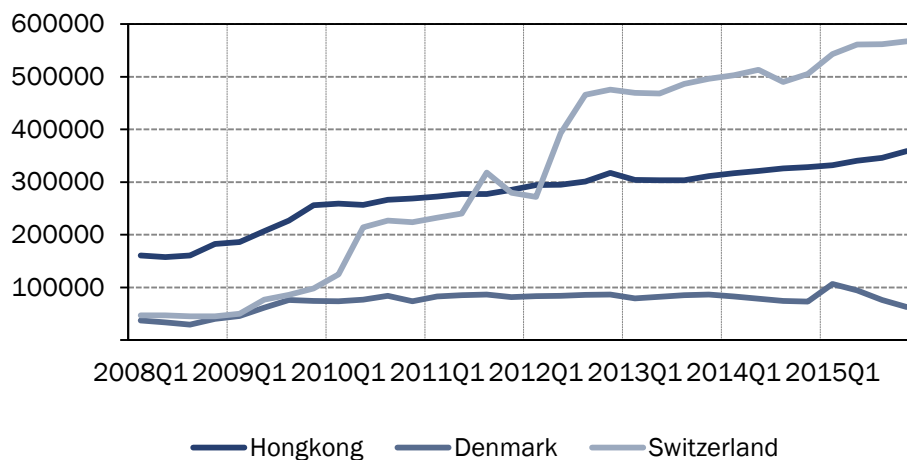


Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der IFS (IWF).

Die oben beschriebenen makroökonomischen Variablen beschreiben auf markante Weise, weshalb ein Vergleich dieser drei Währungsräume nur auf den ersten Blick sinnvoll erscheint: Der Vergleich kann aufgrund der vorliegenden Differenzen nicht zur Beantwortung der Frage herangezogen werden, ob die Schweizer Nationalbank die Wechselkursregimes der beiden anderen Währungsräume als Vorbild nutzen kann.

Fortsetzung der Infobox

Abbildung 16 Zentralbankreserven (ohne Gold, in Mio. US\$)



Quellen: Eigene Darstellung mit Daten der IFS (IMF).

In der Tat teilen sich Dänemark und die Schweiz zwar mit dem Euroraum einen großen gemeinsamen Handelspartner. Die dänische Krone spiegelt jedoch letztlich die Kraft eines deutlich schwächeren Wirtschaftsraums wider, der über ein geringeres BIP pro Kopf verfügt und derzeit noch stärker von den Auswirkungen der Wirtschaftskrise betroffen ist. Entsprechend fällt das globale Interesse an der Dänischen Krone als Wertaufbewahrungsmittel geringer aus und der Aufwertungsdruck bleibt aus.

Der Vergleich mit Hongkong ist hinsichtlich der Wirtschaftskraft beider Währungsräume passender. Hier wird allerdings deutlich, dass die Zentralbanken mit sehr unterschiedlichen Problematiken konfrontiert werden: Während die Schweizer Nationalbank nicht nur aufgrund der jahrelangen Eurobindung seit einiger Zeit auf stark expansive Geldpolitik angewiesen ist, muss die Hongkong Monetary Authority derzeit keinen deflationären Tendenzen entgegenwirken. Devisenaufkäufe geschehen in Hongkong daher lediglich aus Gründen der Währungsstabilität, nicht aufgrund des Preisstabilitätsmandats. Dadurch fallen einerseits die Volumina der Aufkäufe geringer aus, andererseits verfügt die Hongkong Monetary Authority über größere geldpolitische Handlungsspielräume, da das Zinsinstrument im Gegensatz zur Situation in der Schweiz nicht durch die Zinsuntergrenze kompromittiert ist.⁶⁸

Eine hohe Volatilität zerstört die Funktion des Geldes als Maßstab der Realwirtschaft und damit die Grundmechanismen einer freien Geldwirtschaft. Mehr noch: ein Abwertungswettlauf verringert das Vertrauen in Geld und mit Spareinlagen, Vermögen sicher aufzubewahren. Dann jedoch ist man genau da, wo man weder mit dem Euro noch sonst einer Währung jemals hin wollte: am Ende der Geldwertstabilität. Retter oder Totengräber der Schweizer Wirtschaft? War die Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank (SNB),

⁶⁸ Gemäß der Tinbergen-Regel, die bereits im einführenden Kapitel beschrieben wurde.

den im September 2011 festgeschriebenen Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro aufzugeben, unverzichtbar oder unverantwortbar? Hart treffen die Urteile aufeinander. Für die Befürworter war die Rückkehr zu einer eigenständigen schweizerischen Geldpolitik die einzig richtige Antwort angesichts der gewaltigen Risiken, die den Euro-Raum und die Europäische Zentralbank bedrohten.

Für die Kritiker hat die SNB mit dem abrupten Richtungswechsel und der Loslösung des Frankens vom Euro den gesetzlichen Auftrag als Hüter der Preisstabilität verletzt und ohne Not eine Rezession provoziert, die zu Zehntausenden von Entlassungen führen könne.

So kontrovers die SNB-Politik auch bewertet wird, so rückwärtsgewandt ist dieser Streit. Denn die Entscheidung ist getroffen. Deshalb ist es spannender, nach vorne zu blicken. Dabei stehen zwei Fragen im Zentrum:

1. **Soll** die SNB und
2. **kann** die SNB eine Wechselkurspolitik betreiben und der Aufwertung des Frankens entgegenwirken?

Die erste Frage lässt sich zugespitzt darauf reduzieren, ob die Schweiz eine Politik des Protektionismus verfolgen soll. Denn nichts anderes als Protektionismus ist das Ziel einer Abwertungsstrategie. Eine Abwertung ist eine unglaublich wirkungsvolle Waffe, um der heimischen Wirtschaft auf Kosten der übrigen Welt Vorteile zu verschaffen und sie vor dem Wettbewerb durch ausländische Konkurrenten zu schützen.

In der Schweiz dürften davon neben der industriellen Exportwirtschaft, der Finanzplatz, der Tourismus und die Landwirtschaft in besonderem Maße profitieren.

Eine Abwertungsstrategie wirkt jedoch gesamtwirtschaftlich nicht anders als jeder andere Protektionismus. Sie verhindert eine effiziente Arbeitsteilung. Wie alle Zölle nutzt sie wenigen, schadet aber vielen, nämlich den Verbrauchern und den Sparern insgesamt. Sie verringert die Kaufkraft inländischer Vermögen und macht somit alle ärmer.

Besonders teuer wird eine Abwertungsstrategie, wenn sich die anderen Währungen gegen eine Aufwertung zu wehren beginnen, indem sie ihrerseits danach streben, ihre Währung abzuwerten. Dann kann eine Abwertungsstrategie zu einem Währungskrieg eskalieren. Dann rotieren auch andernorts die Gelddruckmaschinen und überall schwindet das Vertrauen in Geld als Bewahrer von Vermögen, so dass am Ende Geld seine Funktionen der

Wertaufbewahrung und als (Vergleichs-)Maßstab für relative Knappheit oder Überschuss von Gütern, Arbeitskräften und Kapital verliert und die Geldwertstabilität verloren geht.

Die zweite Frage zielt auf die begrenzten Möglichkeiten, die ein doch vergleichsweise kleines Land in einer globalisierten Weltwirtschaft hat, eine Abwertungsstrategie zu verfolgen.⁶⁹

1. Erstens ist möglich, dass die SNB – wie seit September 2011 praktiziert - weiterhin Euro kauft. Der Unterschied zur Politik der letzten dreieinhalb Jahre liegt dann darin, dass die SNB nicht mehr einen Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro sichern **muss**, sondern mehr oder weniger „freiwillig“ auf den Devisenmärkten intervenieren **kann**. Der Vorteil der Handlungsfreiheit wird jedoch durch den Verlust an Berechenbarkeit der SNB-Politik erkaufte. Und ebenso würde der Bestand von Währungsreserven im Besitz der SNB weiter aufgebläht – mit allen Risiken der Werterhaltung, die damit verbunden sind - und vor allem mit allen Anreizen, auf die Reaktionen der SNB zu spekulieren und damit eigendynamische Prozesse auszulösen.
2. Zweitens können die Negativzinsen für Guthaben auf den Girokonten, die einen bestimmten Freibetrag übersteigen von momentan -0,75% weiter erhöht werden. Als man in der Schweiz in den 1970er-Jahren den Franken für ausländische Anleger weniger attraktiv machen wollte, lagen die als „Kommission“ bezeichneten Strafabgaben ein Mehrfaches höher, damals allerdings nur auf Guthaben von Ausländern. Thorsten Hens hat deshalb eine Spekulationssteuer von „mindestens 10%“ vorgeschlagen und zwar „nicht für inländische Anleger wie Pensionskassen, sondern für ausländische Spekulanten, die den Franken als Fluchtwährung halten.“⁷⁰ Allerdings verpufft die Wirkung von (zu hohen) Negativzinsen deshalb, weil dann die Franken von Ausländern nicht mehr auf Schweizer Bankkonten, sondern in Banktresoren „cash“ gehalten werden.
3. Drittens wäre denkbar, dass die Politik aktiv wird und per Dekret den Geschäftsbanken mehr oder weniger strikt verbietet, ausländische Gelder in

⁶⁹ Vgl. hierzu auch: Keith Pilbeam (2015): Intervention in the Foreign Exchange Market: Rationale, Effectiveness, Costs and Benefits. In: *Intereconomics*, Vol. 50, No. 2, pp. 64-70 und Arturo Bris (2015): A Strong Franc: Is Switzerland the New Japan?. In: *Intereconomics*, Vol. 50, No. 2, pp. 70-75.

⁷⁰ Thorsten Hens (2015): Das Schweizer Midas-Problem. In: *Finanz und Wirtschaft* vom 22.01.2015 (<http://www.fuw.ch/article/das-schweizer-midas-problem/>).

Franken anzunehmen oder ausländischer Vermögen in Schweizer Wertschriften, Grundstücken und Immobilien anzulegen. Ebenso könnten weitere Vorschriften zu Bargeldhaltung und –umlauf erlassen werden. Das aber wären das Ende des Geldwesens und eine Verstaatlichung der Geldwirtschaft.

Nimmt man die Erkenntnisse über das „Sollen“ und das „Können“ einer Abwertungsstrategie zusammen, zeigen sich für die SNB doch eher Grenzen und Risiken als Freiräume und Chancen. Der Franken wird weniger aus unmittelbaren realwirtschaftlichen als vielmehr (geld-)politischen Gründen noch lange stark bleiben und solange der Euro instabil sein wird, immer wieder unter zusätzlichem Aufwertungsdruck kommen.⁷¹ Das wird kurzfristig tiefe Bremsspuren beim Export, im Tourismus und vielen Auslandsaktivitäten der „Drehscheibe Schweiz“ und damit bei Wachstum und Beschäftigung verursachen. Deshalb ist es sicher verständlich, dass bei der SNB nach geldpolitischen Instrumenten gesucht wird, um ein sowohl in der Theorie erwartetes, wie auch in der Realität beobachtetes Überschießen der Wechselkurse zu mindern und eine zu abrupte Aufwertung des Frankens abzufedern.

Allerdings zeigt die Erfahrung, dass man sich hier nicht zu viele Hoffnungen machen sollte. In der Schweizer Wirtschaftsgeschichte hat sich kein geldpolitisches Instrument als wirklich nachhaltige Abschreckung erwiesen, das die Aufwertung des Frankens hätte verhindern können. Die Aufwertung des Schweizer Frankens ist ja nichts Neues. Im Gegenteil: Sie ist eine wirtschaftspolitische Konstante der letzten Dekaden. 1971 kostete ein US-Dollar über vier Franken, 1981 noch zwei Franken, zur Jahrhundertwende rund 1,6 Franken und heute noch 92 Rappen. Ganz offensichtlich war der Schweizer Franken immer schon hoch attraktiv, was seinen Preis in anderen Währungen nach oben treibt. Stabilität und Prosperität zogen und ziehen eben wie ein Magnet Vermögen aus aller Welt in den sicheren Schweizer Hafen.

Mittel- und langfristig hingegen hat die Schweizer Wirtschaft in den letzten Dekaden immer wieder bewiesen, dass sie in der Lage ist, die Aufwertung des Frankens mit einer internen Abwertung auszugleichen. Der entscheidende Trumpf der Schweizer Wirtschaft liegt in der hohen Flexibilität von kleinen und mittelständischen Betrieben und Belegschaften, die sich mit einer klugen Mischung von Kostensenkungen, Produktivitätssteigerungen und vor allem

⁷¹ So auch Schnabl (2015), der als Konsequenz des persistenten Aufwertungsdrucks der SNB zu einer feste Bindung des Frankens an den Euro rät, „weil eine bessere Lösung nicht verfügbar ist“. Gunther Schnabl (2015): Japans Lehren für das Schweizer Wechselkursdilemma. In: Wirtschaftsdienst, Jg. 95, Heft 3, S. 192-199.

Innovationen aller Art an veränderte Rahmenbedingungen rasch und effektiv anpassen.
Wieso sollten diese Trümpfe in Zukunft nicht mehr stechen?

1. Erstens verbilligt der starke Franken die Importe von Investitionsgütern, Vorleistungen, Rohstoffen und Energie. Das hilft automatisch und sofort, Kosten zu senken.
2. Zweitens sorgt der starke Franken für tiefe Schuldzinsen. Des einen (des Sparers) Leid ist somit des anderen Freud (des Schuldners). Das senkt für Unternehmen die Kapitalkosten und erlaubt, eine (noch) kapitalintensivere Produktion (was die Arbeitsproduktivität verbessert).
3. Drittens werden – wie immer in der Vergangenheit – Belegschaften zusammen mit den Betriebsführungen sorgfältig abwägen, inwieweit durch gegenseitige Zugeständnisse Kosten gesenkt und dafür Beschäftigungsverhältnisse langfristig gesichert werden können. Nicht zuletzt besteht hier Spielraum, weil dank der Aufwertung auch die Preise für importierte Konsumgüter sinken dürfte, was die reale Kaufkraft der Löhne von alleine steigen lässt.
4. Viertens dürften – auch wie bereits lange geübt – arbeitsintensive Tätigkeiten ins Ausland verlagert und dafür neuere wertschöpfungsstärkere Aktivitäten verstärkt werden. Qualität wird Quantität ersetzen (müssen). Und bei Qualitätsprodukten sind (ausländische) Kunden weniger preiselastisch. Das heißt, sie bleiben „Made in Switzerland“ treu, selbst wenn es teurer wird – teils, weil sie nicht anders können (weil Qualität eben durch nichts zu ersetzen ist), teils, weil sie nicht anders wollen (weil Qualität eben ihren (berechtigten) Preis hat). Das gilt für Luxusgüter genauso wie für Präzisionsinstrumente, High-tech Produkte, optische Geräte, Medikamente oder Finanzierungs-, Versicherungs- und Beratungsdienstleistungen. Es gilt – wenn auch nur in Teilen – für den Tourismus und das Gastgewerbe, wenn der Service kundengerecht, maßgeschneidert und qualitativ hochwertige Spitze ist.
5. Fünftens verbessert der schwache Euro die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen im Euro-Raum. Davon werden insbesondere auch die Schweizer Nachbarn profitieren, was deren Möglichkeiten verbessert, schweizerische Produkte zu kaufen.

Die Peitschenhiebe der Aufwertung gehören für die Schweizer Wirtschaft zur Normalität. Sie haben die Unternehmen aber nicht geschwächt, sondern gestärkt. Deshalb ist es eher Realismus denn falscher Optimismus, wenn auch dieses Mal erwartet wird, dass die kurze

Frist zwar enorm schwierig werden dürfte, was auch Argumente liefert, durch geldpolitische Maßnahmen den Aufwertungsdruck zu verzögern. Die lange Frist jedoch bleibt vielversprechend. So dass eine Abwertungsstrategie der SNB eher verzichtbar als notwendig erscheint.

7. Zur Zukunft des Schweizer Frankens

Zwei Fragen gilt es mit Blick auf die künftige Politik der SNB zu beantworten:

Erstens, wie findet die SNB zurück zu einer Geldpolitik „as usual“. Wie kann sie die immens hohen Währungsreserven reduzieren und die Zinsen aus dem negativen Bereich zurückführen?

Zweitens, wie soll sie in Zukunft verhindern, allzu sehr von der EZB-Politik abhängig zu werden und eine eigenständige Geld- und Währungspolitik „im Gesamtinteresse des Landes“ zu verfolgen, wie es die Bundesverfassung vorschreibt.

Zurück zu einer Normalisierung der Geldpolitik

Die Notenbanken regieren die Weltwirtschaft. Noch nie waren sie so mächtig. Noch nie aber waren die Notenbanken auch so ohnmächtig den Geistern ausgeliefert, die sie selber gerufen haben. In höchster Not haben sie in und nach der Finanzmarktkrise der unsichtbaren Hand der Kapitalmärkte das Steuer entrissen. Seitdem steuern sie weitgehend alleine die Weltwirtschaft. Wohin aber die Reise führen wird, ist momentan völlig offen. Denn die Zentralbanken haben keinen Kompass. Den alten Richtungsweiser der Geldpolitik – dass sich monetäre und reale Größen, also Geldmenge und Gütermenge, im Einklang bewegen sollen – haben sie über Bord geworfen. Ein neuer ist (noch) nicht gefunden worden.

Früher hatten der Goldstandard, später das Abkommen von Bretton-Woods das Spielfeld der Geldpolitik begrenzt. Mit dem Wegfall der Golddeckungspflicht, dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen und als Folge der Finanzmarktkrise weitete sich der Entscheidungsraum der Zentralbanken aus. Sie wurden nun auch mehr oder weniger explizit und mit unterschiedlicher Priorität zuständig für die Wechselkurspolitik, die Finanz(markt)stabilität und die Bankenaufsicht. Und je länger die Rezession dauerte, je bedrohlicher Deflationssorgen zunahmen und je langsamer sich die Weltwirtschaft erholte, umso mehr wurden den Zentralbanken auch makroökonomische Stimulierungsaufgaben übertragen, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln und Arbeitslosigkeit abzubauen.

Das breitere Aufgabenspektrum und die ausgeweitete Machtfülle führten dazu, dass die Zentralbanken die Rolle als neutraler Unparteiischer preisgaben und selber als Spieler auf dem politischen Parkett auftraten. Um den zusätzlichen Erwartungen – vor allem der Stabilisierungsaufgabe - gerecht zu werden, mussten sie zu unüblichen und hoch riskanten Maßnahmen greifen. Null- oder Negativzinsen, quantitative Lockerung, Billionen Euro schwere Anleihen-Kaufprogramme und Milliarden Franken teure Wechselkursinterventionen wurden zum geldpolitischen Alltag. Am Ende gar war die Europäische Zentralbank (EZB) Richter über die Frage „‘Grexit’ oder nicht?“. Und sie hat Gnade vor Recht walten lassen.

Das Ergebnis der erweiterten Zentralbankaktivitäten ist eine makroökonomische Ausnahmesituation: „Nie zuvor sind die Zinssätze für so lange Zeit so niedrig gewesen. ... An ihrem Tiefpunkt rentierten deutsche, französische und Schweizer Staatsanleihen bis zu einer Laufzeit von 5, 9 bzw. 15 Jahren negativ. Solche Renditen hat es noch nie gegeben. Die Leitzinsen sind sogar noch niedriger als auf dem Höhepunkt der Großen Finanzkrise, sowohl nominal als auch real. Überdies sind die realen Leitzinsen jetzt schon länger negativ als seinerzeit während der Großen Inflation der 1970er Jahre. ... Der Geldpolitik ist mit der Aufgabe, die Wirtschaft anzukurbeln, viel zu viel aufgebürdet worden. ... Der Grund der gegenwärtigen Malaise dürfte zu einem erheblichen Teil in dem Unvermögen liegen, in einer globalisierten Wirtschaft das Zusammenspiel des Finanzgeschehens mit der Produktion und der Inflationsentwicklung in den Griff zu bekommen. Finanzielle Ungleichgewichte haben das Wirtschaftsgefüge nachhaltig geschädigt, da sie die Produktivität geschwächt und zu einer Fehlallokation realwirtschaftlicher Ressourcen in allen Sektoren und im Zeitverlauf geführt haben. Die über derart lange Zeit äußerst niedrigen Zinssätze sind vermutlich keine ‚Gleichgewichtszinsen‘, die ein nachhaltiges und ausgewogenes Weltwirtschaftswachstum unterstützen würden. Sie wären demnach nicht einfach Ausdruck der gegenwärtigen Schwäche, sondern hätten diese teilweise verstärkt, indem sie kostspielige finanzielle Auf- und Abschwünge begünstigt hätten. Das Ergebnis: zu hohe Verschuldung, zu geringes Wachstum und übermäßig niedrige Zinssätze. Niedrige Zinssätze erzeugen noch niedrigere Zinssätze.“⁷² Diese Aussagen sind nicht etwa das vernichtende Urteil aggressiver Notenbankkritiker. Es sind Zitate aus der Einleitung zum ersten Kapitel des aktuellen

⁷² Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2015): 85. Jahresbericht 2014/15 vom 28. Juni 2015, Basel 2015, S. 7-8 (http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015_1_de.pdf).

Jahresberichts der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – also der Zentralbank der Zentralbanken.

Mit der Analyse der BIZ ist eigentlich alles gesagt. Der Geldpolitik (und damit den Zentralbanken) ist zu lange zu viel aufgebürdet worden. Notenbanken sind nicht in der Lage, nachhaltig weder Wachstum noch Beschäftigung zu stimulieren. Nicht einmal die Wechselkurse können sie wesentlich managen. Sollen sie im Übrigen auch nicht. Denn eine künstliche Abwertung der heimischen Währung mag zwar Exporte stimulieren und Importe verteuern. Die Abwertung wirkt wie ein Zoll auf ausländischen Produkten. Sie schützt die inländischen Unternehmen vor ausländischen Konkurrenten. Nicht nur dass damit Gegenreaktionen und als Folge ein für alle teurer Wechselkurskrieg provoziert wird, der am Ende weit mehr Verlierer als Gewinner hinterlässt. Auch ohne Eskalation wirkt eine Wechselkurspolitik protektionistisch. Sie verhindert eine effiziente Arbeitsteilung. Wie alle Zölle hilft sie einigen wenigen, schadet aber der Wirtschaft insgesamt.

Die Geldpolitik der Notenbanken hat sich komplett von der Realwirtschaft gelöst. Die Vervielfachung der Zentralbankgeldmengen hat nichts mehr mit den Veränderungen der realen Wirtschaft zu tun. Langfristige Verhaltensregeln des Monetarismus und der Geldwirtschaft sind außer Kraft gesetzt. Die Geldpolitik erfolgt auf kurze Sicht.

Null- oder gar Negativzinsen der Notenbanken zerstören die Knappheitssignale der realen Güter-, Arbeits- und Investitionsmärkte. Vermögen fließt in Sachwerte. Sparer müssen ihre Anlagen umschichten, damit sie nicht auf kaltem Wege real enteignet werden. Die Niedrigzinspolitik der Notenbanken macht erstens die (Kredit-)Finanzierung von Aktienkäufen billig. Sie führt zweitens dazu, dass die reale Verzinsung von Spareinlagen und „sicheren“ Staatsanleihen negativ oder bestenfalls geringfügig positiv wird. Das macht Aktien vergleichsweise attraktiver. Tiefe Zinsen bedeuten drittens, dass sich Firmen günstig verschulden können. Dadurch rechnen sich nahezu sämtliche Investitionen, die Unternehmen helfen, ihre Produktivität und damit Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern. Alle Gründe sorgen dafür, dass die Risikobereitschaft von Investoren zunimmt, Vermögen in Aktien umzuschichten. Ob und wann sich daraus Preisblase ergeben, ist eine Frage der Zeit. Auf jeden Fall werden Vermögensillusionen gebildet.

Ebenso werden Angebot von und Nachfrage nach Arbeit und damit Lohnverhältnisse verzerrt und dadurch verfälscht. Beispielsweise wird bei tiefen Hypothekenzinsen viel

gebaut. Somit steigt die Nachfrage nach Bauarbeitern, was deren Löhne steigen lässt. Als Folge davon wird es für viele – gerade auch jüngere - Arbeitskräfte attraktiv, aus anderen Branchen in die Bauwirtschaft zu wechseln. Die Entwicklung in Spanien die letzten zwei Jahrzehnte veranschaulicht mehr als bedrückend, mit welchem Katzenjammer das enden kann. Die hohe Jugendarbeitslosigkeit von heute ist das Erbe des spanischen Baubooms der 2000er Jahre und des Platzens danach, der zigtausende von (jungen) Bauarbeitern in die Arbeitslosigkeit stürzte.

Bekanntlich sollten Aktienkurse Erwartungen in die zukünftigen Geschäftsentwicklungen der Firmen abbilden. Wenn aber Vermögen, das bis anhin in Staatsanleihen, festverzinslichen Wertpapieren oder als Spareinlagen gehalten wurde, mangels Profitabilität in Aktien oder Sachwerte umgeschichtet wird, steigen die Börsenkurse oder Immobilienpreise als Folge der zusätzlichen Nachfrage und nicht neuer betriebswirtschaftlicher Erfolgswahlen wegen.

Wenn Börsenkurse oder Immobilienpreise deutlich rascher steigen als die reale Wachstumsrate von Produktivität, Effizienz oder Leistungsfähigkeit von Unternehmen, müssen zwangsläufig die Warnlichter angehen. Für zu viele Insider an den Finanzmärkten steigen dann die Anreize, die Ungleichgewichte zwischen realer und monetärer Entwicklung auszunutzen, Volatilität zu erzeugen und auf Kosten von Kleinanlegern oder uninformierten Outsidern zu eigenen Gunsten Kasse zu machen. In dieser Situation aber wird gerade die Absicht, sich durch den Kauf von Aktien und anderen Sachwerten gegen Unsicherheit abzusichern, zum Bumerang. Er trifft diejenigen, die durch ihre Nachfrage erst eine Blase aufgepumpt haben, deren Platzen sie danach selber schädigt.

Negative Leitzinsen machen die Kapitalbildung unattraktiv. Negative Zinsen sind das Ende einer Wirtschaft, in der Gläubiger sparen, um das Geld gegen eine Entschädigung vorübergehend Schuldner zur Vorfinanzierung von Konsum und Investitionen zur Verfügung zu stellen. Es ist und bleibt ein empirisch leicht zu widerlegender Irrtum, dass nur tiefe Zinsen gute Zinsen seien. Tiefe, oder gar negative Zinsen provozieren letztlich eine Verschuldungsmentalität, die zu wenig rentablen Rationalisierungsinvestitionen und damit zu einer Kapitalverschwendung führt. Die Verluste trägt jedoch nicht der Schuldner, sondern der Kapitalgeber. Kreditgeschäfte sind keine moralischen Verfehlungen. Sie sind das unverzichtbare Lebenselixier offener Gesellschaften und kapitalistischer Wirtschaftssysteme. Sie sorgen auf Sparerseite für Anreize, nicht alles heute zu konsumieren und auf Anlegerseite

das Knappheitsgebot zu beachten und nur jene Projekte zu realisieren, die sich langfristig rechnen.

Wer heute auf Konsum verzichtet, wird bei negativen Zinsen für diesen Verzicht nicht in Form einer Zinsprämie belohnt. Im Gegenteil: er wird bestraft. Wer für seine Ersparnisse einen negativen Zins erhält, wird sein Geld gar nicht erst auf die Bank bringen. Er wird das Geld zu Hause unter der Matratze horten. Damit beträgt die Rendite zwar Null. Das ist aber immer noch besser als die Strafe negativer Zinsen bezahlen zu müssen. Als Konsequenz würde das gehortete Bargeld dem Wirtschaftskreislauf entzogen, was die Konjunktur weiter schwächen würde.

Um ein Horten von Bargeld zu verhindern, müsste der Staat - als weiterer Schritt einer Interventionsspirale – die zeitliche Gültigkeit von Geldscheinen beschränken. Noten würden ihren nominalen Wert dann nur innerhalb einer bestimmten Frist behalten. Danach werden sie entwertet. In der Konsequenz wird somit die Funktion des Geldes als Wertaufbewahrungsmittel zerstört. Auch das würde das Ende eines kapitalistischen Wirtschaftsystems bedeuten.

Die Idee negativer Leitzinsen wird sich in der Geldpolitik kaum durchsetzen. Zu offensichtlich sind die Nachteile.⁷³ Aber dessen ungeachtet, versuchen die Notenbanken auf anderen Kanälen, die Märkte mit zusätzlicher Liquidität zu fluten. Mit der Strategie der „quantitativen Lockerung“ wird neues Geld nahezu zum Nulltarif in den wirtschaftlichen Kreislauf gepumpt. Vielleicht hilft die Politik des billigen Geldes, die Weltwirtschaft vor einem noch weiteren Abstürzen zu bewahren. Aber der scheinbare Erfolg wird nicht ohne langfristige Kosten bleiben. Die Geldversorgung wächst schneller als die Wertschöpfung, die im Moment sogar dramatisch schrumpft. Angesichts der düsteren Perspektiven führt die Überschussliquidität jedoch nicht zu zusätzlichen Konsumausgaben oder Investitionen. Deshalb steigen die Preise vorerst nicht – auch, weil sich höhere Preise angesichts der vollen Lager und der strukturellen Überkapazitäten nicht auf die Kunden überwälzen ließen.

Die zusätzliche Liquidität dringt jedoch als heiße Luft in die Finanzmärkte. Sie bläht die Nachfrage nach Sachwerten auf, die als inflationssicher gelten. Dazu gehören in erster Linie

⁷³ Vgl. dazu: Morten Linnemann Bech und Aytel Malkhozov (2016): How have central banks implemented negative policy rates? BIS Quarterly Review, March 2016, S. 31-44, die festhalten, dass „there is great uncertainty about the behaviour of individuals and institutions if rates were to decline further into negative territory or remain negative for a prolonged period.“

Aktien, Gold, andere Rohstoffe und Energie. Deren Preise sind in den letzten Monaten gestiegen – trotz der schlechten wirtschaftlichen Entwicklung. Es kommt zu neuen Blasen. Tiefe, oder gar negative Zinsen wirken somit wie Wasser bei der Brandbekämpfung. Sie löschen das Feuer. Der entstehende Wasserschaden kann aber schnell einmal grösser werden als die Brandkosten.

Der Kapitalismus lebt vom Versprechen positiver Effekte der Kapitalbildung - also, dass es sich lohnt, heute zu sparen, um dafür morgen mit Zins- und Zinseszinsen belohnt zu werden und insgesamt mehr zu haben. In einer Null-Prozent-Zins-Welt werden nicht nur die realen Renditen schnell einmal negativ. Auch die nominellen Zinssätze können unter Null sinken – so geschehen bei der Ausgabe deutscher oder schweizerischer Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit. Dann werden Sparer bestraft statt belohnt.

Was die Gegner des Kapitalismus nicht vermochten, schaffen nun die Notenbanken: das Kreditwesen wird praktisch verstaatlicht. Die Politik des billigen Geldes, der Kauf von Devisen oder langfristige Liquiditätskredite der Notenbanken haben Kreditmarkt und Kreditversorgung, also Kern und Wesen des Kapitalismus, außer Kraft gesetzt. Das ist, man muss es so hart formulieren, das Ende des Kapitalismus und der Anfang einer dirigistischen Staatspolitik betrieben durch die Zentralbanken. Das gilt selbst dann, wenn – wie die EZB oder die SNB – die Notenbanken nicht weisungsgebunden, sondern weitgehend unabhängig sind.

Eine durch die Notenbanken gelenkte Staatswirtschaft kann in Notsituationen durchaus erfolgreich sein. Vielleicht ist sie in schwierigen und unsicheren Zeiten, in denen es das Erbe eines fehlgeleiteten Kasino-Kapitalismus aufzuarbeiten gilt, sogar die einzige wirklich vernünftige Lösung. Entscheidend wird sein, ob es den Zentralbanken gelingen wird, das in Massen neu in den Kreislauf gepumpte Geld wieder einzusammeln. Wie aber wechselt man aus dem Blindflug in den Normalfall? Wann ist der richtige Moment einer Zinswende und einer Rückkehr zu einer Geldpolitik, die sich an Veränderungen der realen Wirtschaft orientiert?

Hier zeigt sich das Dilemma für die Notenbanken. Sobald die die Leitzinsen angehoben werden, läuft der Film der Niedrigzinspolitik der letzten Jahre rückwärts. Steigende Zinsen erhöhen die Staatsausgaben. Das wäre das Ende aller Anstrengungen zur Sanierung und Konsolidierung der öffentlichen Haushalte.

Ein Anstieg des Zinsniveaus verringert die Marktkurse der festverzinslichen Anlagen. Das wiederum macht enorme Wertberichtigungen erforderlich. Die Abschreibungen zerstören genau jenes Eigenkapital, das bei vielen Firmen und Banken eh (zu) knapp ist. Pleiten und Konkurse sind die Folgen. Und schließlich verursacht ein Zinsanstieg Wechselkurseffekte. Beginnt ein Land vor allen anderen mit einer Normalisierung, wird seine Währung aufwerten.

Die wirtschaftspolitisch klügste Reaktion kann nur darin bestehen, die Aufgaben der Notenbanken dramatisch zu reduzieren. Insbesondere sind sie davon zu befreien, die Gesamtnachfrage steuern zu sollen. Also: „weg von der illusorischen Feinsteuerung der Gesamtwirtschaft auf kurze Sicht hin zu mittelfristigen Strategien, weg von der starken Fokussierung auf kurzfristige Produktion und Inflation hin zu einer systematischeren Berücksichtigung der langsamer verlaufenden Finanzzyklen“, um noch einmal den BIZ-Jahresbericht von Mitte Juni 2015 zu zitieren.⁷⁴

Mehr Bescheidenheit ist angesagt – auch für die Zentralbanken. Geldpolitik hat eine dienende Funktion. Sie ist kein Selbstzweck. Geld soll Maßstab sein, um realwirtschaftliche Transaktionen bewerten und abwickeln und Werte über längere Zeit stabil aufbewahren zu können. Nichts mehr soll Geldpolitik sein. Und schon gar nicht darf sie sich an kurzfristigen Wechselkurszielen oder Wachstumsstimulierung orientieren. Genauso wie es ein Irrglaube ist, dass offene Volkswirtschaften von nationalen Regierungen globalgesteuert werden können, ist es nicht möglich, durch Geldpolitik eine nachhaltige Wirtschaftspolitik jenseits der Geldwertstabilität betreiben zu können.

Wenn sich Notenbanker anmaßen, mehr zu tun, als für die Stabilität von Preisen und des Finanzsystems zu sorgen, verlassen sie den Pfad des Machbaren. Sie sollen ausführende Technokraten, nicht aggressive Falken oder moderate Tauben und schon gar nicht mythenumrankte Gurus sein, deren Lippenbewegungen die Kapitalmärkte in Panik versetzen. In einer komplexen, global hoch vernetzten, dynamisch anpassungsfähigen Weltwirtschaft muss jeder Versuch scheitern, durch eine geldpolitische Wachstumsstrategie das Verhalten von Menschen und Firmen präzise steuern zu wollen.

Die Zukunft des Geldwesens muss der Hektik der Kurzfristigkeit entzogen werden. Sie ist durch wasserdichte Verfassungsregeln vor der Hektik der Kurzfristigkeit zu schützen.

⁷⁴ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2015): 85. Jahresbericht 2014/15 vom 28. Juni 2015, Basel 2015, S. 9 (http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015_1_de.pdf).

Geldpolitik soll sich auf die makroökonomische „Neutralität des Geldes“ zurückbesinnen. Die Hände der Notenbanker sind mit ganz einfachen dafür hoch transparenten und einfach überprüfbaren geldpolitischen Regeln eng und fest zu binden. So, dass der alte und über Jahrzehnte gut bewährte Grundsatz des Monetarismus befolgt wird, dass sich Geldmenge und Gütermenge im Gleichschritt synchron zu verändern haben. Dann müsste nur noch festgelegt werden, wie „Geldmenge“ definiert und gemessen werden soll und welche Rolle Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zukommt. Da Einigkeit herbei zu führen, ist schon schwierig genug. Deshalb könnten nicht nur, sondern müssten die Notenbanker alles übrige anderen überlassen.

Das künftige Verhältnis von Schweizer Franken und Euro

Der Schweizer Franken gilt als eine wichtige Stabilitätswährung, sowohl was den Innen- als auch den Außenwert betrifft. Diese Rolle als Anker-, Flucht- oder Reservewährung ist ungewöhnlich für eine so kleine, aber offene Volkswirtschaft wie die Schweiz. Grundsätzlich stellt sich damit für die Schweiz die Frage nach dem makroökonomisch geeigneten Währungs- und Wechselkursregime. Diese Entscheidung wird restringiert durch das Trilemma aus geldpolitischer Autonomie, stabilen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr. Bislang hat die Schweizer Nationalbank die geldpolitische Unabhängigkeit bei freiem Kapitalverkehr gewählt und somit frei schwankende Wechselkurse in Kauf genommen. Viele andere kleine und offene Volkswirtschaften wählen dagegen feste Wechselkurse und geben eine autonome Geldpolitik auf, weil es schwierig und relative zu großen Volkswirtschaften weniger wichtig ist, das Weltzinsniveau zu beeinflussen. Außenwirtschaftliche Ziele wie ein nachhaltiges Zahlungsbilanzgleichgewicht gewinnen gegenüber binnenwirtschaftlichen Zielen wie Beschäftigung und Produktion an Bedeutung. Der stabile Außenwert des Schweizer Franken ist zudem eher auf insgesamt stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik zurückzuführen. Die Schweiz ist darüber hinaus geographisch und wirtschaftlich sehr stark in den Euroraum integriert, so dass die Wahl autonomer Geldpolitik und schwankender Wechselkurse währungs- und geldpolitisch schwer durchzuhalten ist. Das gilt insbesondere in Zeiten von Krisen des benachbarten größeren Währungsraumes. Die Wahrung der geldpolitischen Autonomie erzeugt dann Kosten, entweder in Form einer starken Auf- oder Abwertung mit entsprechenden Folgen für die Realwirtschaft. Ein Festkurssystem bedeutet jedoch ebenfalls Kosten, dann in Form eines Aufbaus bzw. eines Abbaus von Währungsreserven. Die geld- und währungspolitischen Kosten zeigten sich für die Schweiz

mit großer Vehemenz in der Zeit der Eurokrise, als die Schwäche des Euro erst zu einer starken Aufwertung des Schweizer Franken und später – bei Festlegung einer Aufwertungsobergrenze – zu einer enormen Ausweitung der Euro-Währungsreserven. Angesichts der wohl noch eine Weile andauernden Krise der Eurozone stellen sich zwei wesentliche Fragen für die Schweiz als kleine und offene Volkswirtschaft, die zu verwoben mit der Eurozone ist, um von der dortigen Krise unbeeinflusst zu bleiben.

1. Welches ist die optimale Geldpolitik und wie lassen sich für die SNB der Ausstieg aus der Krisenpolitik und der Übergang in die geldpolitische Normalisierung gestalten? Ist der Nachvollzug der Geldpolitik der EZB durch die SNB optimal oder eine strikte geldpolitische Autonomie?
2. Wie sieht vor dem Hintergrund der derzeitigen Erfahrungen und den zu erwartenden institutionellen und politischen Entwicklungen in der Eurozone grundsätzlich das optimale zukünftige Währungsregime für die Schweiz aus? Kommt eine Bindung oder gar ein Beitritt zum Euro in Frage?

Der Befund ist zunächst eindeutig: Für die Schweiz ist es schwierig, als kleine, offene Volkswirtschaft mitten in einer stürmischen Europäischen Währungsunion ihren autonomen geld- und währungspolitischen Kurs zu halten. Die Entscheidung der EZB für ein QE sowie die Verlängerung und gar Ausweitung dieses Aufkaufprogramms macht erkennbar, dass die EZB noch für eine lange Zeit an ihrer Politik des billigen Geldes festhalten wird. Als Folge werden der Euro schwach und der Franken stark bleiben. Deswegen dürften auch die Zinsen in der Schweiz noch für eine Weile auf tiefstem Niveau verharren. Sollte nämlich die SNB als erste die Zinswende einläuten, wäre es für alle Welt noch einmal attraktiver, das Geld in Schweizer Franken anzulegen und der Aufwertungsdruck auf den Franken würde sich zusätzlich verstärken. Deshalb wird die SNB warten müssen, bis andernorts – also wohl zuerst in den USA und frühestens danach im Euro-Raum - die Zinsen anziehen werden, was für die Schweiz wohl mindestens für 2016 und 2017 eine Nullzinspolitik bedeutet.

Mit Sicherheit wird die Schweiz noch sehr lange der Europäischen Währungsunion nicht angehören. Es gibt in der Schweiz keine ernstzunehmende politische Vereinigung und keine Partei, die auch nur ansatzweise einen Beitritt der Schweiz zum Euro-Raum anstrebt. Entsprechend wird der Schweizer Franken bestehen und die Geldpolitik in der Hand der SNB bleiben.

Dennoch stellt sich die Frage, wie eine offene und kleine Volkswirtschaft mit traditionell sehr eigenständiger Geld- und Währungspolitik wie die Schweiz sich gerade jetzt verhält, wo im Ausstieg aus der Krisenpolitik die Ausrichtung und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auf dem Spiel steht. Zugleich befindet sich die Schweiz, wie in der jüngsten Vergangenheit zu studieren war, in einem geld- und währungspolitischen Kontext mit der Eurozone. Diese begründet sich nicht zuletzt durch die intensiven Handelsbeziehungen und den grenznahen Wirtschaftsaustausch. Dies stellt die regulatorische und geldpolitische Autonomie der Schweiz vor große Herausforderungen. Ist also die SNB auf Gedeih und Verderb darauf angewiesen, die Geldpolitik der EZB im Wesentlichen mit- und nachzuvollziehen, oder kann sie einen eigenen Weg gehen und zu welchen Kosten kann dies geschehen.

Wie in dieser Abhandlung gezeigt, hängt das von den Zielen der SNB, den Zielen der EZB und möglichen Zielinterdependenzen ab. Zentral ist zudem die Kommunikation. Gerade für den Ausstieg aus der Krisenpolitik und den Übergang zu einer geldpolitischen Normalisierung ist die Kommunikation eines mittelfristigen Zinspfades entscheidend. Unter dem gegebenen Wechselkursregime wird der Zinspfad der EZB wesentlich den Zinspfad der SNB bestimmen. Nur ein Regimewechsel, etwa die Bindung an den US-Dollar, könnte den engen Konnex zwischen EZB und SNB auflösen. Solche Szenarien sind jedoch für die nächsten Jahre kaum realistisch zu erwarten. Erstens sprechen die realwirtschaftlichen Verflechtungen, Interdependenzen und Abhängigkeiten zwischen der Eurozone und der Schweiz dagegen, zweitens muss bei einem geld- und währungspolitischen Regimewechsel Glaubwürdigkeit und Reputation aufgebaut werden. Beides dürfte bei Andauern der Krise sehr schwierig sein und frühestens nach Beendigung der Krise anstehen. In „guten Zeiten“ aber funktioniert das Modell der Autonomie, nur in schlechten nicht. Die Größendifferenz zur Eurozone bei gleichzeitiger Interdependenz bedeutet für die Schweiz eben diese Asymmetrie zwischen Kosten und Nutzen, zwischen Binnenzielen und Außenwirtschaftszielen.

Hamburgisches WeltWirtschaftsinstitut (HWWI)

Heimhuder Straße 71 | 20148 Hamburg

Tel +49 (0)40 34 05 76 - 0 | Fax +49 (0)40 34 05 76 - 776

infowww.hwwi.org