

Die Massnahmen der Schweizerischen Nationalbank gegen den starken Franken

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) setzte am 6. September 2011 einen Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro fest. Mit dieser Massnahme stellte sich die SNB der akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft und dem Risiko einer deflationären Entwicklung entgegen, die von der massiven Überbewertung des Schweizer Frankens ausgegangen waren. Die Einführung des Mindestkurses hat die massive Überbewertung des Frankens reduziert und den potenziellen Schaden für die Schweizer Wirtschaft klar begrenzt. Der Schweizer Franken bleibt aber hoch bewertet, und die vom internationalen Umfeld ausgehenden Abwärtsrisiken sind gross. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, steht die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen.

¹ Siehe IMF, Switzerland: 2007 Article IV Consultation – Staff Report, Box 3. Has the Swiss Franc Lost Its Luster?



Dr. Thomas Moser
Stellvertretendes Mitglied
des Direktoriums und
Leiter Volkswirtschaft,
Schweizerische Nationalbank SNB



Im Unterschied zu den meisten anderen Zentralbanken war die Schweizerische Nationalbank in der jüngsten Finanzkrise nicht nur mit der Stabilisierung des Finanzsystems, sondern vor allem auch durch die rasche und massive Aufwertung des Frankens gefordert.

Foto: Keystone

Die Einführung des Mindestkurses stellt den vorläufigen Höhepunkt einer Reihe von ausserordentlichen Massnahmen dar, welche die SNB seit Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise ergreifen musste. Dabei war die SNB weder die erste noch die einzige Zentralbank, die im Rahmen der Krisenbekämpfung zu ausserordentlichen Massnahmen griff. Im Unterschied zu den meisten anderen Zentralbanken war die SNB aber nicht nur bei der Stabilisierung des Finanzsystems, sondern vor allem auch durch die rasche und massive Aufwertung des Frankens besonders gefordert. Der Beginn der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise kann auf den 9. August 2007 datiert werden, als die Schwierigkeiten am Markt für US-Subprime-Hypotheken auf den Interbankgeldmarkt übergriffen. Dies veranlasste die Europäische Zentralbank (EZB) zur ungewöhnlichen Massnahme, den Geschäftsbanken des Euroraums an diesem Tag unbegrenzt Liquidität zur Verfügung zu stellen. Seither ist das internationale Finanz- und Währungssystem kaum mehr zur Ruhe gekommen, auch wenn es den Zentralbanken und Regierungen bisher gelungen ist, einen

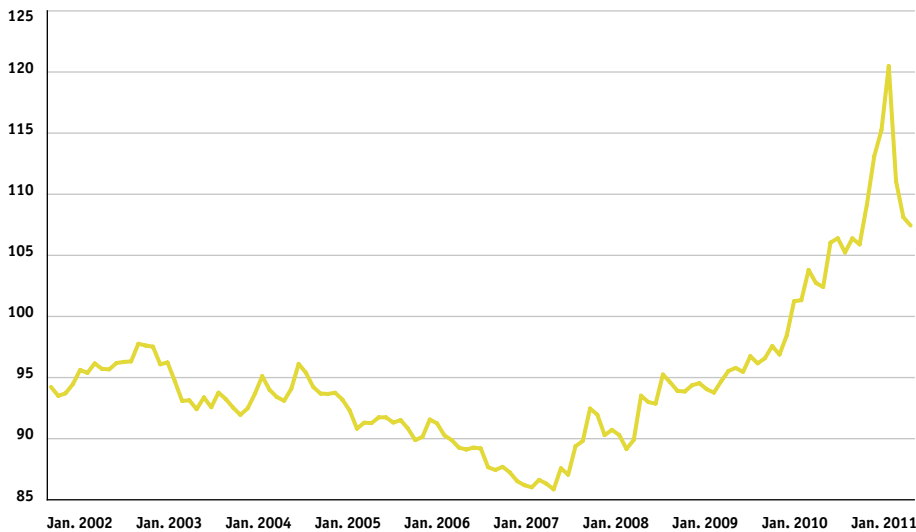
weltweiten wirtschaftlichen Kollaps wie in den 1930er-Jahren zu verhindern.

Der Schweizer Franken vor und während der Krise

Dem Ausbruch der Finanzkrise war eine lange Phase bemerkenswerter makroökonomischer Stabilität und Prosperität vorausgegangen. Entsprechend war die Volatilität an den Finanzmärkten – insbesondere die Volatilität an den Devisenmärkten – auf historische Tiefstwerte gesunken. In einem solchen Umfeld mit vermeintlich tiefem Anlagerisiko war der Schweizer Franken in seiner traditionellen Rolle als sichere Anlage wenig gefragt. Vielmehr bot sich der Franken aufgrund der im internationalen Vergleich tiefen Frankenzinsen in einem solchen Umfeld als Finanzierungswährung an, was ihn einem gewissen Abwertungsdruck aussetzte. Der Franken wertete sich von Mitte 2003 bis Mitte 2007 insbesondere gegenüber dem Euro deutlich ab. Internationale Beobachter fragten sich sogar, ob der Schweizer Franken seinen Glanz als starke Währung verloren habe.¹

Grafik 1

Handelsgewichteter realer Aussenwert des Frankens, 2002–2011
(gegenüber 27 Ländern, Monatswerte)



Quelle: BIZ / Die Volkswirtschaft

Die globale Finanz- und Wirtschaftskrise lieferte unmittelbar die Antwort auf diese Frage: Der Schweizer Franken hat nichts an Glanz eingebüsst – im Gegenteil. Mit der fortschreitenden Verschärfung der Krise im Ausland wurde der Franken zunehmend als «sicherer Hafen» gesucht. In einer ersten Phase waren angesichts des weltweiten Konjunkturerinbruchs das Ausmass und die Geschwindigkeit der Frankenaufwertung und die damit einhergehende Straffung der monetären Rahmenbedingungen geldpolitisch unerwünscht. In einer zweiten Phase wurde zunehmend auch das Niveau des Frankens zum Problem für die Schweizer Wirtschaft. Zwischen August 2007 und August 2011 nahm der Aussenwert des Frankens real und handelsgewichtet um gut 40% zu.² Im Niveau erreichte der reale handelsgewichtete Aussenwert des Frankens im August 2011 einen neuen Höchststand, der gut 30% über dem langfristigen (20-jährigen) Durchschnitt lag. Seinen absoluten Höchstwert erreichte der Franken im Verlauf des 9. August 2011 – also exakt vier Jahre nach Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise –, als der Euro nur noch knapp über der Parität (1,0075 Franken) und der US-Dollar knapp über 70 Rappen notierte.

Diese erneute Zuspitzung der Lage im Sommer 2011 war Anfang des Jahres kaum absehbar. Im Frühjahr 2011 schien sogar eher eine Erholung von der Krise in Sichtweite. Die meisten Prognoseinstitute revidierten ihre Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft nach oben. Im Verlaufe des Sommers

wurde aber zunehmend klar, dass die Stärke des Konjunkturaufschwungs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften überschätzt worden war. Zudem zeigten die vorlaufenden Indikatoren eine deutliche Abschwächung an. Die Eintrübung der globalen Wachstumsaussichten ging mit einer wachsenden Besorgnis über die Staatschuldenkrise im Euro-Raum und einem sich hinziehenden Konflikt über die Anhebung der Schuldenobergrenze in den USA einher. Diese Faktoren führten im Juli 2011 zu einem markanten Anstieg der Volatilität an den Finanzmärkten. Der gemeinhin als «Angstbarometer» für die Finanzmärkte bezeichnete *Chicago Board Options Exchange Volatility Index (VIX)* verdreifachte seinen Stand zwischen Anfang Juli und Anfang August. Entsprechend stieg die Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten, und die Aufwertung des Frankens begann sich zu beschleunigen. Die damit einhergehende drastische Verschärfung der monetären Rahmenbedingungen und die zunehmend massive Überbewertung des Schweizer Frankens stellten in der Einschätzung der SNB eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft dar und bargen beträchtliche Abwärtsrisiken für die Preisstabilität.

Die Reaktion der SNB

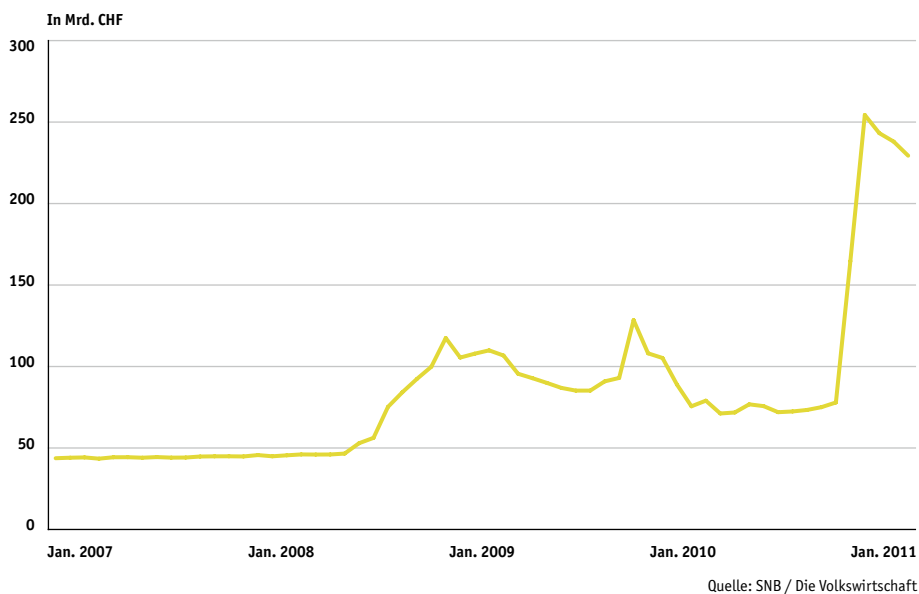
Die SNB reagierte zuerst mit einer massiven Ausdehnung der Frankenliquidität. Diese Massnahmen hatten zum Ziel, die Geldmarktzinsen so tief wie möglich zu drücken, um den stark überbewerteten Franken zu schwächen. Die SNB engte dazu am 3. August 2011 das Zielband für den Dreimonats-Libor von 0-0,75% auf 0-0,25% ein. Sie kündigte zudem an, dass sie einen Dreimonats-Libor so nahe bei null wie möglich anstrebe und beabsichtige, die Sichtguthaben der Banken bei der SNB von 30 Mrd. auf 80 Mrd. Franken auszudehnen. Dazu stellte sie die Emission von SNB-Bills ein, kaufte ausstehende SNB-Bills zurück und verzichtete auf die Erneuerung von fällig werdenden liquiditätsabschöpfenden Repogeschäften. Bereits eine Woche später gab die SNB bekannt, die Sichtguthaben weiter auf 120 Mrd. zu erhöhen und Devisenswaps als zusätzliches Instrument einzusetzen, um den Anstieg der Frankenliquidität zu beschleunigen. Am 17. August 2011 kündigte die SNB schliesslich an, sie werde die Sichtguthaben der Banken bei der Nationalbank auf 200 Mrd. erhöhen. Gleichzeitig bekräftigte sie ihre zuvor gemachte Ankündigung, dass sie bei Bedarf weitere Massnahmen gegen die Frankenstärke ergreifen werde.

Diese Massnahmen zeigten Wirkung. Der 3-Monatslibor fiel von rund 0,18% auf

2 Im Ausmass ist dies etwa vergleichbar mit der realen Aufwertung des Schweizer Frankens nach Freigabe des Frankenkurses im Januar 1973 bis zur Einführung des Wechselkursuntergrenze gegenüber der D-Mark durch die Nationalbank im Oktober 1978.

3 In US-Dollar war der Goldpreis von Mitte 2010 bis Mitte 2011 um fast 30% gestiegen.

Grafik 2

Notenbankgeldmenge, 2007–2011
 (Monatsdaten, saisonbereingt)


0,00%, und die Libor-Zinssätze für kürzere Laufzeiten fielen vorübergehend sogar in den negativen Bereich. Der Goldpreis in Schweizer Franken, der von Mitte 2010 – als die SNB die 2009 eingeführten Devisenmarktinterventionen einstellte – bis Mitte 2011 praktisch konstant geblieben war, begann im August wieder zu steigen.³ Der Franken schwächte sich bis Ende August von seinen Höchstständen gegenüber dem Euro und dem US-Dollar deutlich ab. Allerdings waren diese Massnahmen von zusätzlichen negativen Schocks überlagert:

- Am 5. August stufte Standard & Poor's die langfristige Bonität der USA von AAA auf AA+ herab.
- Am 8. August wurde bekannt, dass das Eurosystem erstmals italienische und spanische Staatsanleihen ankaufen musste.
- Am 9. August kommunizierte das Federal Reserve, dass es den Leitzins bis mindestens Mitte 2013 aussergewöhnlich tief halten werde.
- Am 12. August wurden in mehreren Ländern des Euro-Raums selektive Leerverkaufsverbote eingeführt.

Anfang September kam der Franken angesichts weiterer schlechter Nachrichten aus Europa und den USA erneut unter Aufwertungsdruck. Die SNB griff daher zu stärkeren Massnahmen: Sie verkündete am Vormittag des 6. September 2011, dass sie ab sofort am Devisenmarkt keinen Euro-Franken-Kurs unter 1,20 mehr toleriere, dass sie diesen Mindestkurs mit aller Konsequenz durchset-

zen werde und dazu bereit sei, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Zum Zeitpunkt der Ankündigung notierte der Euro leicht über 1,12 Franken. Er stieg nach der Ankündigung innert weniger Minuten auf knapp unter 1,22 Franken und hat seither trotz anhaltender Finanzmarkturbulenzen deutlich über 1,20 Franken notiert. Auch gegenüber den anderen Währungen schwächte sich der Franken sofort deutlich ab.

Franken weiterhin hoch bewertet

Es ist offensichtlich, dass ein Euro-Franken-Kurs von 1,20 weder einen Gleichgewichtskurs noch einen für die Schweizer Wirtschaft idealen oder gar vorteilhaften Wechselkurs darstellt. Die SNB hat wiederholt betont, dass der Franken weiterhin hoch bewertet sei und sich über die Zeit abschwächen sollte. Die Abschwächung kann dabei sowohl über den nominalen Wechselkurs als auch über die Inflationsdifferenzen zu den Handelspartnern erfolgen, wobei eine Korrektur über die Inflationsdifferenzen normalerweise nur über die längere Frist stattfindet. Real und handelsgewichtet hat sich der Ausenwert des Frankens gegenüber seinem Höchststand vom August bis Ende 2011 um mehr als 10% abgewertet, wobei die Abwertung gegenüber dem US-Dollar stärker ausfiel als die Abwertung gegenüber dem Euro.

Fazit

Die Einführung des Mindestkurses hat die massive Überwertung des Frankens reduziert und den potenziellen Schaden für die Schweizer Wirtschaft klar begrenzt. Für weite Teile der Schweizer Wirtschaft bleibt die Situation aber schwierig. Der Franken bleibt hoch bewertet, und die nachlassende globale Nachfrage wird die Entwicklung der Exporte weiter belasten. Für das Jahr 2012 erwartet die SNB ein Wirtschaftswachstum in der Grössenordnung von 0,5% und eine vorübergehend leicht negative Inflation von minus 0,3%. Die Abwärtsrisiken bleiben aber ausserordentlich hoch. Falls die Wirtschaftsaussichten und die deflationären Risiken es erfordern, steht die SNB bereit, jederzeit weitere Massnahmen zu ergreifen. ■