

# Der (zu) harte Franken: Herausforderungen für die Geldpolitik

Seit Herbst 2008 befindet sich die Geldpolitik – nicht nur in der Schweiz – in einem fast permanenten Ausnahmezustand. Dies zeigt sich etwa an der Reaktion der Schweizerischen Nationalbank (SNB) auf die im Sommer 2011 erfolgte schnelle und massive Erstarkung des Frankens. Durch die zumindest temporäre Festlegung einer Wechselkursuntergrenze des Frankens zum Euro hat sie sich auch vom geltenden geldpolitischen Konzept mit der prioritären Zielsetzung der Preisstabilität weiter entfernt.

<sup>1</sup> Vgl. Bischofberger et al. (2010).

In der im Sommer 2007 ausgebrochenen Finanzmarktkrise, die in Europa seit Frühjahr 2010 zu einer Verschuldungskrise mutierte, musste die Geldpolitik die grösste Anpassungslast tragen, weil sie praktisch allein über die entsprechende institutionelle Unabhängigkeit, Flexibilität und Handlungsfähigkeit verfügt. Eine Konsequenz daraus ist, dass sie sich seit Herbst 2008 in einem fast permanenten Ausnahmezustand befindet. Damals haben die wichtigsten Zentralbanken der Welt als Reaktion auf den Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im Rahmen einer konzertierten Aktion die Leitzinsen aggressiv gesenkt und das Bankensystem grosszügig mit Liquidität versorgt. In der Schweiz sank beispielsweise der Referenzzinssatz, der 3-Monats-Libor, von knapp 3% im September 2008 bis Anfang 2009 auf unter 0,5%. Seither verharren die Leitzinsen sowohl in den USA wie auch in Europa auf rekordtiefem Niveau. In der Schweiz sank der 3-Monats-Libor ab Frühjahr 2009 abermals auf 0,175% im Juli 2011, bevor er einen Monat später sogar auf unter 0,05% – und damit ein Niveau von praktisch null – fiel. Eine baldige Normalisierung in die Nähe des Vorkrisenniveaus scheint gegenwärtig wenig wahrscheinlich.

## Am Anfang stand die Rettung des Finanzsystems

Die Leitzinssenkungen der Zentralbanken im Herbst 2008 bezweckten in erster Linie die Stabilisierung des Finanzsystems, wobei die Preisstabilität, welche viele Notenbanken als wichtigstes Ziel verfolgen, in den Hintergrund trat. Als später die Verwerfungen an den Geldmärkten auf die Realwirtschaft überschwappten, stand das klassische Zinsinstrumentarium zur Konjunkturstimulierung nur noch beschränkt oder gar nicht mehr zur Verfügung. Für die Schweiz war das zunächst noch wenig gravierend, weil sich die Wirtschaftslage nach dem abrupten Einbruch des Aussenhandels zwischen dem 3. Quartal 2008 und dem 1. Quartal 2009 – nicht zuletzt auch dank dem Sog der Konjunkturlokomotive Deutschland – relativ rasch wieder zu erholen begann. Im Gegensatz zum Ausland, wo die Regierungen teils beträchtliche fiskalpolitische Konjunkturpakete beschlossen,

wurden die vom Bundesrat vorsorglich aufgelegten Konjunkturpakete als Folge der über Erwarten schnellen Erholung gar nicht ausgeschöpft. Dagegen bewährte sich das oft kritisierte Instrument der Kurzarbeitsregelung zur vorübergehenden Stabilisierung der Beschäftigung – vor allem in den exportorientierten Branchen.

## Erste Intervention im Frühjahr 2010: Massiver Einsatz der Bilanz

Über der einsetzenden wirtschaftlichen Erholung im 2. Quartal 2009 hing in der Schweiz aber ein Damoklesschwert gleich die ständige Gefahr einer beschleunigten Aufwertung des Frankens, was die Konjunktur vorzeitig abzuwürgen drohte. Seit Sommer 2009 nannten alle relevanten Prognosen eine plötzliche Erstarkung des Frankens als zentrales Konjunkturrisiko. Denn es war absehbar, dass die Nachfrage nach Franken aufgrund des *Safe-Haven-Effektes* und der soliden Fundamentaldaten der Schweizer Volkswirtschaft hinsichtlich Faktoren wie Preisstabilität, expliziter und impliziter Verschuldungssituation, Arbeitslosigkeit, Leistungsbilanz oder Wirtschaftswachstum synchron zur zunehmenden Risikoaversion im Euroraum ansteigen würde. Im Gefolge der einsetzenden Griechenlandkrise im Frühjahr 2010 begann der Wert des Frankens gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner denn auch rasch zu steigen. Unter Verweis auf sich akzentuierende Deflationsrisiken für die Schweiz intervenierte die SNB am Devisenmarkt. Mittels massiver Devisenkäufe im Umfang von über 130 Mrd. Franken verlängerte sie dabei ihre Bilanz im Verlauf von 2010 über nur drei Monate von knapp 200 Mrd. auf über 300 Mrd. Franken. Die eigentliche Notenbankgeldmenge nahm aufgrund von Sterilisierungsmassnahmen dagegen nur um 37 Mrd. Franken zu. Trotz der massiven Intervention stabilisierte sich der Aussenwert des Frankens nicht nachhaltig. Vielmehr stieg er real und handelsgewichtet zwischen Mai und September 2010 um über 7% an. Dies gab in der Öffentlichkeit zu einiger Kritik an die Adresse der SNB Anlass, wobei insbesondere die wenig überzeugende Kommunikation der mit ihrer Intervention verfolgten Ziele Fragen aufwarf.<sup>1</sup>



**Dr. Boris Zürcher**  
Mitglied der Geschäftsleitung, Avenir Suisse

Ähnliche Interventionen der SNB wie jene vom Frühjahr 2010 blieben in der Folge bis zum August 2011 aus. Die SNB vermochte ihre Bilanz wieder auf rund 250 Mrd. Franken – und damit ungefähr auf das Niveau vom Frühjahr 2009 – zu verkürzen. Sie schöpfte dabei Liquidität hauptsächlich über die Emission eigener, zinstragender Schuldverschreibungen (SNB-Bills) ab.<sup>2</sup> Zudem konnte sie die Devisenbestände von knapp 240 Mrd. Franken im Mai 2010 wieder auf unter 190 Mrd. Franken zurückführen.

### Vorspiel im Sommer 2011: Erhöhung der Notenbankgeldmenge

Wie Eingangs erwähnt, stand das Zinsinstrument – und damit ein tragender Pfeiler des seit 2000 geltenden geldpolitischen Konzepts der SNB zur Beeinflussung der volkswirtschaftlichen Aggregate – bereits kurz nach Ausbruch der Finanzmarktkrise nur noch beschränkt zur Verfügung. Um die im Sommer 2011 wieder einsetzende Höherbewertung des Frankens zu bekämpfen, musste die SNB daher – wie schon im Frühjahr 2010 – auf unkonventionelle Instrumente und Massnahmen zurückgreifen.

Die allmählich eskalierende geldpolitische Situation über das Jahr 2011 lässt sich anhand der Entwicklung des Monetary Condition Index (MCI) illustrieren (siehe *Grafik 1*).<sup>3</sup> Dieser zeigt eine anfänglich leichte Lockerung der geldpolitischen Bedingungen, bevor diese ab Juni/Juli 2011 – praktisch ausschliesslich getrieben durch die starke Höherbewertung des Frankens – plötzlich umschlagen und deutlich restriktiver werden.<sup>4</sup> Anfangs August 2011 erreichte der Franken – befeuert von der steigenden Unsicherheit im Euroraum und den USA einerseits und der steigenden Nachfrage infolge Mangels von genügend Sicherheit bietenden alternativen Anlagevehikeln andererseits – beinahe die Parität zum Euro. Nach fast allen üblichen Kriterien schien nun der Franken massiv überbewertet, was für eine stark exportorientierte Volkswirtschaft wie die Schweiz ausserordentlich kritisch ist.

Die SNB reagierte auf die auch in ihrem Urteil «absurd hohe» Bewertung des Frankens zuerst noch im Einklang mit ihrem geldpolitischen Konzept. Anfangs August 2011 senkte sie den bereits sehr tiefen Referenzzinssatz durch eine Verengung des Zielbandes von 0 bis 0,75% auf noch 0 bis 0,25%, was jedoch angesichts des praktisch bei null liegenden Tagesgeldsatzes lediglich eine psychologische Wirkung hervorgerufen haben dürfte. Bedeutsamer war, dass sie parallel dazu zwischen dem 3. und dem 17. August in

drei Schritten die Ausweitung der Sichtguthaben der Geschäftsbanken von 30 auf 200 Mrd. Franken anstrebte, indem sie zuerst SNB-Bills mit kurzen Laufzeiten auslaufen liess oder zurückkaufte und später zusätzlich Devisenswaps abschloss. Die Erhöhung der Sichtguthaben der Geschäftsbanken erhöhte die Notenbankgeldmenge um denselben Betrag und sollte so indirekt über die Ausweitung des Frankenangebotes zu einer Schwächung des Frankens beitragen.<sup>5</sup> Ob die zusätzliche Liquidität jedoch auch in der Wirtschaft ankommt, hängt vom Verhalten der Geschäftsbanken ab. Diese sahen sich einer mehr oder weniger unveränderten Kreditnachfrage der Haushalte und Unternehmen gegenüber und liessen daher die Liquidität bei der SNB stehen, mit der eigenartigen Folge, dass die Übererfüllung des Reserverfordernisses des Bankensektors heute bei über 1900% steht. Diese aussergewöhnlich hohe Liquiditätszufuhr bewirkte aber eine Entspannung am Interbankenmarkt, da die Geschäftsbanken nicht mehr darauf angewiesen waren, sich direkt bei der SNB mit Liquidität einzudecken. Eine willkommene Konsequenz der Flutung des Geldmarktes war ferner, dass der Tageszinssatz am Geldmarkt nochmals sank, im Monatsdurchschnitt für den August sogar auf unter null, was die Attraktivität zumindest sehr kurzfristiger Frankenanlagen weiter verringerte.

### Vorläufiges Finale: Festlegung einer Wechselkursuntergrenze

Die Intervention der SNB war vorerst insofern erfolgreich, als sich innert weniger Tage die geldpolitischen Bedingungen entspannten und sich der nominale Euro-Wechselkurs abschwächte. Der Referenzzinssatz lag jetzt bei null und war auf diesem Wert quasi fixiert, während das Angebot an Notenbankgeld ein Ausmass angenommen hatte, das sinnvollerweise nicht weiter erhöht werden konnte. Damit waren auch die Voraussetzungen für eine weitere und gleichsam ultimative Eskalation des Einsatzes der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente und Massnahmen gegeben. Von den drei der Notenbank zur Verfügung stehenden Instrumenten zur Steuerung der Wirtschaft – nämlich Geldangebot, Leitzins und Wechselkurs – blieb nur noch letzteres übrig.

Die Abschwächung des Frankens sollte sich als nur vorübergehendes Phänomen erweisen. In den ersten Septembertagen begann der Aussenwert des Frankens – und damit der Restriktionsgrad der monetären Bedingungen – nämlich wieder zu steigen. Zwischenzeitlich hatte auch der politische Druck erheblich zugenommen, etwas gegen

2 Bei den Geschäftsbanken erfreuten sich diese SNB-Bills angesichts der vergleichsweise attraktiven Verzinsung einer hohen Beliebtheit. Sie hielten zwischen Ende 2010 und Juli 2011 im Monatsdurchschnitt jeweils solche Schuldverschreibungen im Umfang von deutlich mehr als 110 Mrd. Franken.

3 Erfahrungswerte zeigen, dass eine Höherbewertung der Währung um 3 Prozentpunkte ungefähr dieselbe Wirkung entfaltet, wie die Anhebung des Referenzzinssatzes um einen Prozentpunkt. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik, der durch den MCI abgebildet wird, kann demnach aus der Summe des Referenzzinssatzes und der mit einem Drittel gewichteten Veränderungen des Wechselkurses geschätzt werden.

4 Die Aufwertung des Frankens entsprach dabei zwischen Ende Mai und Anfang August beinahe einer Anhebung des Referenzzinssatzes um 6 Prozentpunkte. Wenn der Wechselkurs nur mit 20% Gewichtung im MCI (MCI 1:5) berücksichtigt wird, entsprach sie immer noch einer Anhebung des Referenzzinssatzes um mehr als 3,5 Prozentpunkte.

5 Die Notenbankgeldmenge setzt sich per Definition aus den Sichtguthaben der Geschäftsbanken und dem Notenumlauf zusammen. Letzterer variierte über die vergangenen Jahre zwischen etwa 40 bis 50 Mrd. Franken.

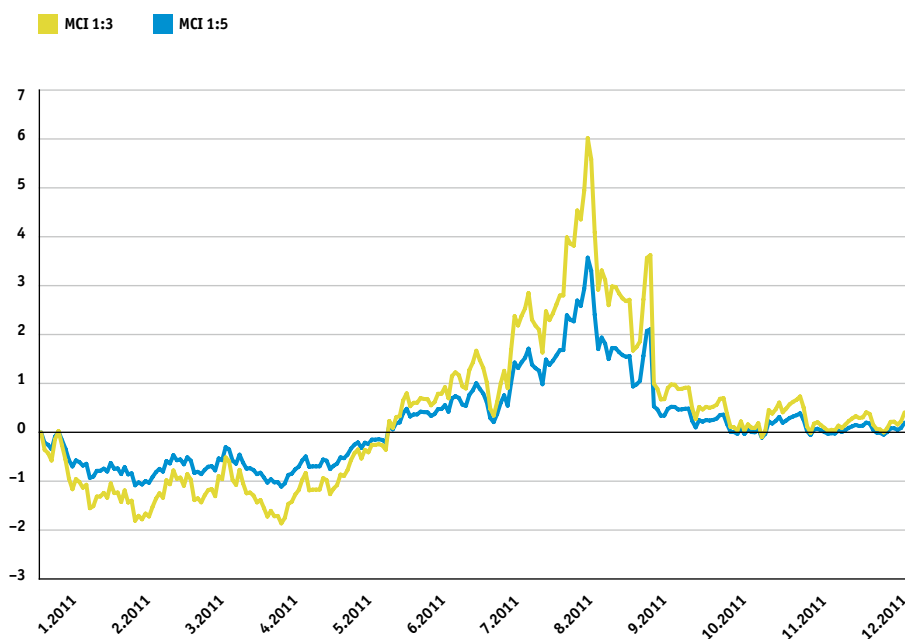
6 Die Lohnstückkosten hatten in Euro gerechnet seit 2007 um beinahe 30% zugenommen, mit entsprechend negativen Rückwirkungen auf die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen.

7 Teure Absicherungsgeschäfte erübrigen sich infolge des praktisch inexistenten Währungsrisikos fast vollständig.

8 Siehe dazu etwa Béguelin (2011), auf dessen Argumente ich mich hier teilweise stütze. Dies ist an sich aber ein wenig wahrscheinliches Szenario, weil die Inflation zuerst im Ausland anziehen dürfte und so die Inflationsdifferenziale zunehmen, bevor die Inflation im Inland anzieht.

Grafik 1

**Monetary Condition Index (MCI), 3. Januar–15. Dezember 2011**  
(3. Januar 2011=0)



Anmerkung: Der MCI setzt sich zusammen aus der Veränderung des 3-Monats-Libor und des nominalen CHF-EUR-Wechselkurses in Prozent.

Quelle: Zürcher, SNB / Die Volkswirtschaft

die Überbewertung des Frankens zu unternehmen und vor allem auch für die Unternehmen hinsichtlich der Wechselkursentwicklung mehr Planungssicherheit zu schaffen.<sup>6</sup> Am 6. September 2011 gab die SNB schliesslich die Festlegung einer Kursuntergrenze von 1,20 Franken pro Euro bekannt. Gleichzeitig signalisierte sie unmissverständlich, dass sie den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen werde und dafür auch bereit sei, unbeschränkt Devisen zu kaufen.

### Perspektiven

Vor allem in der angelsächsischen Presse wurde die Festlegung einer Kursuntergrenze des Frankens zum Euro kritisiert. Damit betreibe die Schweiz eine schädliche *Beggary-Neighbor-Politik* und reiche das Deflationsrisiko einfach an das Ausland weiter. Diese Sicht unterschlägt aber, dass die SNB eine reale Aufwertung des Frankens um 25% seit Mai 2010 beziehungsweise sogar von beinahe 30% seit Oktober 2008 zugelassen hat. Hätte sie im August und September 2011 nicht interveniert, wäre die Schweizer Wirtschaft zweifellos sehr schnell in eine Rezession geschlittert, mit wahrscheinlich gravierenden Konsequenzen für die längerfristige Wirtschaftskraft (Desindustrialisierung) des Landes. Zu Recht kann man sogar fragen, weshalb die SNB mit ihrer Intervention so lange zugewartet hat, wenn doch bereits Mit-

te August 2011 absehbar war, dass der Frankenwert seinen Anker verloren hatte.

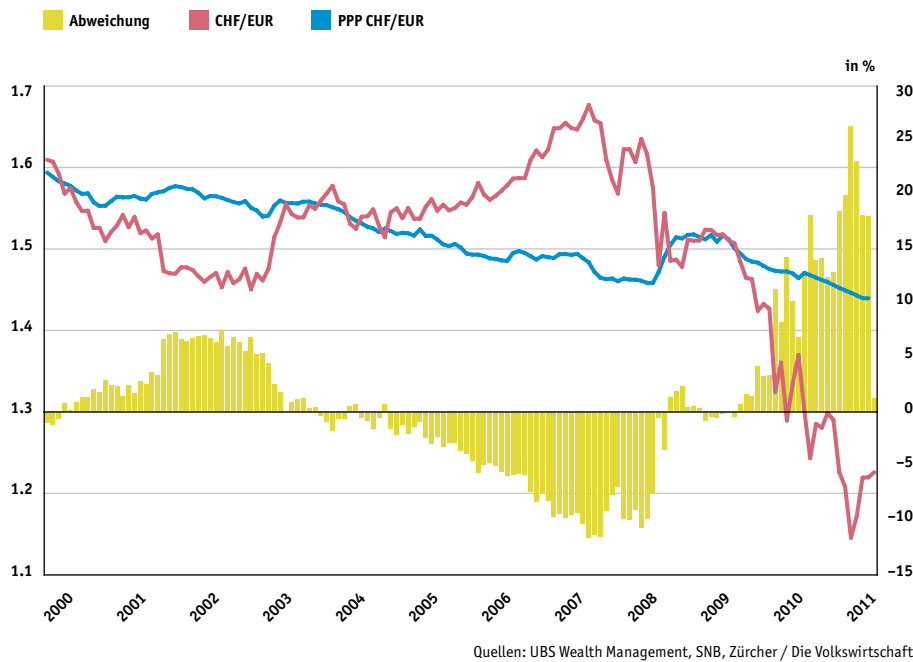
Dass die SNB bislang kaum herausgefordert wurde, den Mindestkurs mit Devisenkäufen zu verteidigen, hängt neben der Glaubwürdigkeit und Entschlossenheit ihrer Ankündigung wohl auch von zwei weiteren Faktoren ab:

- Erstens verfügt der Bankensektor gegenwärtig selber über ausreichend Liquidität, um eine allenfalls zunehmende Nachfrage nach Franken befriedigen zu können, ohne auf die Hilfe der SNB zurückgreifen zu müssen.
- Zweitens lädt die derzeitige Währungskonstellation im Prinzip zu *Carry Trades* ein, welche eher Druck auf den Franken ausüben sollten. Bei den gegenwärtigen Renditedifferenzen – etwa zu Deutschland von über 1,5% auf 12 Monate – erscheint eine Kreditaufnahme in Franken (Finanzierungswährung) und eine entsprechende Anlage in festverzinsliche deutsche Anleihen in Anbetracht des fast gänzlich weggefallenen Wechselkursrisikos sehr lukrativ.<sup>7</sup> Bei signifikanten Kapitalabflüssen ins Ausland wäre die SNB zudem nicht wie in einem echten Fixkurssystem gezwungen, den Leitzins anzuheben, um die feste Parität zu halten. Im Gegenteil: Die damit einhergehende Abschwächung des Frankens wäre willkommen. Die SNB könnte sogar die Zinsen am längeren Ende tief halten, so dass der Zinsbonus ungefährdet bliebe. Damit es jedoch tatsächlich zu Kapitalabflüssen kommt, die einen Druck auf den Frankenkurs ausüben, muss sich die Unsicherheit im Euroraum zurückbilden.

Umgekehrt würde das gegenwärtige Mindestwechselkursregime der SNB weiterhin erlauben, die Zinsen im Inland schneller anzuheben als im Ausland, wenn beispielsweise die Inflation plötzlich anziehen sollte.<sup>8</sup> Allerdings ist nicht erkennbar, welche Faktoren gegenwärtig die Inflation anheizen könnten. Eine rasche Expansion des Kreditvolumens durch die Banken scheint aus mehreren Gründen wenig wahrscheinlich. So bildet die aktuelle, deutlich unter der Kaufkraftparität liegende Kursuntergrenze (siehe Grafik 2) für die exportierenden Unternehmen eine grosse Herausforderung. Fast alle Prognosen erwarten daher eher eine konjunkturelle Abkühlung in den kommenden Monaten. Die damit einhergehende Abnahme der Zuwanderung dürfte wiederum einen rückläufigen Effekt auf die Kreditnachfrage – insbesondere im Hypothekarbereich – haben. Ferner sind die Banken zur Zeit in Erwartung und Vorbereitung der schärferen Eigenmittelvor-

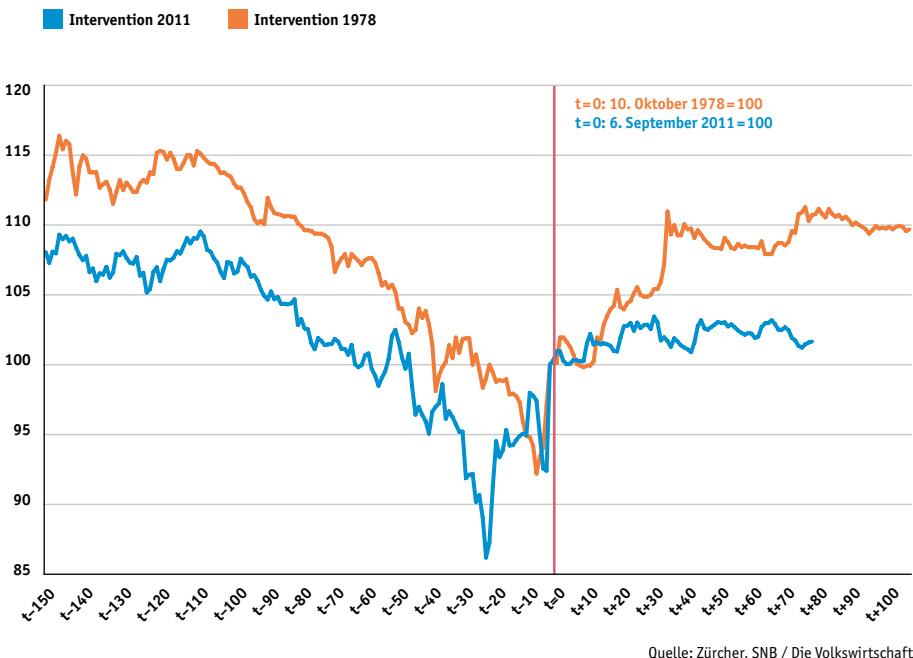
Grafik 2

Wechselkursindex handelsgewichtet, Kaufkraftparitäten (PPP) und Abweichung in %, 2000–2011



Grafik 3

Vergleich der Devisenmarktinterventionen 1978 und 2011  
(Index des nominalen Wechselkurses am Interventionstag = 100)



Kasten 1

Literatur

- Béguelin, Jean-Pierre (2011): La diva BNS et les critiques, in: Le Temps vom 17. September 2011.
- Bischofberger, A., R. Walser und B. Zürcher (2011): Der harte Franken – Optionen für Unternehmen, die Geld- und die Wirtschaftspolitik. Avenir Suisse, [www.avenir-suisse.ch/wp-content/uploads/2011/04/harter\\_franken\\_hp.pdf](http://www.avenir-suisse.ch/wp-content/uploads/2011/04/harter_franken_hp.pdf).
- Schwarz, G. et al. (2011): Der (zu) harte Franken. Avenir Suisse, [www.avenir-suisse.ch/wp-content/uploads/2011/08/harter\\_franken\\_reihe\\_hp.pdf](http://www.avenir-suisse.ch/wp-content/uploads/2011/08/harter_franken_reihe_hp.pdf).

schriften und deshalb wenig erpicht, das Kreditvolumen auszuweiten. Und zu guter Letzt könnte die SNB bei Einsetzen inflationärer Tendenzen selbst die Liquidität rechtzeitig abschöpfen, sei es durch Sterilisierungsmaßnahmen wie im Frühjahr 2010 – also mittels Emission von Schuldverschreibungen – oder im Extremfall durch eine Anhebung der Mindestreservenvorschriften für die Geschäftsbanken.

Fazit

Insgesamt ist in der gegenwärtigen Ausgangslage mit der Festlegung der Kursuntergrenze des Frankens zum Euro die Handlungsfähigkeit der SNB nicht irreversibel eingeschränkt. Gleichzeitig ist die SNB durchaus in der Lage, das neue Regime noch längere Zeit durchzustehen. Sie hat aber mit dem neuen Wechselkursregime zweifellos ihre geldpolitische Souveränität – also die Fähigkeit, das volle Spektrum geldpolitischer Instrumente den Erfordernissen und ihrer Einschätzung entsprechend einzusetzen – eingebüsst. Die SNB hat dennoch vieles richtig gemacht und auch wenig zielführenden wirtschaftspolitischen Initiativen – wie etwa der Einführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen – durch ihre beherzte Intervention rechtzeitig den Wind aus den Segeln genommen. Zu welchem Zeitpunkt schliesslich eine Abkehr vom gegenwärtigen Regime der Steuerung der Schweizer Volkswirtschaft via den Wechselkurs möglich sein wird, hängt vor allem von den Entwicklungen im Euroraum ab. Dabei ist nicht zu erwarten, dass die SNB eines Tages die Kursuntergrenze aufheben wird. Vielmehr wird sie darauf hoffen, dass sich der effektive Wechselkurs allmählich – wie schon im Jahr 1978 – von der Untergrenze wegbewegt (siehe Grafik 3) und das Zins- und Geldmengeninstrument dadurch wieder an Wirksamkeit zurückgewinnt und so eine Normalisierung und Rückkehr zur konventionellen Führung der Geldpolitik ermöglicht. Denkbar ist aber auch, dass sich die Kaufkraftparität aufgrund der Inflationsdifferenz allmählich dem nominalen Wechselkurs annähert und möglicherweise sogar unter diesen fällt. Die Kursuntergrenze wäre dann plötzlich zu hoch angesetzt und müsste gesenkt werden, was kaum ohne Friktionen ablaufen würde. Ein solcher Fall könnte etwa eintreten, wenn die Verschuldungskrise im Euroraum zu einer Währungskrise mit einem drastischen Wertzerfall des Euro – nicht nur gegenüber dem Franken – mutieren würde.

Grundsätzlich stellt sich verschärft die Frage, inwieweit ein kleines Land mit einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik überhaupt eine eigene Währungspolitik führen kann. Im Rahmen dieser Diskussion wäre auch zu klären, ob das bisherige geldpolitische Konzept allenfalls den neuen Realitäten anzupassen wäre.