© NZZ AG

Die Geldpolitik darf nicht zur Quelle der Unsicherheit werden

Von Reto Föllmi

Im September 2011 hat die SNB die Wechselkursuntergrenze zum Euro eingeführt. Angesichts der Euro-Krise und der Turbulenzen auf den Devisenmärkten war sie als ausserordentliche Massnahme konzipiert, um eine Rezession oder Deflation in der Schweiz abzuwenden. Es besteht ein Konsens, dass die Massnahme bisher erfolgreich war. Die Überbewertung und die hohe Volatilität des Wechselkurses nahmen schlagartig ab, und die Schweizer Konjunktur hat sich seither robust entwickelt. Umso wichtiger ist es jetzt, die Risiken und Langzeitfolgen dieser Strategie im Auge zu behalten.

Auf internationaler Ebene ging die zaghafte Erholung der Weltwirtschaft mit einer äusserst expansiven Geldpolitik einher. Daten von inflationsgeschützten US-Staatsanleihen zeigen, dass der Realzins für 10-jährige Laufzeiten bis 2007 um 2% lag – seither ist er auf minus 1% gefallen! Was die Konsequenzen dieses gigantischen Experiments sind, ist schwer abzuschätzen. Falls die tiefen Realzinsen nicht nur Ausdruck einer Erwartung sind, das Kapital erziele in Zukunft nur geringe Erträge, macht die Notenbankpolitik die Realzinsen zu billig. Dies behindert aber den Strukturwandel und könnte gar die Krise verlängern, weil mit tiefen Realzinsen auch unproduktive Firmen weiterhin ihre Schulden bedienen können und Kapital am falschen Ort gebunden bleibt.

Erfolgreiche Geldpolitik sichert die Preisstabilität, baut damit Unsicherheiten ab und steigert die Wohlfahrt. In diesem Sinne war die Untergrenze erfolgreich, nicht nur weil sie eine extreme Überbewertung korrigierte, sondern weil sie die ausserordentliche Volatilität des Frankenkurses beseitigte. Dieser wichtige Nutzen der Geldpolitik wird aber ins Gegenteil verkehrt, wenn sie selber zur Quelle der Unsicherheit wird. Diese Gefahr wurde jüngst offenbar, als die sanften Ankündigungen, die Phase des billigen Geldes könnte bald enden, sofort Turbulenzen an den Börsen auslösten.

Wie soll man also mit der Untergrenze weiter verfahren? Zurzeit liegt der reale Aussenwert des Frankens etwa 10% über dem Niveau von Anfang der 2000er Jahre und auf gleicher Höhe wie Ende 2010, als der Euro-Kurs bei rund Fr. 1.31 lag. Wo die «faire» Bewertung liegt, ist schwierig abzuschätzen. In der Vergangenheit tendierte der reale Aussenwert des Frankens stetig aufwärts. Dies manifestiert sich in den «Terms of Trade», dem Preis der Exporte in Einheiten der Importe, die seit 1970 um gut 30% gestiegen sind. Die Schweizer Exportwirtschaft hat denn auch den starken Franken erstaunlich gut verkraftet, gerade in der Chemie-, der Uhren-, aber auch der Nahrungsmittelindustrie. Wenn man den realen Wechselkurs also über lange Zeit betrachtet, ist der Franken derzeit hoch bewertet, aber nicht in übertriebenem Ausmass.

Die Schwierigkeit mit der Untergrenze besteht darin, dass sie der SNB das Instrument der Zinssatzpolitik wegnimmt. Eine Straffung der Geldpolitik angesichts des boomenden Immobilienmarktes ist nicht möglich, da eine Zinserhöhung sogleich den Aufwertungsdruck auf den Franken erhöhen würde. In dem Sinne ist die SNB im Moment an die Geldpolitik der EZB gekettet. Makroprudenzielle Massnahmen können zwar in Teilbereichen dämpfend wirken, aber meines Erachtens die Zinssteuerung nicht ersetzen. Irgendwann muss man von einer festen Kursuntergrenze wegkommen, denn auf lange Frist kann es nicht das Ziel der SNB sein, die Geldpolitik der EZB mit all ihren Inflations- und Zinsrisiken zu übernehmen.

Offensichtlich ist es einfacher, eine Untergrenze einzuführen, als diese aufzuheben. Da die Inflationsrate im Euro-Raum um gut 1% höher liegt als in der Schweiz, wird der reale Frankenkurs in ein paar Jahren auf ein Niveau fallen, das dem langjährigen Trend entspricht. Dann könnte man en passant aussteigen, wenn zu jenem Zeitpunkt die Unsicherheiten der Euro-Krise beseitigt wären. Ist die Entwicklung im Euro-Raum weniger positiv, muss der Ausstieg zu einem Zeitpunkt erfolgen, wo der Franken noch überbewertet erscheint. Eine Untergrenze ist nur dann haltbar, wenn die SNB glaubhaft argumentieren kann, jede Übernachfrage nach Schweizer Franken auszugleichen. Dies ist umso einfacher, je höher bewertet der Franken noch ist. Theoretisch kann zwar eine Aufwertung durch Geldschöpfung dauerhaft verhindert werden, aber nur unter Inkaufnahme von wachsenden Fremdwährungsbeständen in der Bilanz. Wenn nun ein Kursziel aufgegeben werden muss, wie im Mai 2010 zu einem Kurs von 1.40 geschehen, fallen auf den Fremdwährungsbeständen unter Umständen immense Buchverluste an. Dieser «Bilanzeffekt» setzt eine Notenbank stärkeren politischen Druckversuchen aus und erschwert die Verteidigung eines Wechselkurszieles. Eine Notenbank kann mit negativem Eigenkapital leben, aber eine Deckung der monetären Basis mit Aktiven, die an Wert verlieren, ist der Preisstabilität nicht förderlich.

Wie kann die SNB vorgehen, damit die Geldpolitik nicht zur Quelle der Unsicherheit wird? Die Frage ist relevant, weil die Devisenbestände auf fast das Zehnfache des Vorkrisenniveaus angewachsen sind. Im September 2013 betrugen sie ohne Derivate gut 440 Mrd. Fr. Bestenfalls gelingt es der SNB, die Fremdwährungsbestände auf ein «normales Mass» zurückzuführen, ohne zu Attacken auf die Untergrenze einzuladen. Allerdings könnte das mögliche Ende einer festen Untergrenze früher aufs Tapet kommen als erwartet. Bemerkenswerterweise spricht die SNB selbst in ihrer geldpolitischen Lagebeurteilung von September 2013 erstmals nicht mehr von gefährlichen rezessiven Wirkungen einer Aufhebung der Untergrenze.

Die SNB hat mit der Untergrenze das wichtige Ziel der Risikoeindämmung angesichts widriger Umstände erreicht. Sie wird ein Element der Stabilität bleiben, wenn sie die robuste Binnenkonjunktur und Straffungssignale des Fed und der EZB dazu nutzt, um durch ein Zurückfahren der Devisenbestände den Schweizer Exit vorzubereiten.

© NZZ AG

Reto Föllmi ist Volkswirtschaftsprofessor, Universität St. Gallen.