Kursuntergrenze – eine gute Idee?

Die Probleme liegen nicht beim Franken – Was sind die Konsequenzen des SNB-Entscheids? – Ein Blick zurück und über die Grenzen

ALEXANDRE ZIEGLER

Am 9. August erreichte der Franken gegen die meisten Währungen ein Allzeithöchst. Am Tag darauf kündigte die Schweizerische Nationalbank (SNB) Schritte an, um ihn zu schwächen. Jetzt, am Dienstag, wurde die Einführung einer Kursuntergrenze bekanntgegeben. Wie sinnvoll ist diese Anbindung an den Euro für die Schweiz?

Entgegen einer weit verbreiteten Meinung liegt das Problem nicht beim Franken, sondern im Abwertungsrennen der anderen Währungen. Dieses Wettrennen hat mindestens zwei Ursachen. Erstens möchten in rezessiven Phasen alle Länder eine möglichst günstige oder zumindest nicht eine nach oben ausbrechende Währung, weil so die Exportnachfrage intakt bleibt oder noch zunimmt. Zweitens rechnen viele Anleger damit, dass die hoch verschuldeten Länder versuchen werden, ihre Schuldenprobleme durch Inflation zu mildern. Die erheblichen Käufe von Staatsanleihen durch verschiedene Zentralbanken geben ihnen in ihrer Vorstellung recht.

Potenziell drei Folgen

Aufgrund dieser Situation sind für die Anleger momentan nur wenige sichere Wertaufbewahrungsmittel verfügbar. Zu Recht oder Unrecht werden Gold und der Franken als solche empfunden. Bekanntlich bereitet die Abwertung der verschiedenen Devisen gegenüber dem Franken der Exportwirtschaft erhebliche Sorgen.

Die Einführung einer Kursuntergrenze für den Frankenkurs zum Euro, wie von der Nationalbank jetzt bei 1.20 Fr./€ verkündet, bedingt eine Verpflichtung der Notenbank, bei dieser Untergrenze unendliche Mengen von Euro gegen Franken zu erwerben. Solange sie dies nicht tun muss – etwa weil die Marktteilnehmer so beeindruckt sind, dass es gar nicht zu massiven Fremdwährungskäufen kommen muss –, ist die Wechselkursuntergrenze eine wunderbare Idee: Die Frankenstärke wird gestoppt, Exporteure können ein bisschen aufatmen, und die ganze Aktion hat kaum etwas gekostet.

Immobilienblase und Inflation

Viel problematischer ist die Kursuntergrenze in dem Fall, in dem die Nationalbank tatsächlich Euro erwerben muss, um das Wechselkurslimit zu verteidigen. In diesem Fall hat die Massnahme potenziell drei Folgen: eine Immobilienblase, Inflation sowie erhebliche Zentralbankverluste beim Ausstieg aus der Intervention. Diese drei Konsequenzen treten zwar nicht mit hundertprozentiger Wahrscheinlichkeit ein. Ein Blick in die Vergangenheit und ins Ausland zeigt jedoch, dass sie relativ wahrscheinlich sind.

Unsterilisierte Devisenkäufe blähen die Frankengeldmenge auf. Das führt über die Zeit zu einer Steigerung der Preise von Realaktiva, von Sachwerten – besonders Immobilien –, und zu Inflation. Beide Effekte waren nach der Anbindung des Frankens an die D-Mark im Jahr 1978 zu beobachten. Zwischen 1978 und 1982 stiegen die Preise von Eigentumswohnungen um 32%, die von Einfamilienhäusern um 37% und die von Mietwohnungen um 52%. Über denselben Zeitraum erhöhten sich die Konsumentenpreise um 23% oder mehr als 5,4% pro Jahr. Im Sommer 1981 erreichte die Inflationsrate mit 7,5% ein Höchst. Die Frankengeldmenge wurde während der Finanzkrise 2008/09 und in den vergangenen Wochen schon erheblich ausgeweitet. Jetzt droht eine weitere Erhöhung.

Dass Wechselkursanbindungen Immobilienblasen und Inflation nach sich ziehen können, belegt nicht nur die Erfahrung der Schweiz, das zeigen auch Beispiele aus dem Ausland. Hongkong wendet die harte Variante eines Peg (Wechselkursanbindung) an, ein sogenanntes Currency Board. Da werden HK-Dollar in beliebiger Menge gegen US-Dollar emittiert. Dies zwingt Hongkong faktisch, die Geldpolitik der USA zu übernehmen. Die expansive Geldpolitik des Fed mag für die USA angemessen sein. Für Hongkong, dessen Bruttoinlandprodukt 2010 um 7% wuchs, ist sie es jedoch kaum, im Juli betrug die Jahresteuerung in Hongkong 7,9%.

Rhetorik aus Israel

Obwohl in Israel kein Currency Board vorliegt, hat die israelische Zentralbank in den vergangenen Jahren erheblich Dollar gekauft, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Seit Anfang 2008 sind die Währungsreserven von etwa 30 Mrd. auf über 70 Mrd. $ gestiegen. Die Immobilienpreise wachsen inzwischen zweistellig pro Jahr. Die massiv gestiegenen Lebenshaltungskosten haben ein solches Ausmass erreicht, dass es letzte Woche zu Massendemonstrationen im ganzen Land gekommen ist. Die SNB hat ihre Rhetorik über «unendliche Munition» bei der israelischen Zentralbank ausgeliehen. Deshalb sollte sie auch die Konsequenzen grosser Devisenmarktinterventionen dort beobachten.

Inflation ist unter anderem deshalb unbeliebt, weil sie zu Umverteilung führt, von Sparern zu Schuldnern. Da die Schweiz über eine der höchsten Sparquoten überhaupt verfügt, ist der Durchschnittsbürger – entweder direkt oder indirekt über seine Pensionskasse – eher Sparer als Schuldner. Somit liegt, zumindest aus dieser Warte, eine Inflationspolitik kaum im Interesse des Bürgers.

Problem des Ausstiegs

Zusätzliche Probleme bereitet der Ausstieg aus einer Wechselkursanbindung. Zum Zeitpunkt des Ausstiegs gilt definitionsgemäss keine Kursuntergrenze mehr, sondern die Wechselkurse werden durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Bleibt dann die Nationalbank nicht nur auf ihren Eurobeständen sitzen, sondern baut sie gegen Franken ab, steigt die Frankennachfrage, was den Wechselkurs ungünstig beeinflussen wird.

Beim Ausstieg können zwei Fälle eintreten: Hat sich die Situation auf den Devisenmärkten beruhigt und der «freie» Wechselkurs des Euros erholt, so wird die SNB ohne Verlust oder sogar mit einem Gewinn aussteigen können. Tritt hingegen keine Stabilisierung ein, ist mit erheblichen Verlusten zu rechnen.

Befürworter der Kursuntergrenze werden behaupten, die Nationalbank könne auf einen günstigen Zeitpunkt für den Ausstieg warten. Diese Argumentation ist mit zwei Problemen verbunden. Erstens lassen verschiedene Entscheide der SNB in der Vergangenheit, zum Beispiel die Goldverkäufe von 1999 bis 2005, Zweifel an ihrer Fähigkeit zu optimalem Timing aufkommen. Zweitens ist nicht gewährleistet, dass ein günstiger Zeitpunkt überhaupt je eintreten wird.

Genau mit diesem Problem sind Japan und China konfrontiert. Beide haben erhebliche Dollarbestände angehäuft. Eine Erholung der US-Währung lässt aber weiterhin auf sich warten. Zuletzt hat die japanische Zentralbank sogar einige der grössten Dollarkäufe ihrer Geschichte vorgenommen. Inzwischen belaufen sich die Devisenreserven der Bank von Japan auf über 1000 Mrd. $, Tendenz weiter steigend. Diejenigen von China betragen über 3000 Mrd. $ oder etwa 50% des Bruttoinlandprodukts. In Prozent des BIP sind die Schweizer Währungsreserven bereits vergleichbar hoch.

Hoffen auf festeren Euro

Die momentane Beliebtheit und breite Zustimmung für die Kursuntergrenze hat mindestens zum Teil damit zu tun, dass die Kosten erst in Zukunft anfallen respektive offensichtlich werden. Inwieweit die Massnahme der SNB im Nachhinein als tolle Idee beurteilt werden wird, hängt im Wesentlichen von der Entwicklung der Weltwirtschaft ab.

Kehrt im Euroraum relativ schnell Wachstum zurück, bekommt man dadurch die Schuldenprobleme in den Griff und verschwindet die Versuchung, sie über die Notenpresse der EZB zu lösen, wird sich die Kursuntergrenze bald erübrigen. Andernfalls könnte der Entscheid die SNB und somit die Schweizer Bevölkerung teuer zu stehen kommen. Anders gesagt: Mit der Einführung der Wechselkursuntergrenze hat die Schweiz indirekt eine grosse Wette auf eine baldige Erholung im Euroraum gemacht. Ob diese Wette sinnvoll ist, wird die Zukunft zeigen.

Alexandre Ziegler ist Assistenzprofessor für Finance am Institut für Banking und Finance der Universität Zürich.