

Dieter Smeets

# Wechselkursuntergrenze des Frankens gegenüber dem Euro – Aktionen und Reaktionen der SNB

In den Jahren von 2003 bis 2007 war die Entwicklung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro – wie Abbildung 1 veranschaulicht – zunächst durch eine anhaltende Abwertung gekennzeichnet, was einer entsprechenden Aufwertung des Euro entsprach. Hierdurch wurden Carry Trades – also eine Kreditaufnahme in einer niedrig verzinsten Währung und eine Anlage in einer höher verzinsten Währung – in großem Umfang auslöst, die den entsprechenden Aufwertungs-trend des Euro (zunächst) weiter unterstützten. Neben dem Zinsvorteil zugunsten einer Anlage in der Eurozone wurde nämlich – in der Hoffnung eines weiter steigenden Euro-Kurses – ein zusätzlicher Aufwertungsgewinn erwartet; und in vielen Fällen auch realisiert. Da sich der Wechselkurs in dieser Phase aber immer weiter von der in Abbildung 1 dargestellten Kaufkraftparität<sup>1)</sup> entfernte, war es

eigentlich nur eine Frage der Zeit, wann es zu einer Trendumkehr kommen würde. Die damit einhergehende Abwertung des Euro beziehungsweise die Aufwertung des Schweizer Frankens begann im Jahre 2008 und setzt sich anschließend stetig fort.

### Beschleunigung der Aufwertung durch Staatsschuldenkrise

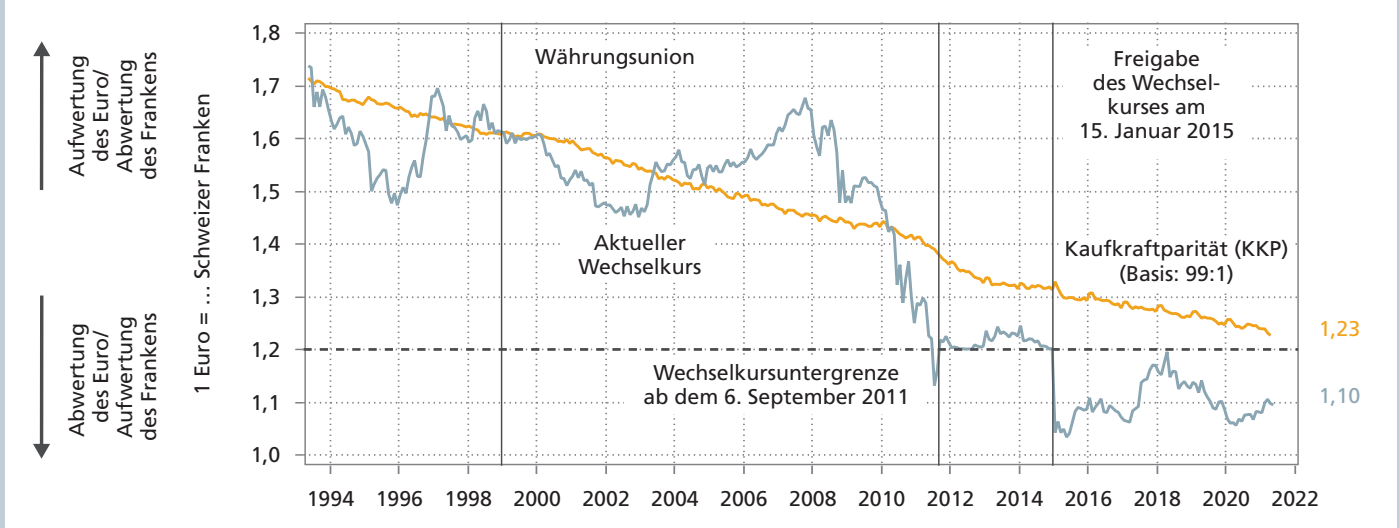
In der Zeit von März 2009 bis Juni 2010 führte diese Entwicklung bereits zu einer ersten Runde von (freiwilligen) Devisenmarktinterventionen durch die Schweizerische Nationalbank (SNB). Der damit verbundene erhebliche Anstieg an Devisenreserven (Euro) lässt sich in Abbildung 3 ablesen. Da der Euro allerdings in den folgenden Monaten weiter an Wert verlor, führten diese Aktionen zu einem er-

heblichen (Buch-)Verlust der SNB, der ihr herbe Kritik eintrug, weil der Schweizer Franken (bezogen auf die Kaufkraftparität in Abbildung 1) zu diesem Zeitpunkt noch unterbewertet war, sodass Devisenmarktinterventionen aus Gründen der „Kurspflege“ nicht unbedingt notwendig gewesen wären.

Diese Maßnahme hatte allerdings keinen nachhaltigen Effekt, denn mit dem Beginn der Staatsschuldenkrise in der Eurozone Anfang 2010 beschleunigte sich die Aufwertung des Schweizer Frankens durch seine Funktion als „sicherer Hafen“ nochmals deutlich und führte nun zu einer erheblichen Überbewertung des Frankens beziehungsweise einer entsprechenden Unterbewertung des Euro.

Die zunehmende Fehlbewertung des Schweizer Frankens hatte wiederum ne-

Abbildung 1: Aktueller Wechselkurs und KKP-Kurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken



Quelle: D. Smeets, Berechnungen auf der Datenbasis von Macrobond

gative Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft zur Folge, die in starkem Maße in die Eurozone exportiert. So verteuerte sich auf der einen Seite der Urlaub für Touristen aus der Eurozone in der Schweiz immer stärker, während auf der anderen Seite die Schweizer Exportbranchen zunehmend an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verloren, was Abbildung 2 veranschaulicht. Selbst Schweizer Konsumenten führen in großem Umfang ins (deutsche) Euro-Ausland, um sich dort günstig mit Waren des täglichen Bedarfs zu versorgen. Im Laufe dieser Entwicklung entstand somit ein erheblicher Druck der Schweizer Wirtschaft auf die SNB, die Wechselkursentwicklung nachhaltig zu beeinflussen.

### Einführung einer Wechselkursuntergrenze

Ein weiteres Argument für entsprechende Maßnahmen, das bereits in der Interventionsphase 2009/2010 eine Rolle spielte, bildete der Ruf nach einer Ankurbelung der heimischen Wirtschaft sowie die Vermeidung einer drohenden Deflation, die man mithilfe einer expansiven Geldpolitik erreichen wollte. Nachdem die SNB im Zusammenhang mit der Finanzkrise und zur Entlastung des Interbankenmarktes den Leitzins aber bereits auf ein Niveau von nahe Null gesenkt hatte, stand dieses Instrument nun nicht mehr zur Verfügung. Ähnlich wie der US-amerikanischen Zentralbank (Fed) blieb der Schweizerischen Nationalbank daher nur eine Quantitative Lockerung (QE), um weitere expansive geldpolitische Impulse auszulösen. In einer Volkswirtschaft, in der auf der einen Seite die Staatsverschuldung vergleichsweise niedrig ist und damit wenige Staatsschuldentitel umlaufen, auf der anderen Seite aber auch nur ein begrenztes Maß an Unternehmensanleihen zur Verfügung steht, bleiben jedoch in erster Linie Devisenmarktinterventionen, um eine solche Politik umzusetzen.

Vor diesem Hintergrund verkündete die SNB am 6. September 2011 eine Wechselkursuntergrenze des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro, die in Höhe von 1,20 Schweizer Franken für einen Euro

festgelegt wurde. Zur Garantie einer solchen Wechselkursuntergrenze ist es allerdings erforderlich, dass die sich (einseitig) bindende Notenbank (hier die SNB) zu unbegrenzten Devisenmarktinterventionen bereit ist. Um zu verhindern, dass im vorliegenden Beispiel der Wechselkurs unter 1,20 Schweizer Franken für einen Euro gesunken wäre, musste die SNB bei Erreichen dieser Grenze Euro kaufen, um ihn zu stärken, und im Gegenzug Franken verkaufen, um diesen zu schwächen. Dabei unterliegt sie keinerlei Beschränkungen, da sie die zum Kauf der Devisen notwendigen Schweizer Franken selbst schaffen kann.

Allerdings sind mit einer solchen Garantie auch Kosten verbunden. Im Vordergrund steht dabei die Aufgabe oder zumindest Einschränkung einer autonomen Geldpolitik, da bei einem Wechselkursziel das nationale Gleichgewicht (in Form der Preisniveaustabilität) dem außenwirtschaftlichen Gleichgewicht hier im Sinne eines Mindestwechselkurses untergeordnet werden muss. Die notwendigen Devisenmarktinterventionen führen stets dazu, dass die internationale Komponente der Geldbasis, die die Grundlage der Geldschöpfung bildet und weitgehend mit der in Abbildung 3 enthaltenen Bilanzsumme übereinstimmt, ansteigt und – mit entsprechender zeitlicher Verzögerung – längerfristig zu einem Anstieg der Inflationsrate führt.

### Bilanzsumme der SNB deutlich angestiegen

Die Interventionsverpflichtungen der Schweizerischen Nationalbank – die im Gegensatz zu manchen Erwartungen auch tatsächlich notwendig wurden – führten dazu, dass sich ihre Bilanzsumme seit der Einführung der Wechselkursuntergrenze etwa verdoppelte und auf etwa 85 Prozent des BIP anstieg. Im Gegensatz dazu beliefen sich die entsprechenden Quoten für die US-amerikanische Fed, die Europäische Zentralbank und die Bank of England auf „nur“ etwa 25 Prozent sowie für die Bank of Japan auf 43 Prozent. Interventionsphasen und die damit verbundenen (drohenden) geldpolitischen



Prof. em. Dr. Dieter Smeets

Ehemals Lehrstuhl für VWL, insbesondere Internationale Wirtschaftsbeziehungen, Heinrich-Heine-Universität, Düsseldorf

In dem vorliegenden Beitrag gibt der Autor zunächst einen Überblick über die währungspolitischen Aktionen der Schweizerischen Nationalbank in den vergangenen Jahren, die für einigen Aufruhr an den Märkten gesorgt hatten. Unter dem Druck der Realwirtschaft hatte die SNB im Jahr 2011 eine Untergrenze für den Schweizer Franken im Vergleich zum Euro eingeführt. Im Jahr 2015 beendete die SNB dann plötzlich diese Untergrenze wieder und sorgte damit für Marktverwerfungen mit extremen Schwankungen im Wechselkurs. Damals gingen auch Broker in die Insolvenz. Doch aktuell interveniert die SNB weiter, allerdings auf einem flexiblen Niveau. Dadurch habe die SNB gigantische Devisenreserven von derzeit 900 Milliarden Franken aufgetürmt, davon 20 Prozent in Aktien investiert. Smeets sieht durch das damalige abrupte Ende der Bindung des Frankens an den Euro diese Maßnahme als nicht mehr durchführbar an und die SNB damit in ihren Möglichkeiten eingeschränkt, allerdings sei die Maßnahme alternativlos gewesen. (Red.)

Wirkungen traten während des Bindungszeitraums – wie die Abbildungen 1 und 3 zeigen – insbesondere vor dem Hintergrund der Entwicklung in Griechenland 2012 sowie 2014/15 auf. Abbildung 3 zeigt darüber hinaus, dass die SNB die (expansiven) geldpolitischen Wirkungen der Interventionen nicht durch kompensierende (restriktive) geldpolitische Maßnahmen sterilisiert hat. Sie wur-

den vielmehr in vollem Umfang wirksam, was sich daran ablesen lässt, dass die aufgezeigte Entwicklung der Bilanzsumme sowie die Veränderung der Währungsreserven (ohne Gold) nahezu parallel verlaufen.

### Marktverwerfungen durch plötzliches Ende der Untergrenze

Knapp dreieinhalb Jahre später, am 15. Januar 2015, hat die SNB die Wechselkursuntergrenze gegenüber dem Euro überraschend wieder aufgehoben und damit erhebliche Schockwellen nicht nur an den Devisen- sondern auch an anderen Finanzmärkten ausgelöst. Der Chef des Uhrenherstellers Swatch, Nick Hayek, sprach in diesem Zusammenhang von einem „Tsunami“. Unmittelbar nachdem die SNB um 10:30 Uhr angekündigt hatte, die Stützung des Schweizer Frankens aufzugeben, wertete dieser gegenüber dem Euro von 1,20 Schweizer Franken auf etwa 0,85 Schweizer Franken für einen Euro und damit um rund 35 Prozent auf.

Nach diesem ersten Prozess des Überschießens pendelte sich der neue Wechselkurs bei etwa einem Schweizer Franken für einen Euro ein – was immer noch einem Aufwertungssatz von circa 15 Prozent entsprach. Parallel dazu verlor der Schweizer Aktienindex SMI im Tagesverlauf circa neun Prozent an Wert, weil man von einem (erneuten) aufwertungs-

bedingten Wettbewerbsverlust der Schweizer Exportwirtschaft ausging.

Weitere Auswirkungen dieses überraschenden Schritts der SNB waren insbesondere im Bankenbereich und bei Brokern zu beobachten: Angeregt durch die Ankündigung der SNB, die Wechselkursuntergrenze mit allen Mitteln – das heißt mit unbeschränkten Devisenkäufen – durchzusetzen, hatte der sehr niedrige Zinssatz in der Schweiz (erneut) in großem Umfang Carry Trades ausgelöst. Dem Zinsvorteil zugunsten einer Kreditaufnahme in der Schweiz stand aus der Sicht der Kreditnehmer kein Aufwertungsrisiko des Schweizer Frankens gegenüber. Man betrachtete die Kreditaufnahme in der Schweiz somit als Einbahnstraßen-„Spekulation“, bei der man – da eine Aufwertung des Franken höchst unwahrscheinlich erschien – nur gewinnen könnte.

Die stattdessen durch die Wechselkursfreigabe eingetretenen Verluste führten hingegen dazu, dass die Aktien des US-Online-Brokers FXCM um 90 Prozent sanken und der britische Broker Alpari sowie der neuseeländische Broker Global Brokers NZ Insolvenz anmelden mussten. Aber auch Privatpersonen sowie (deutsche) Kommunen waren auf diesen Zug aufgesprungen – mit dem Ergebnis, dass die Aufwertung des Schweizer Frankens zu einem erheblichen Anstieg des Schuldendienstes führte. Verluste erlitt aber auch die Schweizerische Nationalbank

selbst aufgrund der Neubewertung ihrer Devisenreserven im Gegenwert von nahezu 500 Milliarden Schweizer Franken zu diesem Zeitpunkt.

Warum hat die SNB aber gerade zu diesem Zeitpunkt die Wechselkursuntergrenze gegenüber dem Euro aufgehoben? Der Grund dafür ist wohl in erster Linie in der damaligen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zu sehen. Seit Monaten wurde über eine quantitative Lockerung laut nachgedacht, die am 22. Januar 2015 zur Gewissheit wurde. Die EZB kündigte an, (Staats-)Anleihen im Umfang von monatlich 60 Milliarden Euro anzukaufen zu wollen, um die Wirtschaft der Eurozone – mit Blick auf das reale Wirtschaftswachstum und die Inflationsrate – anzukurbeln. Bereits die Ankündigung dieses Ankaufsprogramms in Höhe von 1,14 Billionen Euro hatte zu einer erheblichen Abwertung des Euros gegenüber dem Dollar geführt. Anleger suchten Alternativen zum Euro und hätten sicherlich in noch größerem Umfang die Flucht auch in den Schweizer Franken angetreten, was zu erneuten umfangreichen Interventionsverpflichtungen der SNB und einer damit verbundenen Ausweitung ihrer Bilanzsumme geführt hätte.

### Aufwertungsdruck unterschätzt

Damit wäre aber das (längerfristige) inflationäre Potenzial – das allerdings bis dahin nicht zum Tragen gekommen war – für die Schweiz immer weiter angestiegen. Möglicherweise hat die SNB auch den Aufwertungsdruck auf den Franken unterschätzt. So argumentierte Thomas Jordan, der Präsident der SNB, dass die Überbewertung des Franken bei der Aufhebung der Untergrenze nicht mehr so ausgeprägt gewesen sei wie bei deren Einführung. Dies trifft aber in der Rückschau bestenfalls mit Blick auf den Kurs von 1,20 Schweizer Franken für einen Euro zu, nicht allerdings auf den tatsächlichen Kurs nach der Aufhebung der Untergrenze. Vor diesem Hintergrund war die SNB zu diesem Zeitpunkt wohl nicht mehr bereit, die weitgehende Einschränkung ihrer Geldpolitik und die davon ausgehenden Gefahren weiterhin zu akzeptieren.

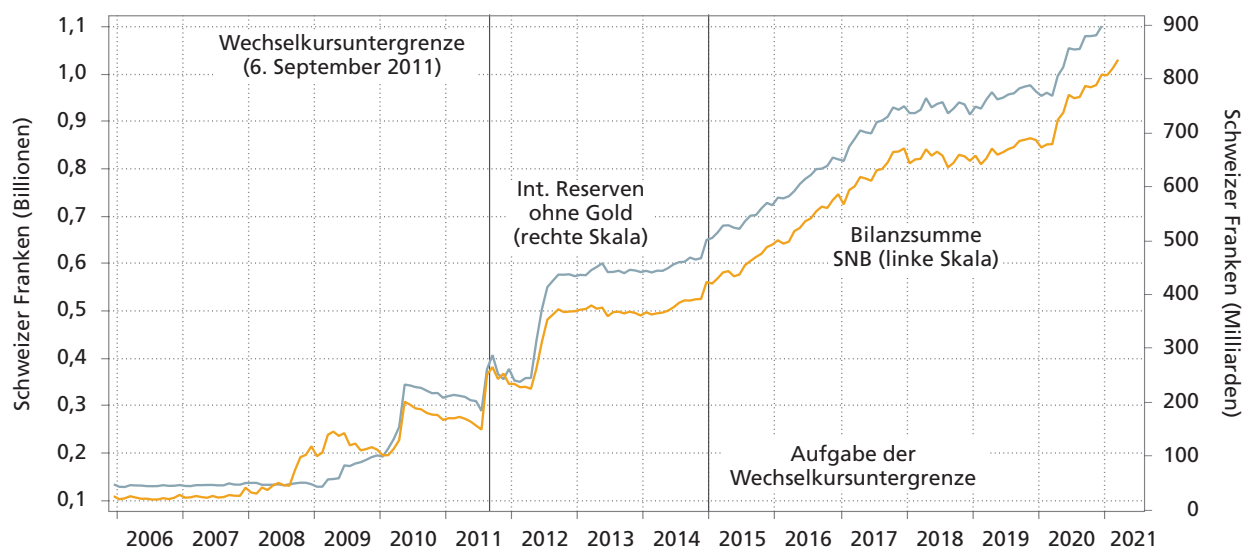
Abbildung 2: Schweizer Warenexporte in die EU – Anteil am Gesamtexport (in Prozent)



Quelle: D. Smeets, Berechnungen auf der Datenbasis von Macrobond



Abbildung 3: Währungsreserven und Bilanzsumme der SNB



Quelle: D. Smeets, auf der Datenbasis von Macrobond

Flankiert wurde die Aufhebung der Wechselkursuntergrenze durch eine weitere Senkung des Leitzinses. Die SNB strebte fortan ein Zielband für den unbesicherten Drei-Monats-Franken am Londoner Interbankenmarkt (Libor) von minus 1,25 bis minus 0,25 Prozent an. Zugleich wurde der Negativzins für Guthaben von Geschäftsbanken bei der SNB (Einlagensatz) von 0,25 Prozent auf 0,75 Prozent heraufgesetzt. All dies sollte den Anreiz, Kapital in der Schweiz anzulegen und damit eine (weitere) Aufwertung des Schweizer Francs auszulösen, reduzieren.

Bereits zum Zeitpunkt der Wechselkursfreigabe behielt sich die SNB allerdings vor, auch in Zukunft am Devisenmarkt (freiwillig) zu intervenieren. Die dadurch ausgelösten und zuvor erläuterten Wirkungen unterscheiden sich jedoch nicht von denjenigen, die bei Erreichen der Untergrenze ausgelöst wurden. Der Vorteil der SNB besteht jedoch darin, dass sie nun autonom entscheiden kann, ob sie – im Einklang mit der geplanten nationalen Geldpolitik – Interventionen vornimmt oder nicht. Betrachtet man vor diesem Hintergrund die Entwicklung der Währungsreserven in Abbildung 3, so deutet deren starker Anstieg nach der Wechselkursfreigabe 2015 darauf hin,

dass die SNB seither sogar in deutlich stärkerem Maße am Devisenmarkt (freiwillig) interveniert hat, als dies während der Bindungsphase der Fall war.

#### Untergrenze wohl nicht mehr als Instrument einsetzbar

Dabei lassen sich deutliche Interventionsphasen in der Zeit von 2015 bis 2017 und ab 2020 ablesen, die – wie Abbildung 1 zeigt – mit einer Abwertung des Schweizer Francs einhergingen. Wichtiger als der Effekt auf den Wechselkurs war aber wohl die expansive geldpolitische Wirkung der Interventionen, die insbesondere ab 2020 als Reaktion der SNB auf die Corona-Pandemie zu interpretieren ist und der Reaktion aller großen Notenbanken entspricht. Geld- und währungspolitische Wirkungen wiesen folglich in die gleiche intendierte Richtung.

Die in den zurückliegenden Jahren interventionsbedingt angesammelten Devisenreserven der SNB belaufen sich – wie Abbildung 3 zeigt – mittlerweile auf rund 900 Milliarden Schweizer Francs. Davon entfallen 40 Prozent auf Euro und 36 Prozent auf US-Dollar (Stand: 30. September 2020). Angelegt sind die Währungsreserven wiederum zu 70 Prozent in

Staatsanleihen, zu 10 Prozent in sonstigen Anleihen und zu 20 Prozent in Aktien. Die Aktienanlagen, die immer wieder Anlass zur Diskussion bieten, sind dabei in weltweit diversifizierten Fonds angelegt, um das Risiko zu streuen und um durch ihre Anlageentscheidungen keine Verzerrungen an den Märkten hervorzurufen – ohne dabei eine Gewinnabsicht zu verfolgen.<sup>2)</sup>

Ein erneuter Rückgriff auf eine Wechselkursuntergrenze wird der Schweizer Nationalbank allerdings auf längere Sicht – wenn nicht auf Dauer – verwehrt bleiben, da man ihr die bedingungslose „Garantie“ eines Wechselkursziels wohl nicht noch einmal abnehmen wird. Die Form des (abrupten) Ausstiegs selbst war allerdings alternativlos, denn ein schrittweises Vorgehen mit vorheriger Ankündigung wäre einem Freifahrtschein für Spekulanten gleichgekommen.

#### Fußnoten

1) Bei der Kaufkraftparität handelt es sich um ein Analyseinstrument zur Erklärung der längerfristigen Wechselkursentwicklung. Sie geht davon aus, dass sich die längerfristige Veränderungsrate des Wechselkurses (in der Mengennotierung) gemäß der Differenz der Inflationsraten im Ausland und im Inland ergibt. Der Kaufkraftparitätenkurs wurde hier auf der Basis des Zeitpunktes Januar 1999 – des Eintritts in die Währungsunion – ermittelt.

2) Vgl. hierzu <https://www.srf.ch/news/wirtschaft/snb-devisenreserven-wissenswertes-ueber-die-milliarden-der-snb>