

26. November 2014

## Mindestkurs zum Euro: Plädoyer für eine öffentliche Debatte

von Felix Enderle und René Capitelli

Am 6. September 2011 legte die Schweizerische Nationalbank (SNB) auf dem Hintergrund einer raschen und starken Aufwertung des Schweizerfrankens einen Mindestkurs von 1.20 gegenüber dem Euro fest. Sie begründete dies mit einer akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft. Dieser Schritt wurde damals in der Öffentlichkeit fast einhellig gutgeheissen und die SNB wurde entsprechend gelobt. Wie ist diese weitreichende Massnahme jedoch aus heutiger Sicht zu beurteilen? Sind die von der SNB angeführten Begründungen noch stichhaltig? Was sind die Kosten und Risiken des Mindestkurses? Liegt eine derart weitreichende Massnahme auf Dauer überhaupt in der alleinigen Kompetenz der SNB? Trotz der möglicherweise enormen und langfristig wirksamen Folgen dieser Kursuntergrenze ist eine breite und sachlich geführte Debatte bis anhin nur in bescheidenen Ansätzen zu erkennen. Nach der Abstimmung über die Goldinitiative scheint uns der Zeitpunkt günstig, den Blick unverstellt, aber kritisch auf die offenen Fragen zu richten.

### Fragen zur Begründung des Mindestkurses

Die SNB begründete die Kursuntergrenze mit einer „massiven Überbewertung des Schweizer Frankens“, einer damit verbundenen „akuten Bedrohung der Schweizer Wirtschaft“ und mit dem „Risiko einer deflationären Entwicklung“. Diese Argumente standen unter dem Eindruck einer raschen und markanten Aufwertung des Frankens gegenüber allen wichtigen Währungen im Zuge der Finanzkrise. Gegenüber dem Euro als wichtigste Handelswährung für die Schweiz war der Frankenkurs seit Anfang 2008 um mehr als 45% gestiegen.

Unbestritten ist, dass grosse Teile der Schweizer Wirtschaft durch die plötzliche Aufwertung unter starken Druck gerieten. Nicht nur im Export und der Tourismusindustrie waren die Profitabilität und damit Arbeitsplätze gefährdet, sondern auch weitere Bereiche des Dienstleistungssektors und der Zulieferbetriebe waren betroffen. Wahrscheinlich sprach die SNB zurecht von einer „akuten Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft“. Besteht diese aber auch heute noch? Immerhin hatten die Unternehmen mehr als drei Jahre Zeit, sich auf die neue Wechselkurssituation einzustellen und entsprechende Massnahmen zu ergreifen. Auch scheint mitunter vergessen zu gehen, dass eine starke Währung vor allem als Ausfluss des Vertrauens in die andauernde Stärke der Wirtschaftskraft zu werten ist.

Nicht bestätigt hat sich bis anhin die Prognose der SNB, dass der Franken auch bei 1.20 noch hoch bewertet sei und sich weiter abschwächen sollte. Dies ist nicht überraschend, beruht diese Prognose doch im Wesentlichen auf Schätzungen der aktuellen Kaufkraftparität. Erwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung von Inflation und Wirtschaftskraft in den Euro-Staaten lässt sie – soweit von aussen erkennbar – ausser Acht. Längerfristige Wechselkursprognosen sind selbst für Notenbanken äusserst schwierig.

Zu hinterfragen sind auch die von der SNB heute erneut als Begründung angeführten Risiken einer deflationären Entwicklung. Der lapidare Verweis auf die dramatischen Erfahrungen während der grossen Depression in den 30er Jahren oder auf Japans „verlorene Dekade“ genügt unseres Erachtens nicht. Er insinuiert, dass eine wechselkursbedingte, einmalige Senkung der Importpreise eine Deflationsspirale mit hoher Arbeitslosigkeit und wirtschaftlichen Verwerfungen in Gang setzen würde. Dies scheint uns jedoch alles andere als eindeutig. Befindet sich die Schweiz als offene Volkswirtschaft mit Vollbeschäftigung nicht in einer ganz anderen Ausgangslage? Die mit einem sinkenden Preisniveau verbundenen Gefahren sollten im Lichte unserer spezifischen Situation untersucht und beurteilt werden. Hierzu hat die Nationalbank bisher erstaunlich wenig gesagt und publiziert.

### **Kosten und Risiken des Mindestkurses**

Der im Hinblick auf die kurzfristige Konjunktorentwicklung positive Effekt des Mindestkurses ist unbestritten. Eine wirtschaftspolitische Massnahme darf jedoch nicht nur anhand ihres Nutzens beurteilt werden, sie muss ebenso auf ihre Kosten und Risiken untersucht werden. Dies erfordert das Gebot der Verhältnismässigkeit. Die künstliche Abschwächung der Währung bringt Kosten und Risiken auf mehreren Ebenen mit sich.

Da sind zum einen die Vermögenseinbussen der inländischen Sparer und Anleger, wozu auch Pensionskassen zählen. Mit einem stärkeren Franken könnte im Ausland mehr gekauft werden. Alle importierten Güter, von Nahrungsmitteln über Autos bis zu Ferien im Ausland würden billiger. Unsere Ersparnisse wären also ohne die Kursuntergrenze real mehr wert. Von dieser Wertminderung direkt betroffen ist das Gros der Nettovermögen der privaten Haushalte. Ohne Immobilien betragen diese Nettovermögen gemäss Statistik SNB immerhin über tausend Milliarden Franken. Dass diesen Vermögen teilweise auch Schulden, insbesondere der öffentlichen Hand gegenüberstehen, ändert an der angesprochenen Problematik grundsätzlich nichts. Zudem sind die Zinseinnahmen auf den privaten Ersparnissen aufgrund dieser wechselkursbedingten expansiven Geldpolitik praktisch vollständig weggebrochen.

Weniger offensichtlich, aber langfristig bedeutsamer ist das Risiko des Verlustes der Eigenständigkeit unserer Geldpolitik. Diese war über viele Jahrzehnte einer der wesentlichen Pfeiler der florierenden wirtschaftlichen Entwicklung in der Schweiz. Sie bescherte uns eine im internationalen Vergleich einmalige Preisstabilität und tiefe Zinsen. Worin sehen wir das Risiko, diese Unabhängigkeit zu verlieren? Angenommen, der Euro schwächt sich aufgrund einer weiteren Verschlechterung der wirtschaftlichen Situation oder infolge steigender Inflationserwartungen im Europäischen Währungsraum weiter ab; ein durchaus denkbares, wenn auch nicht zwingendes Szenario. Um den Mindestkurs unter diesen Umständen halten zu können, wäre die SNB vermutlich gezwungen, ihre jetzt schon enormen Devisenbestände weiter aufzustocken. Gleichzeitig würde die Aufgabe des Mindestkurses zu einer sofortigen und massiven Aufwertung des Schweizerfrankens und damit zu enormen Verlusten auf den angehäuften Fremdwährungsbeständen führen. Wäre die SNB unter solchen Vorzeichen überhaupt noch in der Lage, den Mindestkurs aufzugeben, selbst wenn sie dies als sachlich richtig erachten würde? Aus politischen Gründen sind Zweifel angebracht. Es gibt deshalb vermutlich einen Punkt des „No-Return“. Dessen Überschreitung bedeutet den faktischen Verzicht auf die Entscheidungsfreiheit und damit die Unabhängigkeit der Geldpolitik, ohne

dass dies demokratisch legitimiert worden wäre. Obschon die weltweite Tendenz zu tieferen Zinsen auch eine Rolle spielte, könnte als Indiz, dass wir uns diesem Punkt des „No-Return“ tatsächlich nähern, die starke Konvergenz der langfristigen Schweizer Franken und Euro Zinsen seit Einführung des Mindestkurses ins Feld geführt werden.

Nicht zu unterschätzen sind auch die Signale an private Unternehmen. Währungsrisiken sind Teil des normalen Geschäfts von Exporteuren und im Prinzip auch von diesen selbst zu tragen. Es bestehen viele Möglichkeiten, diese Risiken zu reduzieren oder abzusichern. Allerdings ist dies für die Unternehmen mit Kosten verbunden. Wenn nun der Staat Währungsrisiken übernimmt – und genau das ist ja der Sinn des Mindestkurses – dann setzt er den privaten Unternehmen starke Anreize, diese Risiken in Zukunft nicht mehr selbst abzusichern und damit Kosten zu sparen. Beispielsweise in der Form von Prämien für die Absicherung von Währungsschwankungen, der Entwicklung von Produktinnovationen und Rationalisierungsmassnahmen zur Erhöhung der Konkurrenzfähigkeit, der Aushandlung flexiblerer Arbeitsverträge mit den Arbeitnehmern oder von zusätzlichem Eigenkapital zur Abfederung der Risiken. Auch einige Pensionskassen verzichten dem Vernehmen nach vermehrt auf die Absicherung von Euro Anlagen. Wenn der Staat Währungsrisiken in dieser Grössenordnung unentgeltlich übernimmt, kann ihn das eines Tages teuer zu stehen kommen.

### **Öffentliche Diskussion als Gegensatz zur Unabhängigkeit der Notenbank?**

Erste kritische Stimmen, die den Mindestkurs zwar nicht an sich kritisierten, aber ein Ausstiegs-Szenario forderten, ertönten bereits 2012. Die öffentliche Schweiz reagierte damals äusserst empfindlich. Beispielsweise wurde Bundesrat Johann Schneider-Ammann im Tages Anzeiger vom 12. Juni mit den Worten zitiert, er sei „sehr überrascht, dass sich Persönlichkeiten erlauben, öffentlich über diese für die Wirtschaft entscheidende Grenze zu diskutieren“. Sie hätten „nicht das Recht, unser Land zu destabilisieren, indem sie öffentlich über diese Politik diskutieren“. Mehrere Exponenten grosser Parteien und einflussreicher Verbände schlugen ähnliche Töne an.

Möglicherweise gab es damals angesichts der angespannten Situation eine gewisse Berechtigung zur Unterdrückung einer öffentlichen Diskussion, auch wenn dies aus demokratischer Sicht bedenklich erscheint. Auf Dauer darf die angebliche Gefährdung der Glaubwürdigkeit des Mindestkurses unter keinen Umständen zu einer Unterdrückung des Wettbewerbs der Argumente führen.

Mit Bezug auf öffentliche Kritik wurde auch wiederholt moniert, die Unabhängigkeit der Nationalbank dürfe an sich nicht in Frage gestellt werden. Dem ist nur bedingt zuzustimmen. Die Unabhängigkeit einer Notenbank ist kein Selbstzweck. Sie ist ein Mittel, um sie dem allzu starken Einfluss der oft kurzfristig orientierten Politiker und Interessensvertreter zu entziehen. Dies im Dienste und im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags, vorrangig dem Ziel der Preisstabilität. Es scheint uns deshalb diskussionswürdig, inwieweit die Nationalbank Massnahmen treffen darf, welche vielleicht nicht in der Intention, so aber doch in den tatsächlichen Folgen unter ungünstigen Umständen weit über das Ziel der Preisstabilität hinausgehen können. Zudem sehen wir die Gefahr, dass die Absenz öffentlicher Kritik und der damit verbundenen Transparenz die Beeinflussung und Instrumentalisierung der Geldpolitik

durch gut organisierte Interessensgruppen erleichtert. Das wäre das Gegenteil dessen, was die Unabhängigkeit bezwecken soll.

Die Nationalbank hat vor gut drei Jahren aus damaliger Sicht im Urteil der meisten Experten richtig, der Situation angemessen und entschlossen gehandelt. Es ist aber nicht auszuschliessen, dass sie in der Zwischenzeit zur Gefangenen ihrer eigenen Politik wurde. Eine breiter geführte, offene Debatte über die andauernde Notwendigkeit, die Kosten und die Risiken des Mindestkurses scheint uns im Interesse einer langfristig stabilen und erfolgreichen Geldpolitik dringend geboten.