

Neue Zürcher Zeitung  
8021 Zürich  
044/ 258 11 11  
www.nzz.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 114'209  
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.012  
Abo-Nr.: 1070143  
Seite: 21  
Fläche: 40'124 mm<sup>2</sup>

## Die schweizerische Geldpolitik im Dilemma

*Wer Blasen zum Platzen bringt, ist nicht populär. Es darf aber nicht unterschätzt werden, wie dringend die SNB den geringen zusätzlichen Spielraum braucht, den sie mit der Aufgabe der Euro-Bindung wieder gewinnt. Von Mathias Hoffmann*

Obgleich er für die Finanzmärkte unerwartet kam, hatte die SNB dennoch gute Gründe für ihren Entscheid vom Donnerstag dieser Woche. Der bevorstehende grossflächige Kauf von Staatsanleihen im Euro-Raum wird den Euro noch stärker unter Abwertungsdruck bringen, was die SNB gezwungen hätte, zur Verteidigung der Untergrenze in noch grösserem Umfang ausländische Vermögenswerte aufzukaufen. Zudem wäre die weitere Bindung an den Euro in einem globalen Umfeld, in dem sich die amerikanische Federal Reserve auf die Straffung der Geldpolitik vorbereitet, nur zum Preis eines zunehmend verzerrten Wechselkurses zum Dollar zu haben gewesen. Die Untergrenze koppelte die schweizerische Geldpolitik faktisch an die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – zumindest so lange, wie der Euro-Raum sich in einer mehr oder weniger heftig schwelenden Krise befindet, weswegen mit einer extrem lockeren Geldpolitik der EZB zu rechnen war, die zwangsläufig zu einem Abwertungsdruck auf den Euro und damit zu einem Aufwertungsdruck auf den Franken führt.

### Die USA wachsen wieder dynamischer

Bei Einführung der Untergrenze mag man an der Spitze der SNB wohl gehofft haben, dass die Euro-Krise kurz und heftig verlaufen werde und dass es nach spätestens zwei oder drei Jahren eine weltweite wirtschaftliche Erholung geben werde, die den Aufwertungsdruck auf den Franken, der an den Finanzmärkten immer noch als sicherer Hafen gilt, mildern oder gar in sein Gegenteil verkehren werde. Für diese Einschätzung gab es damals gute Gründe. Spätestens mit der Ankündigung von EZB-Chef Draghi Mitte 2012, alles zu tun, um den Euro zu retten, schien zunächst auch Ruhe an den Euro-Finanzmärkten eingetreten zu sein, und der Aufwertungsdruck auf den Franken liess nach.

In den letzten Monaten aber wurde klar, dass wir es mit einer zweigeteilten Wirtschaftsentwicklung diesseits und jenseits des Atlantiks zu tun bekommen, in der die USA wieder dynamisch wachsen, wohingegen die Euro-Zone sich in einer möglicherweise langen Phase der Stagnation befindet. Zwar ist die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum

nicht gar so schlecht, wie sie derzeit an den Finanzmärkten wahrgenommen wird. Aber es sind diese Wahrnehmung und die Erwartung, dass die EZB massiv und dauerhaft interveniert, die die Wechselkurse bestimmen. Vor diesem Hintergrund hätte man bei einer Beibehaltung der Untergrenze auf unabsehbare Zeit bereit sein müssen, ausländische Wertanlagen aufzukaufen, um den Kurs des Franken über 1 Franken 20 zum Euro zu halten.

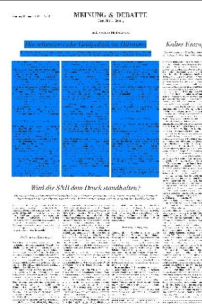
Gleichzeitig hätte die importierte Politik des billigen Geldes heimische Vermögenswerte – insbesondere Immobilien, aber auch Aktien – weiter blasenartig verteuert; es ist nicht sicher, ob ein späterer Ausstieg nicht sogar mehr Turbulenzen erzeugt hätte. Dieses Kalkül mag die SNB bewegen haben, die Reissleine zu ziehen. Eine Abschaffung der Untergrenze mit Vorankündigung war schlichtweg nicht möglich. Mit ihrer Entscheidung reagiert die SNB also auf veränderte Umstände. Dass diese Umstände andere sind, als man sie vor dreieinhalb Jahren erwartet hat, kann man den Verantwortlichen nicht vorwerfen, zumal die Schweiz in einem turbulenten europäischen und weltweiten Gesamtumfeld in den letzten Jahren sehr gut gefahren ist.

Kritiker mögen die geldpolitische Unabhängigkeit überschätzen, die die SNB seinerzeit hätte bewahren können, indem sie die Untergrenze nicht eingeführt hätte. Umgekehrt wird unterschätzt, wie dringend die SNB den geringen zusätzlichen Spielraum heute braucht, den sie jetzt mit der Abschaffung wieder gewinnt.

Das ökonomische Lehrbuch kennt das sogenannte Trilemma: In einer Welt mit freiem Kapitalverkehr ist es unmöglich, geldpolitische Unabhängigkeit zu bewahren, wenn man den Wechselkurs fixiert. Dieses Trilemma mögen Kritiker der Untergrenze vor Augen haben. Es bedeutet aber im Umkehrschluss keineswegs, dass der geldpolitische Spielraum einer Zentralbank in einer kleinen, sehr offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz auch ohne Untergrenze besonders gross wäre, zumal wenn diese wie die Schweiz ein Finanzzentrum ist und vom Rest der Welt als sicherer Hafen wahrgenommen wird.

Die jüngere ökonomische Literatur spricht deswegen auch davon, dass die Hyperglobalisierung der letzten Jahrzehnte letztlich das Trilemma zu einem

# Neue Zürcher Zeitung



Neue Zürcher Zeitung  
8021 Zürich  
044/ 258 11 11  
www.nzz.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Tages- und Wochenpresse  
Auflage: 114'209  
Erscheinungsweise: 6x wöchentlich

Themen-Nr.: 377.012  
Abo-Nr.: 1070143  
Seite: 21  
Fläche: 40'124 mm<sup>2</sup>

Dilemma zwischen freiem Kapitalverkehr und geldpolitischer Unabhängigkeit schrumpfen lässt, bei dem die Wahl des Wechselkursregimes eher zweit-rangig ist. In einer globalisierten Welt ist eine kleinere, vielfältig verflochtene Volkswirtschaft daher dem Auf und Ab internationaler Kapitalflüsse ausgesetzt. Diese werden in erster Linie bestimmt von den Risikowahrnehmungen an den internationalen Kapitalmärkten und nur in zweiter Linie von geldpolitischen Entscheidungen zu Hause.

Genau hier liegt das Dilemma der SNB: Wegen der Untergrenze musste sie dreieinhalb Jahre blasenartige Entwicklungen an den heimischen Anlage- und Immobilienmärkten zulassen. Die Aufgabe der Untergrenze beendete diese Blase schlagartig, wie die Talfahrt des heimischen Aktienmarktes in den letzten Tagen zeigt. Um aber die Blase in den heimischen Anlagemärkten – hoffentlich noch rechtzeitig – zu beenden, musste die SNB zumindest einstweilen in Kauf nehmen, dass der Franken selbst in eine Aufwertungsblase gerät.

*Auch Nichtstun ist gefährlich*

Wer Blasen zum Platzen bringt, ist nicht populär. Waren es die Exporteure und die Banken mit ihren hauptsächlich in ausländischen Währungen notierten Erlösen und Wertanlagen und ihren in Franken notierten Verbindlichkeiten, die seinerzeit die Untergrenze besonders freudig begrüsst hatten, so haben sie deren Abschaffung jetzt am heftigsten kritisiert. Sie gehören vorderhand zu den Verlierern vom Donnerstag. Aber es geht schon wieder allzu leicht vergessen, dass vor gerade einmal sieben Jahren das Platzen einer Immobilienblase in den USA zur globalen Finanzkrise geführt hat. Damals hat man den Zentralbanken der Welt zu Recht den Vorwurf gemacht, es habe ihnen der Mut gefehlt, die Party rechtzeitig zu beenden. Die Strategie der SNB birgt Risiken. Aber erinnern wir uns, dass Nichtstun genauso gefährlich sein kann.

.....  
**Mathias Hoffmann** ist Professor für International Trade and Finance am Institut für Volkswirtschaftslehre der Universität Zürich und Projektleiter im universitären Forschungsschwerpunkt FINREG – Regulierung von Finanzmärkten.