



Die Ursachen der Freigabe des Schweizer Franken Wechselkurses

Georg Stadtmann

Lilli Zimmermann

European University Viadrina Frankfurt (Oder)
Department of Business Administration and Economics

Discussion Paper No. 369

April 2015

ISSN 1860 0921

Die Ursachen der Freigabe des Schweizer Franken Wechselkurses

Prof. Dr. Georg Stadtmann Europa-Universität Viadrina, Frankfurt (Oder)

Prof. Dr. Lilli Zimmermann, Hochschule der Deutschen Bundesbank, Hachenburg

Zusammenfassung

In diesem Beitrag wird ein Währungskrisenmodell der zweiten Generation vorgestellt. Ein wesentliches Charakteristikum besteht darin, dass multiple Gleichgewichte auftreten können. Verändern sich die Erwartungen der rationalen Agenten, können plötzliche und starke Wechselkurssprünge auftreten. Das Modell wird eingesetzt, um die Kosten-Nutzen-Überlegungen der Schweizer Zentralbank im Rahmen der Freigabe des Schweizer Franken im Januar 2015 zu erklären.

Schlüsselbegriffe: Währungskrise, Aufwertung, Multiple Gleichgewichte, Zentralbankintervention

1. Einführung

Seit Beginn der weltweiten Finanzkrise sah sich der Schweizer Franken stets einem enormen Aufwertungsdruck gegenüber. Die Schweiz wurde von den internationalen Finanzmarktakteuren als „*sicherer Hafen*“ angesehen, was zu einer starken Nachfrage nach dem Franken führte. Deshalb wertete der Franken stark auf. Eine starke Aufwertung hat natürlich negative Auswirkungen für die schweizerische Exportindustrie oder z. B. den Tourismus. Dies kann man anhand des folgenden Beispiels verdeutlichen: Zu Beginn des Jahres 2011 betrug der Wechselkurs noch 1,25 SFR/EUR (siehe Abb. 1). Beträgt der Preis für z. B. das Ausleihen von Skiern 125 SFR, so musste man für diese Dienstleistung im Jan 2011 nur 100 EUR aufwenden. Sechs Monate später stand der Wechselkurs im Sommer 2011 jedoch fast auf einem Niveau von 1,00 SFR/EUR. Dies bedeutet, dass man für die Ski-Ausleihe nun 125 EUR aufwenden müsste, was einer Preissteigerung von 25 % entspricht.

Die Schweizerische Nationalbank wollte dieser Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit nicht tatenlos zuschauen und implementierte am 6. September 2011 ein neues Wechselkurssystem: Sie zog eine Untergrenze („*Lower Floor*“) bei einem Wechselkursniveau von 1,20 SFR/EUR ein (Schweizerische Nationalbank 2011). Dies bedeutete, dass die Zentralbank es nicht zulassen würde, dass der Wechselkurs unter dieses Niveau fällt. Sollte starker Aufwertungsdruck bestehen, d. h. die Nachfrage nach dem Franken steigen, würde die Zentralbank den Nachfrageüberhang durch eine Intervention am Devisenmarkt bedienen. Dies geschieht, indem die Zentralbank das Überangebot an ausländischer Währung, gegen die Ausgabe von Franken aufkauft. Anhand Abb. 1 erkennt man, dass die schweizerische Nationalbank in der Tat in der Lage war, für einen Zeitraum von fast 2,5 Jahren dieses Wechselkurssystem aufrecht zu erhalten. Der Wechselkurs fluktuierte in einem Band zwischen 1,20 SFR/EUR und 1,25 SFR/EUR.

Während dieser Zeit musste die schweizerische Nationalbank jedoch in einem erheblichen Maße am Devisenmarkt intervenieren und kaufte ausländische Aktiva

auf. Ende 2014 betrug der Wert der Devisenreserven ca. 80 % des schweizerischen BIPs (Eckert 2015).

Frage 1: Warum hat die Schweizerische Zentralbank im Jahr 2011 einen „Lower Floor“ eingeführt und eine Untergrenze von 1,20 SFR/EUR etabliert? Wie konnte dieses System in den nächsten 2,5 Jahren aufrechterhalten werden?

Antwort 1: Die Schweizerische Zentralbank hat versucht, dem vorherrschenden Aufwertungsdruck, der auf dem Schweizer Franken lastete, zu reduzieren. Eine starke Aufwertung hatte zuvor erhebliche negative Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie. Die Zentralbank musste den Lower Floor durch Interventionen am Devisenmarkt verteidigen: Sie musste in einem größeren Umfang Devisen kaufen und baute entsprechende Devisenreserven auf.

Am 14. Januar 2015, fiel der Vorentscheid des Europäischen Gerichtshofes (EuGH) über die Rechtmäßigkeit des Ankaufs der Staatsanleihen durch die EZB im Rahmen des OMT-Programms (siehe Gerichtshof der Europäischen Union 2015). Diese Entscheidung ebnete den Weg für eine weitere radikale Lockerung der Geldpolitik im Euroraum, was den Aufwertungsdruck des Franken erneut verstärkte. Vor diesem Hintergrund kippte die Schweiz ihr Wechselkurssystem erneut: Am 15. Januar 2015 gab sie bekannt, dass sie, auf Grund der divergierenden geldpolitischen Ausrichtungen der beiden Währungsräume, die Untergrenze von 1,20 SFR/EUR zukünftig nicht mehr aufrechterhalten würde (siehe Schweizerische Nationalbank 2015a). Innerhalb kürzester Zeit wertete sich der SFR im erheblichen Umfang auf. Der Wechselkurs sank bis auf ein Niveau von 0.98 SFR/EUR, erholte sich jedoch in den nachfolgenden Tagen wieder etwas.

In diesem Beitrag wird anhand eines Währungskrisenmodells der 2. Generation erläutert, warum die Schweizer Notenbank das System letztendlich aufgab. Eine Kosten-Nutzen-Abwägung spielt dabei eine entscheidende Rolle.

Abbildung 1: Wechselkursentwicklung im Zeitablauf



2. Währungskrisenmodell mit mehreren Gleichgewichten

2.1 Die Annahmen des Modells bzgl. der Verlustfunktion der Zentralbank

Das nachfolgend dargestellte Modell orientiert sich an der Lehrbuchdarstellung von Copeland (2005, S. 545ff.). In der Ausgangssituation hat die Zentralbank ein festes Wechselkurssystem implementiert und stabilisiert den Wechselkurs auf dem Niveau (\bar{e}). In jeder Periode prüft die Zentralbank, wie hoch die Kosten der Aufrechterhaltung des Festkurssystems sind und vergleicht diese mit jenen Kosten, die mit einer Aufgabe des Festkurssystems verbunden sind (siehe Abb. 2).

Die Kosten für das Festhalten am vorherrschendem festen Wechselkursniveau sei durch folgenden Zusammenhang gegeben:

$$(1) \quad L = [\Psi(e^* - \bar{e}) + \eta \Delta e^e]^2$$

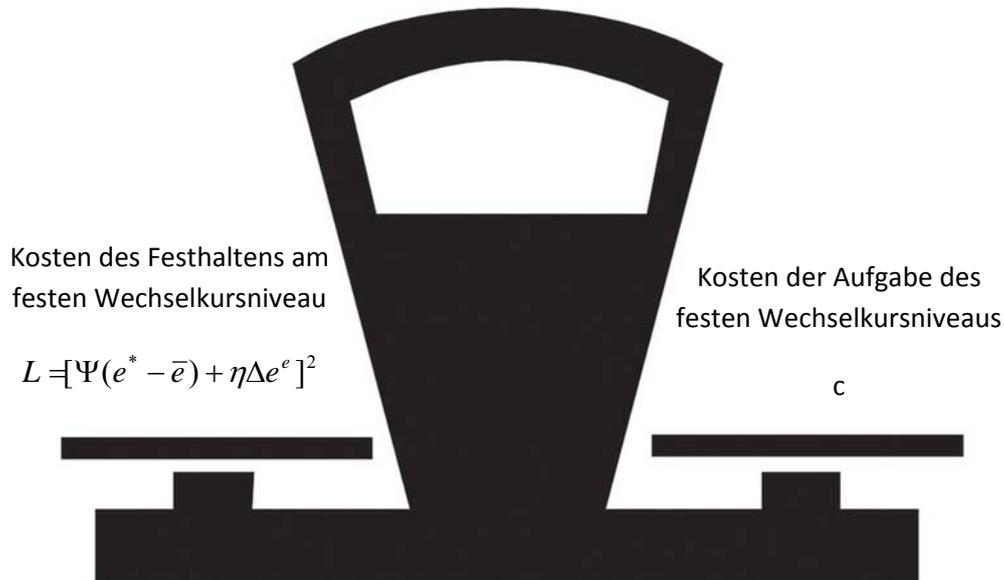
Der Verlust (Loss = L) hängt somit von folgenden Komponenten ab:

- Dem Unterschied zwischen dem Wechselkursziel (e^*) und dem festen Wechselkurs (\bar{e}) sowie
- den Wechselkursänderungserwartungen (Δe^e) der Finanzmarktakteure.
- Die beiden griechischen Parameter stellen Gewichtungsfaktoren dar.

Verändert die Zentralbank das feste Wechselkursniveau ($\Delta \bar{e} \neq 0$), so entstehen Kosten in Höhe von c.

Das Wechselkursziel (e^*) ist nicht fix, sondern kann sich durch exogene Schocks (z. B. geldpolitische Maßnahmen der ausländischen Notenbank) ändern. Unter Umständen könnte man e^* auch als Schattenwechselkurs interpretieren. Als Schattenwechselkurs bezeichnet man jenes Wechselkursniveau, welches sich am Devisenmarkt einstellen würde, falls die Zentralbank das feste Wechselkurssystem aufgeben und ein flexibles Wechselkurssystem implementieren würde.

Abbildung 2: Zentralbank wiegt die beiden Alternativen gegeneinander ab



Quelle: www.schulbilder.org

Frage 2: Welche Abwägungen nimmt die Zentralbank in jeder Periode vor?

Antwort 2: Die Zentralbank wiegt die Kosten des Festhaltens am festen Wechselkursniveau mit den Kosten der Aufgabe des festen Wechselkursniveaus ab.

2.2 Ökonomische Motivation der verschiedenen Komponenten der Verlustfunktion

Um die erste Komponente der Verlustfunktion $\Psi(e^* - \bar{e})$ zu verstehen, wird folgendes Beispiel betrachtet. In der Ausgangssituation gelte:

$$p_t = 12 \text{ SFR} \quad p_t^* = 10 \text{ EUR} \quad e_t^{\text{fix}} = 1,20 \text{ SFR/EUR}$$

Somit wird angenommen, dass in der Ausgangssituation die absolute Kaufkraftparität gilt. Nun sei unterstellt, dass sich z. B. auf Grund einer expansiven Geldpolitik in der Eurozone das aus schweizerischer Sicht ausländische Preisniveau auf $p_{t+1}^* = 12 \text{ EUR}$ erhöht. In einem makroökonomischen Modell mit ausgelasteten Kapazitäten würde dieser Schock wie folgt verarbeitet:

- In einem System flexibler Wechselkurse würde eine Aufwertung der inländischen Währung auftreten, während das inländische Preisniveau konstant bliebe. Der flexible Wechselkurs würde als Puffer zwischen der ausländischen und der heimischen Volkswirtschaft fungieren und den Schock abfedern. Wenn also der Wechselkurs auf ein Niveau von $e^*_{t+1} = 1,00$ SFR/EUR sinken würde, wäre der Schock neutralisiert und hätte keine weiteren Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit der betrachteten Volkswirtschaften.
- In einem System fester Wechselkurse tritt hingegen zunächst ein sogenannter „*Expenditure Switching Effekt*“ auf. Durch den Preisanstieg im Ausland werden die heimischen Güter relativ günstiger und die Nachfrage wird auf heimische Produkte umgelenkt. Der Anstieg der Nachfrage trifft jedoch auf ausgelastete Kapazitäten, was einen Preisanstieg der heimischen Güter nach sich zieht. In dem Zahlenbeispiel wäre der Anpassungsprozess abgeschlossen, falls der schweizerische Güterpreis ebenfalls um 20 % auf ein Niveau von $p = 14,40$ SFR ansteigen würde.

Zusammenfassend kann man sagen, dass durch eine zu expansive Geldpolitik in der Eurozone – bei Festhalten an einem festen Wechselkursniveau – eine zu hohe Inflationsrate in der Schweiz entstehen könnte. Man spricht in diesem Zusammenhang auch von einer „*importierten Inflation*“. Diese Kosten können sich beispielsweise hinter der ersten Komponente der Verlustfunktion $\Psi(e^* - \bar{e})$ verbergen.

In Bezug auf die zweite Komponente in der Verlustfunktion $(\eta \Delta r^e)$ wird unterstellt, dass diese von den Erwartungen der Finanzmarktakteure abhängt.

- Hegen die Finanzmarktakteure Abwertungserwartungen für die heimische Währung, so muss die Zentralbank das fixe Wechselkurssystem mit einer Zinserhöhung verteidigen. Gemäß der ungedeckten Zinsparität muss das inländische Zinsniveau mit dem ausländischen Zinsniveau zuzüglich einer potentiell bestehenden Wechselkursänderungserwartung übereinstimmen. Ein Anstieg des Zinsniveaus führt jedoch tendenziell zu einer negativen Auswirkung auf das heimische BIP. Die heimische Volkswirtschaft könnte in eine Rezession abgleiten. Ferner ist die Zentralbank u. U. gezwungen, am Devisenmarkt zu intervenieren: Da eine Abwertungserwartung für die heimische Währung existiert, kaufen die Finanzmarktakteure vermehrt ausländische Währung. Die Zentralbank muss also am Devisenmarkt Währungsreserven anbieten und die heimische Währung nachfragen, um die heimische Währung zu stützen. Ist der mit der Interventionstätigkeit verbundene Rückgang der Devisenreserven von der heimischen Zentralbank nicht beabsichtigt, also ungewollt, so entstehen ebenfalls „Kosten“.

- Heggen die Finanzmarktakteure hingegen eine Aufwertungserwartung für die heimische Währung, so wird von den Finanzmarktakteuren am Devisenmarkt vermehrt ausländische Währung angeboten und heimische Währung nachgefragt. Dies bedeutet, dass die Zentralbank heimische Währung „drucken“ muss und damit ausländische Währung kauft. Die Devisenreserven erhöhen sich, die Bilanz der Zentralbank verlängert sich bzw. „bläht“ sich auf. Durch die zusätzliche im Umlauf befindliche heimische Geldmenge können wiederum inflationäre Prozesse in Gang gesetzt werden. Dies ist umso eher der Fall, je näher sich die Volkswirtschaft an der Kapazitätsgrenze befindet.

Was genau verbirgt sich hinter den Kosten, die durch eine Aufgabe des fixen Wechselkurssystems verbunden sein können und durch die Variable c abgebildet werden? Häufig sind nach einem Zusammenbruch eines fixen Wechselkurssystems relativ starke Wechselkursanpassungen in die eine oder andere Richtung zu beobachten. Ferner erfolgen diese Anpassungen für viele Haushalte oder Unternehmen vollkommen überraschend und treffen diese Akteure vollkommen unvorbereitet. Haben sich z. B. schweizerische Exporteure vertraglich verpflichtet, für 100.000 EUR Waren nach Europa zu verkaufen, so kalkulieren diese Exporteure bei einem Wechselkurs von 1,20 SFR/EUR mit einem Verkaufserlös in heimischer Währung in Höhe von 120.000 SFR. Nach Freigabe des Schweizer Franken und einer Wechselkursanpassung auf 1,00 SFR/EUR reduziert sich der Verkaufserlös jedoch plötzlich auf 100.000 SFR.

In einem flexiblen Wechselkurssystem, in dem häufiger Wechselkursschwankungen auftreten, würden sich die Importeure u. U. mit einem Forward-Kontrakt oder einem Optionsgeschäft gegen das Auftreten von Wechselkursschwankungen absichern. In einem festen Wechselkurssystem wird das Risiko des Auftretens von Wechselkursänderungen jedoch häufig unterschätzt und es findet oftmals keine Absicherung statt. Somit wird deutlich, dass bei einer Wechselkursfreigabe verschiedene Akteure Verluste erleiden und Kosten zu tragen haben.

Für die Schweizerische Notenbank selber ist zu berücksichtigen, dass der Schweizer Franken in der Vergangenheit in einem erheblichen Umfang in Euro denominierte Währungsreserven aufgebaut hat. Nach Freigabe des Franken trat eine starke Abwertung des Euros auf, so dass sich der Wert der Devisenreserven – gemessen in SFR -- reduzierte, was entsprechende Wertberichtigungen nach sich zog. Auch diese Wertberichtigungen können als Kosten interpretiert werden.

Falls hingegen nach der Freigabe des Wechselkurses eine starke Abwertung der heimischen Währung auftritt, so ist dies u. U. mit einem erheblichen Reputationsverlust für die Regierung

verbunden. Die Regierung muss sich und ihren Wählern eingestehen, dass sie nicht in der Lage war, eine Wirtschaftspolitik zu implementieren und durchzuhalten, die mit der Aufrechterhaltung eines fixen Wechselkurssystems kompatibel war. Auch diese Reputationsverluste können sich hinter der Komponente c verbergen.

2.3 Szenario 1: Erwartungen der Finanzmarktakteure: Die Zentralbank erhält das feste Wechselkurssystem aufrecht

In einem ersten Szenario wird unterstellt, dass die Finanzmarktakteure erwarten, dass die Zentralbank das Festkurssystem aufrecht erhält. Somit erwarten die Finanzmarktakteure, dass der Wechselkurs konstant ist. Folglich beträgt die erwartete Veränderung des Wechselkurses Null ($\Delta s^e = 0$).

Hält die Zentralbank am festen Wechselkursniveau fest, so beträgt die Höhe des Verlustes somit

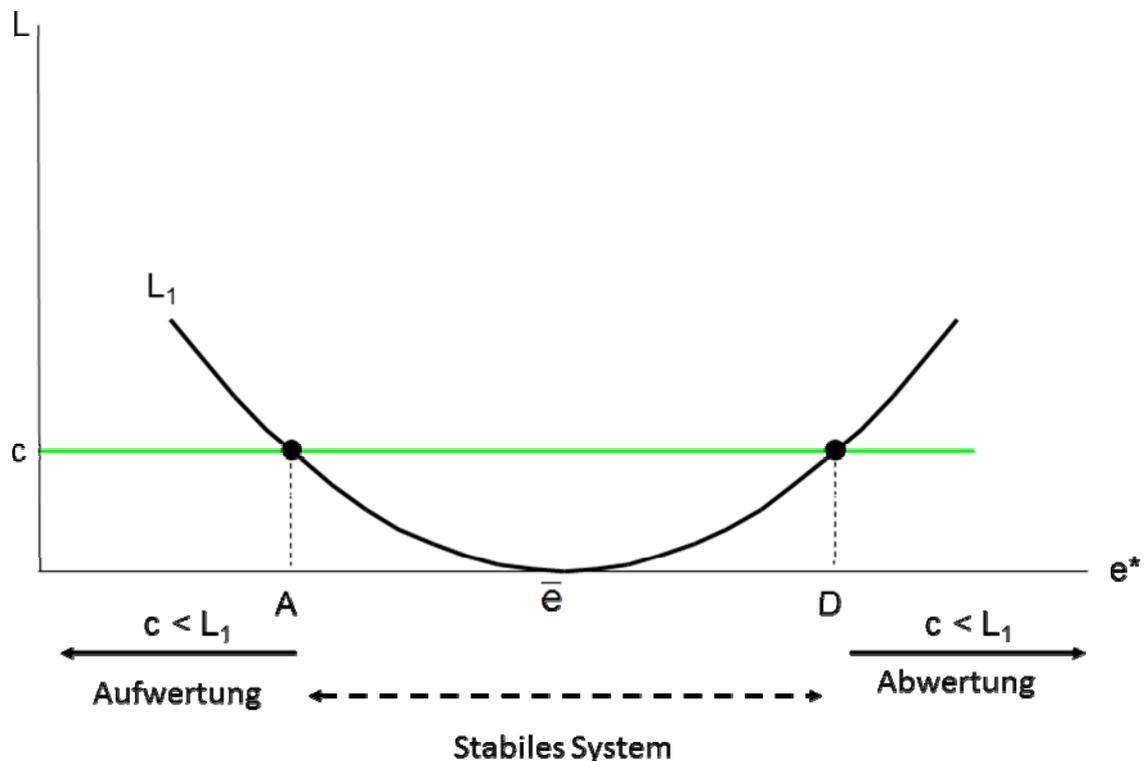
$$(2) \quad L_1 = [\Psi(e^* - \bar{e})]^2.$$

Wir nehmen nun an, dass die Zentralbank eine „Kosten-Nutzen-Analyse“ vornimmt. Sie vergleicht die Höhe des Verlustes beim Festhalten an dem festen Wechselkursniveau mit den Kosten einer Aufgabe des festen Wechselkursniveaus. Die Zentralbank wird das feste Wechselkursniveau aufgeben, falls die Kosten der Aufrechterhaltung größer ausfallen als die Kosten, die mit einer Wechselkursanpassung verbunden sind $L_1 = [\Psi(e^* - \bar{e})]^2 > c$. In diesem Fall ist das feste Wechselkurssystem instabil und die Notenbank nimmt eine Anpassung des Wechselkursniveaus vor. Das feste Wechselkursniveau ist jedoch stabil, falls die Kosten der Aufrechterhaltung des festen Wechselkurssystems geringer ausfallen, als die Kosten einer Anpassung $L_1 = [\Psi(e^* - \bar{e})]^2 \leq c$.

Diese Entscheidungssituation kann wie folgt grafisch aufbereitet werden: Die Funktion L_1 stellt die Kosten für das Festhalten am festen Wechselkursniveau dar. Stimmt der feste Wechselkurs mit dem Wechselkursziel überein ($e^* = \bar{e}$), so entsteht kein Verlust bzw. der Verlust ist gleich Null. Weicht der tatsächliche Wechselkurs

jedoch vom festen Wechselkursniveau ab, so entsteht ein Verlust. Der Verlust steigt zum Quadrat im Vergleich zur Abweichung an, woraus die Parabelform der Verlustfunktion resultiert. Die Kosten der Aufgabe des Wechselkurssystems sind durch die Gerade (c) dargestellt.

Abbildung 3: Die Verlustfunktion (L_1) bei stabilen Erwartungen



Liegt das Wechselkursziel nun zwischen den Punkten A und D, so sind die Kosten einer Aufrechterhaltung des festen Wechselkursniveaus geringer als die Kosten einer Aufgabe des Systems. Die Notenbank erhält das feste Wechselkursniveau aufrecht. Das feste Wechselkursniveau ist somit stabil. Überschreitet das Wechselkursziel jedoch den Punkt A, so wird die Zentralbank das feste Wechselkurssystem aufgeben, und es wird eine Aufwertung der inländischen Währung eintreten. Überschreitet hingegen das Wechselkursziel den Punkt D, so wird die Zentralbank das Wechselkursniveau aufgeben, und es tritt eine Abwertung der inländischen Währung ein.

2.2 Szenario 2: Erwartungen der Finanzmarktakteure: Die Zentralbank gibt das feste Wechselkurssystem auf

In einem zweiten Szenario wird untersucht, wie hoch der Verlust einer Aufrechterhaltung des festen Wechselkursniveaus ausfällt, falls die Finanzmarktakteure erwarten, dass das feste Wechselkurssystem instabil ist. Die Finanzmarktakteure erwarten somit, dass das feste Wechselkursniveau von der Zentralbank aufgegeben und sich der Wechselkurs verändern wird. Es wird ferner unterstellt, dass die Finanzmarktakteure eine Wechselkursänderung hin zu dem Wechselkursziel (e^*) erwarten. Die Finanzmarktakteure erwarten, dass wenn die Zentralbank eine Wechselkursanpassung vornimmt, das neue Wechselkursniveau mit dem Wechselkursziel übereinstimmen wird. Diese Annahme könnte man auf zweierlei Weise rechtfertigen:

1. Wenn schon eine Anpassung vorzunehmen ist, dann wird die Zentralbank das Ausmaß der Anpassung so wählen, dass das neuen Wechselkursniveau mit dem Wechselkursziel übereinstimmt. Auf diese Weise können die Kosten dieser Komponente in der Verlustfunktion auf Null gesenkt werden.
2. Eine andere Begründung könnte darin bestehen, dass wenn die Zentralbank das feste Wechselkurssystem aufgibt, sie zu einem flexiblen Wechselkurssystem übergeht. In diesem Fall stimmt dann der realisierte Wechselkurs mit dem Schattenwechselkurs (e^*) überein.

Somit wird unterstellt, dass die Akteure im Szenario 2 folgendes Ausmaß der Wechselkursanpassung erwarten: $(\Delta e^e = e^* - \bar{e})$.

Wie hoch fällt in diesem Szenario 2 der Verlust aus, falls die Zentralbank trotz der destabilisierenden Erwartungen der Finanzmarktakteure am festen Wechselkurssystem festhält? In diesem Fall betragen die Verluste nach Berücksichtigung von $(\Delta e^e = e^* - \bar{e})$ in der Verlustfunktion (1): $L_2 = [\Psi(e^* - \bar{e}) + \eta(e^* - \bar{e})]^2$. Klammert man die beiden griechischen Parameter aus, so folgt:

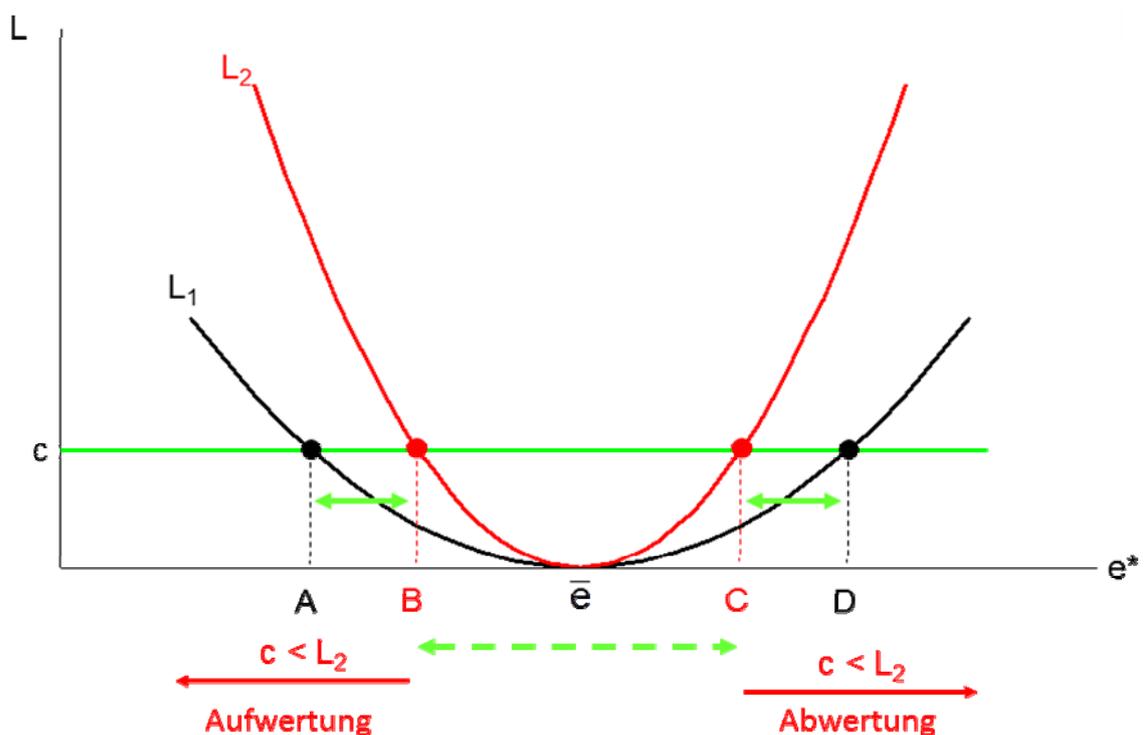
$$(3) \quad L_2 = [(\Psi + \eta)(e^* - \bar{e})]^2$$

Der Verlust im Szenario 2 ist somit ebenfalls gleich Null, falls das Wechselkursziel (e^*) mit dem festen Wechselkurs (\bar{e}) übereinstimmt. Existiert jedoch eine Abweichung zwischen diesen beiden Größen, so fällt der Verlust im Szenario 2 stets größer aus als der Verlust im Szenario 1 ($L_2 > L_1$). Dies ist der Fall, weil in der Gleichung (3) im Vergleich zu Gleichung (2) auch der Parameter η enthalten ist.

Durch diesen Parameter wird abgebildet, dass falls die Finanzmarktakteure ein instabiles System erwarten, sie in einem größeren Umfang gegen das System spekulieren werden, als wenn sie ein stabiles System erwarten. Im Falle einer Abwertungserwartung für die heimische Währung wird die Zentralbank in dieser Zeit erhebliche Devisenreserven verlieren. Liegt hingegen eine Aufwertungserwartung vor, muss die inländische Zentralbank in einem hohen Umfang ausländische Währung oder Wertpapiere aufkaufen, so dass die Devisenreserven „im Keller der Zentralbank“ bzw. in der Zentralbankbilanz stark ansteigen.

Der Zusammenhang $L_2 > L_1$ ist auch in Abbildung 4 dargestellt.

Abbildung 4: Die Verlustfunktion (L_2) bei instabilen Erwartungen



Die Zentralbank wird im Szenario 2 das feste Wechselkursniveau aufgeben, falls die Kosten der Aufrechterhaltung größer ausfallen als die Kosten, die mit einer Anpassung verbunden sind:

$$L_2 = [(\Psi + \eta)(e^* - \bar{e})]^2 > c$$

Unterschreitet in Abbildung 4 das Wechselkursziel (e^*) also das Niveau B, so wird es zu einer Aufgabe des fixen Wechselkursniveaus kommen, und es wird eine Aufwertung eintreten. Auch wenn das Wechselkursziel das Niveau C überschreitet, kommt es zu einem „Zusammenbruch des fixen Wechselkurssystems“. In diesem Fall tritt eine Abwertung der Inlandswährung auf.

Das feste Wechselkursniveau ist jedoch stabil, falls die Kosten der Aufrechterhaltung des festen Wechselkurssystems geringer ausfallen, als die Kosten einer Anpassung.

$$L_2 = [(\Psi + \eta)(e^* - \bar{e})]^2 \leq c$$

Dies ist im Szenario 2 genau dann der Fall, wenn der tatsächliche Wechselkurs zwischen dem Niveau B und C liegt.

Frage 3: Warum fallen die Kosten im 2. Szenario i. d. R. höher aus als im 1. Szenario?

Antwort 3: Im Szenario 1 hegen die Finanzmarktakteure keine Wechselkursänderungserwartungen und spekulieren somit nicht gegen die Zentralbank. Die Zentralbank muss das System nicht gegen die Finanzmarktakteure verteidigen. Im Szenario 2 erwarten die Finanzmarktakteure jedoch eine Veränderung des Wechselkurssystems und spekulieren auf einen Zusammenbruch des festen Wechselkurssystems und somit gegen die Zentralbank.

2.3 Diskussion der Zusammenhänge zwischen Szenario 1 und Szenario 2

Im Szenario 1 bricht das fixe Wechselkurssystem nur dann zusammen, falls das Wechselkursziel entweder Punkt A oder Punkt D überschreitet. Im Szenario 2 bricht das Wechselkurssystem jedoch bereits zusammen, sobald entweder Punkt B unterschritten oder Punkt C überschritten wird. Somit ist die Spannweite, über die ein festes Wechselkurssystem stabil ist, größer, falls die Akteure an das feste Wechselkurssystem glauben, verglichen mit der Situation, in der die Akteure eine Veränderung des Wechselkurssystems erwarten. Somit kann man sagen: Falls die Finanzmarktakteure einen Zusammenbruch des Wechselkurssystems erwarten, so steigt die Wahrscheinlichkeit eines Zusammenbruch des Systems.

Ein weiterer interessanter Aspekt des Modell besteht darin, falls das Wechselkursziel (e^*) im Bereich zwischen A & B oder C & D liegt. In diesem Fall gibt es ein multiples Gleichgewicht:

- Das Wechselkurssystem ist stabil, falls die Finanzmarktakteure ein stabiles Wechselkurssystem erwarten.
- Das Wechselkurssystem ist jedoch instabil, wenn die Finanzmarktakteure ein instabiles Wechselkurssystem erwarten.

In diesem Bereich sind also die Erwartungen selbsterfüllend: Erwarten die Akteure Stabilität, so ist das System stabil. Erwarten die Akteure hingegen eine Instabilität, so ist das System instabil.

Mit diesem Modell kann man daher auch erklären, warum scheinbar urplötzlich ein fixes Wechselkurssystem zusammenbrechen kann, ohne dass sich grundlegende makroökonomische Fundamentalfaktoren verändert haben. Um diesen Punkt herauszuarbeiten, wird angenommen, dass sich eine Volkswirtschaft im Bereich zwischen A und B befindet. Zunächst erwarten die Akteure ein stabiles System, es gilt $L_1 < c$, so dass das Wechselkurssystem auch stabil ist.

Verändern sich jedoch die Erwartungen der Finanzmarktakteure und erwarten diese plötzlich einen Zusammenbruch des Systems, so gilt bei dem gleichen Punkt

plötzlich $L_2 > c$ und die Zentralbank gibt das fixe Wechselkurssystem auf. Die Kosten einer Aufrechterhaltung sind einfach zu hoch, falls die Finanzmarktakteure gegen das feste Wechselkurssystem spekulieren und auf einen Zusammenbruch des festen Wechselkurssystems „*wetten*“.

3. Übertragung des Modells auf die Schweiz

Die Schweizerische Nationalbank gab – für viele überraschend – im Januar 2015 das Festkurssystem zum Euro auf. Grund dafür war die antizipierte Lockerung der Geldpolitik in der Eurozone, die insbesondere auf die vorläufige Entscheidung des EuGH am 14. Januar 2015 über die Rechtmäßigkeit des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB zurückzuführen ist. Diese wurde von vielen Finanzmarktakteuren mit einer erneuten Schwächung des Euro verbunden, was den Aufwertungsdruck des Franken nochmals verstärkt hat. Die Entwicklung des Euro führte dazu, dass das Festhalten an dem Festkurssystem für die Schweizerische Nationalbank zu kostspielig wurde und schließlich aufgegeben wurde.

Grundsätzlich kann man zwei Erklärungen anführen, warum es zu einer plötzlichen Aufgabe des fixen Wechselkurssystems kam:

1. Zum einen könnte man argumentieren, dass das Wechselkursziel vor der EuGH-Entscheidung zwischen den Punkten A & B gelegen hat und die Akteure grundsätzlich stabile Wechselkuserwartungen gehegt haben. Nach der Entscheidung veränderte sich das Wechselkursziel (e^*) jedoch und der Punkt A wurde überschritten. Bei gleichen Erwartungen ist nun das Festhalten der Schweizerischen Nationalbank am Festkurssystem mit höheren Kosten verbunden als die negativen volkswirtschaftlichen Folgen, die mit einer Aufwertung des Franken verbunden sind.
2. Eine zweite Erklärungsansatz könnte darin bestehen, dass das Wechselkursziel vor der EuGH-Entscheidung im Bereich zwischen A & B lag und stabile Erwartungen vorlagen. Die EuGH-Entscheidung führte jedoch zu

einer Erwartungsänderung bei den Finanzmarktteilnehmern, die nun plötzlich destabilisierende Erwartungen bildeten. Für das Szenario 1 gilt noch $L_1 < c$, so dass das feste Wechselkurssystem durch die Zentralbank noch aufrechterhalten wurde. Im Szenario 2 gilt jedoch bereits $L_2 > c$ und das feste Wechselkurssystem wurde aufgegeben.

Selbstverständlich kann grundsätzlich auch eine Kombination der beiden Argumente vorgelegen haben, so dass beide Effekte gleichzeitig auftraten und sich gegenseitig verstärkten.

Um den Kurs von 1,20 SFR/EUR zu verteidigen, hätte die Schweizerische Nationalbank ihre bereits enorm aufgeblähte Bilanz erneut massiv ausweiten müssen, d.h. Euro gegen dem Schweizer Franken aufkaufen. Auf Dauer hätte die Zentralbank diese Politik nicht durchsetzen können, denn die übermäßige Ausweitung der Geldmenge hätte die Inflation angeheizt. Dies hätte der schweizerischen Volkswirtschaft langfristig Kosten aufgebürdet, die den Nutzen des Festkurssystems bei Weitem übersteigen.

Mit der Aufgabe des Festkurssystems, wertete der Franken massiv auf und belastet seitdem sowohl die Exportbranche als auch die Tourismusindustrie des Landes. Um die negativen Folgen auf die Realwirtschaft abzufedern, hat die Schweizerische Nationalbank die Entscheidung über die Freigabe des Franken mit einer Zinssenkung für Guthaben auf den Girokonten verbunden. Nichtsdestotrotz rechnet die Schweizerische Nationalbank mit einer schwachen Wirtschaftsleistung und einem moderaten Anstieg der Arbeitslosigkeit für dieses Jahr (Jost 2015).

Frage 4: Was passiert, falls das Wechselkursziel zunächst im Bereich zwischen B & C lag, sich das Wechselkursziel jedoch verändert und anschließend im Bereich zwischen A & B liegt?

Antwort 4: Im Bereich zwischen B & C ist das feste Wechselkurssystem stabil. Unabhängig davon, welche Erwartungen die Finanzmarktakteure hegen, gilt stets $L < c$. Somit ist das Wechselkurssystem stabil und das Festkurssystem wird aufrechterhalten. Wechselt das Wechselkursziel in den Bereich A & B so kommt es

drauf an: Hegen die Finanzmarktakteure stabile Erwartungen, so gilt $L_1 < c$ und die Zentralbank hält am Festkurssystem fest. Erwarten die Finanzmarktakteure jedoch einen Zusammenbruch des System und spekulieren gegen die Zentralbank, so wird das Festhalten am Festkurssystem zu kostspielig ($L_2 > c$). Die Zentralbank wird somit das Festkurssystem aufgeben.

4. Zusammenfassung

Die geldpolitische Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank über die Aufgabe des Mindestkurses von 1,20 SFR/EUR lässt sich anhand des Obstfeld-Modells mit multiplen Gleichgewichten erläutern. Charakteristisch für dieses Modell ist es, dass eine Wechselkursspanne existiert für die der Nutzen eines Festkurssystems höher ist als die Kosten einer Auf- bzw. Abwertung. Überschreitet der tatsächliche Wechselkurs die Ober- bzw. Untergrenze dieser Spanne, so wendet sich das Blatt und die Kosten des Festkurssystems übersteigen den Nutzen. Erwarten die Finanzmarktakteure sogar die Aufgabe des Festkurssystems, was sich i. d. R. in Spekulationen gegen die Zentralbank widerspiegelt, so verringert sich die Spanne für die gilt: Nutzen > Kosten. In diesem Fall wird die Zentralbank das Festkurssystem noch eher aufgeben.

Übertragen auf die Schweiz lässt sich festhalten, dass aufgrund der geldpolitischen Entwicklungen in der Eurozone der tatsächliche Wechselkurs die Wechselkursspanne für die galt, Nutzen > Kosten, überschritten hat, so dass das Festhalten am Festkurssystem für die schweizerische Volkswirtschaft langfristig zu kostspielig wäre bzw. zu höheren ökonomischen Kosten geführt hätte als das Zulassen der Aufwertung. Um den Mindestkurs von 1,20 SFR/EUR zu halten hätte die Schweizerische Nationalbank ihre Bilanz weiter verlängern und die Geldmenge im Umlauf ausweiten müssen. Diese Politik hätte die Inflation anheizen können, die unter Umständen zu enormen Problemen im Land geführt hätte. Diese Gefahr wurde von der Schweizerischen Nationalbank als kostspieliger eingestuft als die negativen volkswirtschaftlichen Folgen eines starken Schweizer Franken. Die Kosten der Aufwertung spiegeln sich vor allem im Rückgang der schweizerischen Exporte wider, was sich negativ auf den schweizerischen Arbeitsmarkt auswirken könnte.

Literatur

Copeland, Laurence (2005): Exchange Rates and International Finance 4. Auflage, FT Prentice Hall.

Eckert, Daniel (2015): Loslösung der dänischen Krone wäre Schlag für Euro, Die Welt online 06.02.2015.

<http://www.welt.de/finanzen/geldanlage/article137166773/Losloesung-der-daenischen-Krone-waere-Schlag-fuer-Euro.html>

Gerichtshof der Europäischen Union (2015): Schlussanträge des Generalanwalts in der Rechtssache C-62/14 Peter Gauweiler u. a. / Deutscher Bundestag, Pressemitteilung Nr. 2/15 vom 14. Januar 2015.

Jost, Sebastian (2015): Schweiz sagt sich endgültig vom Euro los, Die Welt online 19.03.2015

<http://www.welt.de/wirtschaft/article138577250/Schweiz-sagt-sich-endgueltig-vom-Euro-los.html>

Schweizerische Nationalbank (2011): Medienmitteilung, 6. September 2011.

http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20110906/source

Schweizerische Nationalbank (2015a): Medienmitteilung, 15. Januar 2015.

Schweizerische Nationalbank (2015b): Mediengespräch von Thomas Jordan, 19. März 2015.