

Newsletter Mai 2015

Die Wahl des Wechselkursregimes: Einige Erfahrungen der Schweiz

Dr. Rudolf Walser

Die Wahl des Wechselkursregimes eines Landes hat nicht nur erhebliche geldpolitische Konsequenzen, sondern beeinflusst kurz- und mittelfristig auch die Konjunktur und das Wachstum eines Landes. Grundsätzlich wird zwischen Systemen fixer und flexibler Wechselkurse unterschieden. Im ersten Fall ist die Geldpolitik dem festgelegten Wechselkursziel unterworfen, was den Verzicht auf eine autonome Geldpolitik bedeutet. Im zweiten Fall verfolgt die Zentralbank eine binnenwirtschaftlich orientierte Geldpolitik, während der Wechselkurs marktdeterminiert ist. So weit in aller Kürze die Lehrbuchtheorie.

Facettenreiches Weltwährungssystem

Das heutige Weltwährungssystem ist jedoch wesentlich komplexer und zeichnet sich durch eine Vielzahl von Wechselkursarrangements aus. Zwar dominieren mit dem Dollar und dem Euro zwei Festwährungsblöcke, weil zahlreiche Länder die eine oder andere dieser Währungen entweder als gesetzliches Zahlungsmittel oder als Ankerwährung verwenden. Daneben gibt es noch Mischsysteme wie „Currency Boards“, das Floating, Regimes mit anpassungsfähigen Festkursen bzw. gleitenden Leitkursen, festen Leitkursen mit horizontalen Bandbreiten.

Bei „Currency Boards“ gibt es zwar ein nationales Zahlungsmittel. Dieses steht aber nicht nur in einem festen Austauschverhältnis zur Ankerwährung, sondern die monetäre Basis der Notenbank darf nur im Gleichlauf mit den Devisenreserven des Landes variieren. Beim Floating ist der Wechselkurs zwar grundsätzlich flexibel, aber die Erfahrung hat gezeigt, dass die Notenbanken am Devisenmarkt stets präsent sind und nach Gutdünken intervenieren. Bei den anpassungsfähigen Regelungen wird der Leitkurs periodisch auf Grund der Inflationsdifferenzen angepasst. Als Referenzwährung dient dabei häufig ein Währungskorb, der sich aus den für das jeweilige Land wichtigsten Handelswährungen zusammensetzt. Schliesslich variiert der Wechselkurs in einem Bandbreitensystem innerhalb festgelegter Grenzen, während die Notenbank die Bandbreiten durch Interventionen verteidigt. Ein Beispiel hierfür ist der Wechselkursmechanismus II im Rahmen des Europäischen Währungssystems. Nach dem Beitritt von Lettland und Litauen zum Euro praktiziert zurzeit nur noch Dänemark diese Wechselkursregelung.

Die Wahl des Wechselkurssystems steht nach den Statuten des Internationalen Währungsfonds (IWF) jedem Mitgliedland frei. Es muss aber jährlich seine Wechselkursregelung notifizieren. Von den insgesamt 190 Mitgliedern des IWF praktizierten zuletzt 92 Länder feste Wechselkurse, 32 verschiedene Mischsysteme und 66 flexible Wechselkurse. Zu den zuletzt genannten werden auch die Mitglieder der Euro-Zone gezählt, da der Euro gegenüber anderen Währungen frei schwankt. Das gilt auch für den Dollar und den Yen, so dass das gegenwärtige Weltwährungssystem von flexiblen Wechselkursen dominiert wird.

Die Wahl des Wechselkursregimes eines Landes ist unter den heutigen Bedingungen des global vernetzten Finanzsystems mit dem bekannten währungspolitischen Trilemma konfrontiert. Danach sind aus Sicht der Wirtschaftsakteure feste Wechselkurse, freier Kapitalverkehr und eine autonome stabilitätsorientierte Geldpolitik zwar wünschbare Ziele. Diese sind aber leider nicht gleichzeitig realisierbar bzw. beliebig kombinierbar. So sind etwa feste Wechselkurse bei freiem Kapitalverkehr nur aufrecht zu erhalten, wenn im Konfliktfall die autonome Geldpolitik aufgegeben wird. Im Weiteren erfordert die Glaubwürdigkeit jedes Wechselkursregimes eine entsprechende Reputation der Notenbank, wenn die Bildung von Wechselkursänderungserwartungen, die immer mit Wechselkursunsicherheit, höherer Volatilität und damit der Gefahr destabilisierender Währungsspekulation verbunden sind, vermieden werden soll. Dies setzt Änderungen von Wechselkursregelungen gewisse Grenzen. Gleichwohl zeigt eine Untersuchung für den Zeitraum von 1973–2004 von 125 Ländern, dass diese ihre Wechselkursregelung jeweils nach durchschnittlich fünf Jahren geändert haben.

Gibt es ein optimales Wechselkurssystem?

Die breite Palette von Wechselkursregelungen lässt den Schluss zu, dass kein Regime per se dem andern überlegen ist. Es kommt letztlich darauf an, ob die gesamtwirtschaftlichen Oberziele Preisniveaustabilität, hohe Beschäftigung, angemessenes und stetiges Wachstum und aussenwirtschaftliches Gleichgewicht sich besser mit festen oder flexiblen Wechselkursen realisieren lassen. Dabei können sich die Rahmenbedingungen im Zeitablauf verändern, wie gerade die Schweiz im Laufe der Zeit mehrmals erfahren musste.

Die Theorie der optimalen Währungsräume, die auf die 60er Jahre des letzten Jahrhunderts zurückgeht, nennt die Bedingungen, unter denen eine Währungsintegration erfolgreich sein kann. So können Länder mit hoher Faktormobilität, flexiblen Arbeitsmärkten und einer diversifizierten Wirtschaftsstruktur eher auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument verzichten und eine Währungsunion bilden. Auf der positiven Seite einer Währungsunion steht der Wegfall der Wechselkursunsicherheit und der Transaktionskosten. Negativ zu Buch schlägt der Wegfall des Wechselkurses als Anpassungsinstrument bei ernsthaften gesamtwirtschaftlichen Störungen. Die Wahl eines Wechselkursarrangements erfolgt jedoch nicht nur nach einem rein ökonomischen Kosten-Nutzen-Kalkül. Es spielen dabei immer auch politische Überlegungen mit, wie vor allem die Schaffung der Eurozone eindrücklich gezeigt hat. Man wusste zwar bereits zuvor, dass diese keine optimale Währungszone bilden würde, aber die Politik hat gegen den Rat der meisten Ökonomen gleichwohl beschlossen, das Projekt zu starten.

Die wechselkurspolitischen Erfahrungen der Schweiz

Die Zusammenhänge zwischen Aussenhandel, Konjunktur und Wechselkurs haben die Schweiz in den letzten vierzig Jahren seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Festkurssystems 1973 immer wieder beschäftigt. Als kleine, offene Volkswirtschaft stand sie häufig vor der Frage, wie die Stabilisierung der Konjunktur am besten angestrebt werden soll: über die Inflations- oder die Wechselkurssteuerung. Einige markante währungspolitische Wegmarken seien deshalb kurz in Erinnerung gerufen.

So verfolgte die Schweiz von Ende September 1978 bis 1980 ein Wechselkursziel gegenüber der DM von „deutlich über 80“, um nachher wieder zu einem Geldmengenziel überzugehen. Auch in der Folgezeit kam es häufig zu Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB), meistens um den Aufwertungsdruck auf den Franken zu brechen. Im Frühjahr 1992 kaufte die SNB allerdings Franken, um eine übermässige Abschwächung des Frankens im Zusammenhang mit Turbulenzen im Europäischen Währungssystem zu verhindern. Zuletzt intervenierte die SNB ab März 2009 massiv, wobei allerdings nicht immer klar war, ob sie auf eine Schwächung des Frankens zielte oder ein „quantitative easing“ bezweckte. Diese eher unrühmliche geldpolitische Phase führte dann zur Einführung des Euro-Mindestkurses am 6. September 2011.

Einige Lehren

Flexible Wechselkurse bieten einige Vorteile. Neben der geldpolitischen Unabhängigkeit sollen sie nach der Theorie verhindern, dass die Verantwortung einer schlechten Geld- und Fiskalpolitik eines Landes auf andere Länder übertragen wird. Dies geschieht durch Kapitalabflüsse und damit mittels einer Abwertung der betreffenden Währung, wodurch die schlechte Wirtschaftspolitik gleichsam sanktioniert würde. Beim heutigen Volumen der internationalen Kapitalflüsse, die in erster Linie durch Risikowahrnehmung gesteuert werden, stellt dieser Mechanismus allerdings auch kleine, offene Länder mit einem starken Finanzzentrum wie die Schweiz vor grosse Probleme. Da die wechselkursspekulativen Komponenten bei den heutigen Kapitalflüssen erheblich sein können, besteht deshalb immer die Gefahr, dass der Wechselkurs des Frankens sich längere Zeit abseits vom Gleichgewichtskurs nach Kaufkraftparitäten oder einem irgendwie bestimmten „fairen“ Wechselkurs bewegt. In einer Welt der globalen Liquiditätsschwemme ist der Freiheitsgrad der SNB somit eingeschränkt, und die geldpolitische Unabhängigkeit der SNB wird wohl überschätzt.

Insofern ist die Aufhebung des Euro-Mindestkurses zum Franken am 15. Januar dieses Jahres wohl kaum ein Grundsatzentscheid für flexible Wechselkurse auf Dauer. Es ist nicht auszuschliessen, dass die SNB in Notsituationen, wenn der Wechselkurs über lange Zeit auf einem Niveau verharrt, der für die Schweizer Wirtschaft nicht tragbar wäre, wieder eingreifen muss. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive wäre es zwar ideal, wenn die SNB bei freiem Kapitalverkehr und minimaler Wechselkurs-

volatilität eine autonome Geldpolitik betreiben könnte. Leider ist dies aber, wie bereits oben beschrieben, nicht möglich, da jeweils nur zwei dieser Ziele simultan realisierbar sind. In einem global vernetzten Finanzsystem bleibt die Schweiz dem Auf und Ab internationaler Kapitalströme ausgesetzt. Unter diesen Bedingungen droht das währungspolitische Trilemma, zu einem Dilemma zwischen freiem Kapitalverkehr und geldpolitischer Unabhängigkeit zu schrumpfen. Die Wahl des Wechselkursregimes würde dann jeweils situativ erfolgen.

Die Erfahrung der letzten 40 Jahre lehrt, dass die schweizerische Wirtschaft sich nach Währungsschocks bislang stets besser geschlagen hat als erwartet. Zudem haben die Exportunternehmen dank ihrer Innovationskraft und dem hohen Produktivitätswachstum eine erstaunliche Robustheit und Standfestigkeit an den Tag gelegt. Diese Stärke widerspiegelt sich nicht zuletzt in der Entwicklung der „Terms of Trade“, die den Preis der Exporte in Einheiten der Einfuhr messen. Diese sind seit 1970 um rund 30% gestiegen, was bedeutet, dass für die gleiche Exportmenge die Schweiz 30% mehr Einfuhren erhält.

Auch wenn massive kurzfristige Aufwertungs-schübe für die betroffenen Unternehmen brutal sein können und die Volkswirtschaft belasten, bleibt als Fazit, dass der Schweiz eine harte Währung bisher mehr Vor- als Nachteile gebracht hat. Die dem harten Franken inhärente Innovations-peitsche lässt sich nicht leicht ersetzen. Ein Blick auf die Weltkarte zeigt, dass in den Ranglisten der wettbewerbfähigsten und innovationsstärksten Länder nicht Länder mit chronisch schwachen Währungen die Nase vorn haben. Umso mehr müssen sich aber die schweizerischen Unternehmen darauf verlassen können, dass nicht nur sie ihre Hausaufgaben machen, sondern auch die staatliche Wirtschaftspolitik durch die Schaffung erstklassiger, verlässlicher Rahmenbedingungen.



Dr. Rudolf Walser

Dr. Rudolf Walser (1941) absolvierte das Studium der Ökonomie an der Universität St. Gallen, wo er auch als Lehrbeauftragter wirkte. Es folgten Tätigkeiten im Schweizerischen Bankverein, im Eidgenössischen Volkswirtschaftsdepartement und bei Hoffmann La-Roche. Von 1982 bis zur Pensionierung 2007 war er Chefökonom von Economiesuisse. Seit April 2008 arbeitet er als Senior Consultant bei Avenir Suisse, hauptsächlich zu Fragen der Konjunktur und der Ordnungspolitik. Dr. Walser berät das Team von Portas Capital sowie die Kundschaft in Fragen der globalen Wirtschaftspolitik sowie in Zukunftsthemen.

Disclaimer

Die Informationen und Meinungen in diesem Bericht wurden von Portas Capital am angegebenen Datum erstellt und können sich ohne vorherige Mitteilung ändern. Der Bericht wurde einzig zu Informationszwecken publiziert sowie an eine ausgewählte Anzahl natürlichen und juristischen Personen unter Vertraulichkeit versandt. Der Bericht wurde ohne Berücksichtigung der Zielsetzungen, der finanziellen Situation oder der Bedürfnisse eines bestimmten Kunden erstellt. Die Informationen stammen aus oder basieren auf Quellen, die der Portas Capital als zuverlässig erachtet. Dennoch kann keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen geleistet werden. Die Portas Capital lehnt jede Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Berichts ab. Der Bericht enthält keinerlei Empfehlungen rechtlicher Natur oder hinsichtlich Investitionen, Rechnungslegung oder Steuern. Verweise auf frühere Entwicklungen sind nicht unbedingt massgebend für künftige Ergebnisse. Die Weiterverwendung des Berichts sowie damit verbundene Erkenntnisse dürfen nur mit ausdrücklicher Zustimmung von Portas Capital geschehen. Die Publikation des Newsletters oder Teile davon dürfen nicht in öffentlich zugänglichen Medien erscheinen.