

Gunther Schnabl*

Japans Lehren für das Schweizer Wechselkursdilemma

Im Januar 2015 verkündete die Schweizerische Nationalbank, dass die feste Bindung des Franken an den Euro aufgehoben sei und die Währung fortan frei schwanken solle. Dies brachte den Franken unter starken Aufwertungsdruck, wie er für Währungen von Ländern mit persistenten Leistungsbilanzüberschüssen und hohen fremdwährungsdenominierten Nettoauslandsvermögen (Schweizer Franken und der japanische Yen) typisch ist. Die Schweizer Nationalbank kehrte innerhalb kurzer Zeit zu einer Wechselkursbindung ohne öffentlich angekündigten Leitkurs zurück. Der Autor empfiehlt trotz der damit verbundenen Risiken die feste Bindung des Franken an den Euro.

„Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank die Geld- und Währungspolitik des Landes.“¹ So ist es an prominenter Stelle der Website der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu lesen. Entsprechend wurde die Freigabe des Wechselkurses des Frankens als Zeichen von Stärke interpretiert. Die Aussichten, dass sich der Euroraum mit dem umfangreichen Ankauf von Staatsanleihen überschuldeter Mitgliedstaaten auf den Weg zum Schwachwährungsgebiet begibt, habe diesen Schritt notwendig gemacht, so wird berichtet. Der Schweizerischen Nationalbankpräsident Thomas Jordan habe am 15.1.2015 bei seiner öffentlichen Ankündigung der Kursfreigabe einen entschlossenen und glaubwürdigen Eindruck gemacht. Er habe nicht so gewirkt, als richte er sich nach dem Wind, berichtete die Schweizer Wochenzeitung Weltwoche.² Auch der UBS-Präsident Axel

Weber fand wohlwollende Worte: „Besser ein Ende mit Schrecken als ein Schrecken ohne Ende.“³

Nach einer ruckartigen Aufwertung um bis zu 30% von 1,20 CHF pro Euro (vgl. Abbildung 1), die eine Schockwelle durch das internationale Finanzsystem schickte, dürften die Schrecken aber nicht zu Ende sein, sofern die Schweizerische Nationalbank an ihrer Strategie des freien und flexiblen Frankens festhalten wird. Denn der Schweizer Franken steht – ähnlich wie lange Zeit der japanische Yen – unter einem ständigen potenziellen Aufwertungsdruck. Dieser resultiert – ähnlich wie in Japan – einerseits aus den Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Entscheidungen der großen Zentralbanken und andererseits aus hohen fremdwährungsdenominierten Auslandsvermögen.⁴

Mit ihrer jüngsten Entscheidung, im großen Umfang Staatsanleihen zu kaufen, hat die Europäische Zentralbank (EZB) den Nährboden für einen Tsunami spekulativer Kapitalzuflüsse nochmals deutlich vergrößert. Diese potenzielle Spekulationswelle hat die Schweizerische Nationalbank mit ihrer Zäsur in der Währungspolitik im Januar 2015 auf sich gelenkt. Der Beitrag zeigt auf der Grundlage der japanischen Erfahrungen, die denen der Schweiz ähnlich sind, dass eine enge Bindung des Frankens an den Euro trotz der damit verbundenen Risiken gegenwärtig noch die beste währungspolitische Option für die kleine Alpenrepublik ist.

* Dieser Beitrag ist Ronald McKinnon gewidmet, der mit seiner Forschungsleistung maßgeblich zum Verständnis des Wechselkurses des japanischen Yen beigetragen hat. Ich danke Taiki Murai und Sophia Latsos für die exzellente Forschungszuarbeit und Stefan Kübler für die sehr hilfreichen Anmerkungen.

1 <http://www.snb.ch/de/>

2 B. Gygi, F. Schwab: Gegen den Mainstream, in: Die Weltwoche, vom 21.1.2015.

3 O.V.: Axel Weber – UBS-Präsident stärkt Notenbank den Rücken, in: Handelsblatt, vom 21.1.2015.

4 R. McKinnon, G. Schnabl: China's Exchange Rate and International Adjustment in Wages, Prices, and Interest Rates: Japan Déjà Vu?, in: CESifo Studies, 52. Jg. (2006), H. 2, S. 276-303.

Prof. Dr. Gunther Schnabl ist Professor für Volkswirtschaftslehre und Leiter des Instituts für Wirtschaftspolitik der Universität Leipzig.

Abbildung 1
Wechselkursentwicklung des Frankens pro Euro

(Tagesdaten)



Quelle: Pacific Exchange Rate Service.

Segen und Fluch von Spar- und Leistungsbilanzüberschüssen

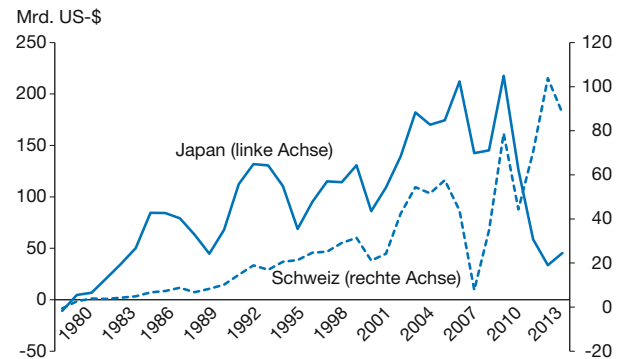
Das Grundproblem, das Japan und die Schweiz gemeinsam haben, ist eine Tugend: Hohe gesamtwirtschaftliche Ersparnisse, die seit Beginn der 1980er Jahre über den inländischen Investitionen liegen. Dies impliziert für beide Länder hohe Leistungsbilanzüberschüsse, die bis zum Einsetzen der Havarie in Fukushima⁵ und der Abenomics im Jahr 2012 überraschend parallel verlaufen (vgl. Abbildung 2). Aufgrund der Saldenmechanik der Zahlungsbilanz gilt grundsätzlich, dass Leistungsbilanzüberschüsse mit gleichgroßen Nettokapitalexporten verbunden sind. Im Durchschnitt haben die Schweizer seit 1980 pro Jahr knapp 30 Mrd. US-\$ ins Ausland exportiert, die Japaner fast 100 Mrd. US-\$.

Das Ergebnis war in beiden Ländern ein stetig wachsendes Nettoauslandsvermögen, das seit 1980 bis zum Jahresende 2014 in Japan auf ca. 3 Billionen US-\$ und in der Schweiz auf ca. 1 Billion US-\$ angestiegen ist (vgl. Abbildung 3).⁶ In Japan lag Ende 2014 das Nettoauslandsvermögen damit bei ca. 70% des Bruttoinlandsprodukts (BIP), in der Schweiz sogar bei 166%. Obwohl beide Länder einen vergleichsweise hohen Entwicklungsgrad ihrer Finanzmärkte erreicht haben und die Schweiz sogar als sicherer Hafen für die großen Vermögen dieser Welt gilt, kann davon ausgegangen werden, dass der größte Teil der japanischen und schweizerischen Nettoauslandsver-

5 Das Abschalten aller japanischen Atomkraftwerke führte zu einem steilen Anstieg der Energieimporte.

6 In beiden Ländern sind die Handelsbilanzen inzwischen negativ. Die positiven Leistungsbilanzen ergeben sich aus den Renditen der Auslandsanlagen.

Abbildung 2
Leistungsbilanzsalden Japans und der Schweiz



Quelle: IWF.

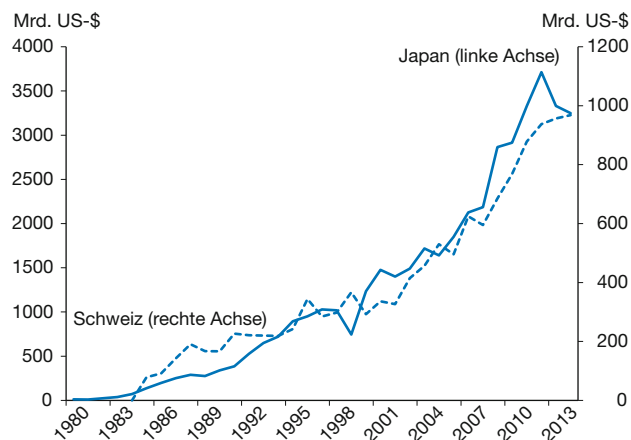
mögens in Fremdwährung (insbesondere US-Dollar und Euro) angelegt ist.⁷

Dies liegt insbesondere an der Größe und Dominanz der dollar- und eurobasierten Finanzmärkte im Weltwährungssystem. Die großen, hoch entwickelten Finanzmärkte der USA und des Eurogebietes können deutlich mehr Finanzanlagen absorbieren als der Schweizer oder auch der japanische Finanzmarkt. Anlagen in US-Dollar oder Euro erlauben eine höhere Diversifizierungsmöglichkeit. Finanztransaktionen in US-Dollar oder Euro sind aufgrund größerer Marktvolumina kostengünstiger. Dies führt für die Schweiz zu der besonderen Situation, dass diese zwar als sicherer Hafen viel Kapital importiert, aber noch mehr Kapital in die internationalen Finanzmärkte exportiert.

Aus den hohen und stetig wachsenden Nettoauslandsvermögen entsteht ein Wechselkursrisiko, das die Auslandsvermögen zum Problem macht. McKinnon und Schnabl

7 Seit der Jahrtausendwende haben Schweizer und auch österreichische Banken z.B. in Mittel- und Osteuropa viele Kredite in Schweizer Franken vergeben, deren Zinsniveau deutlich unter dem mittel- und osteuropäischer Länder lag. Die Schweizer Finanzinstitute oder die sich in der Schweiz refinanzierenden österreichischen Finanzinstitute konnten dadurch das durch Währungsschwankungen des Frankens entstehende Währungsrisiko eliminieren. Wie die jüngste Schweizer Aufwertungskrise zeigt, wird dadurch aber nur Währungsrisiko in Ausfallrisiko transformiert, vgl. R. McKinnon, G. Schnabl: The Return to Soft Dollar Pegging in East Asia? Mitigating Conflicted Virtue, in: International Finance, 7. Jg. (2004), H. 2, S. 169-201. Denn im Falle einer starken Aufwertung der Kreditgeberwährung werden die kreditnehmenden Haushalte, die ihre Einkommen in inländischer Währung beziehen, zahlungsunfähig, vgl. H.-P. Siebenhaar: Frankenrevolte in Osteuropa, in: Handelsblatt, vom 23.-25.1.2015, S. 16, 31.

Abbildung 3
Nettoauslandsvermögen Japans und der Schweiz



Quelle: IWF.

sprechen von einer „konfliktbehafteten Tugend“⁸: Da die japanischen und Schweizer Finanzinstitute ihre Bilanzen in inländischer Währung ausweisen, wirken sich Aufwertungen nicht nur negativ auf den Export, sondern auch auf die Stabilität der Finanzmärkte aus. Werten Yen oder Franken auf, dann realisieren Finanzinstitute, Lebensversicherungen, Pensionskassen etc., die fremdwährungsdenominierte Auslandsvermögen halten, Buchverluste in inländischer Währung. Diese können besonders schmerzlich sein, wenn sie schockartig erfolgen und wenn durch vorangegangene Finanzkrisen das Eigenkapital bereits abgeschmolzen ist.

Auch die Schweizerische Nationalbank bzw. der japanische Staat⁹ sind betroffen. In Japan wurden Ende 2014 ca. 19% des Nettoauslandsvermögens vom Staat gehalten, in der Schweiz sogar 50%. Nimmt man beispielsweise vereinfachend an, dass die Schweizer Nationalbank ihre Devisenreserven nur in Euro hält, dann hat sie durch

- 8 R. McKinnon, G. Schnabl: The Return to Soft Dollar ..., a.a.O. Der Begriff „Conflicted Virtue“ wurde als Pendant zu dem Begriff „Original Sin“ etabliert, vgl. B. Eichengreen, R. Hausmann: Exchange Rates and Financial Fragility, NBER Working Paper, Nr. 7418, 1999; R. McKinnon, G. Schnabl: The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin, in: Review of Development Economics, 8. Jg. (2004), H. 3, S. 331-360. „Original Sin“ umschreibt die Tatsache, dass aufgrund unterentwickelter Kapitalmärkte die Auslandsverschuldung von Entwicklungsländern und aufstrebenden Volkswirtschaften überwiegend in Fremdwährung denominated ist. Daraus ergibt sich ein Fremdwährungsrisiko bei der Abwertung der inländischen Währung, die die Auslandsverschuldung in inländischer Währung aufbläht und wie im Verlauf der Asienkrise ganze Finanzsysteme zum kollabieren bringt. Vgl. G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini: Paper Tigers?: A Model of the Asian Crisis?, in: European Economic Review, 43. Jg. (1999), H. 7, S. 1211-1236.
- 9 Die japanischen Devisenreserven in Höhe von ca. 1,2 Billionen US-\$ werden überwiegend nicht von der Zentralbank, sondern vom Finanzministerium gehalten.

einen Aufwertungsschock in Höhe von 16% (von 1,2 CHF pro Euro auf derzeit 1,07 CHF pro Euro) Verluste in Höhe von ca. 53 Mrd. CHF erlitten. Das zehrt am Eigenkapital und damit an der Unabhängigkeit.

Zwar wird eine Zentralbank nicht destabilisiert, selbst wenn das Eigenkapital negativ ist. Sie kann im Gegensatz zu Geschäftsbanken auch mit negativem Eigenkapital arbeiten.¹⁰ Doch die Gewinnüberweisungen an den Staatshaushalt sinken: Im Falle der Schweiz müssen der Schweizer Bund und die Kantone mit weniger Gewinntransfers von der Nationalbank auskommen, so dass der politische Druck auf die Nationalbank steigt. Ist die Zentralbank aufgrund von Bewertungsverlusten auf eine Rekapitalisierung durch die Regierung angewiesen, wird die Unabhängigkeit direkt unterminiert.¹¹

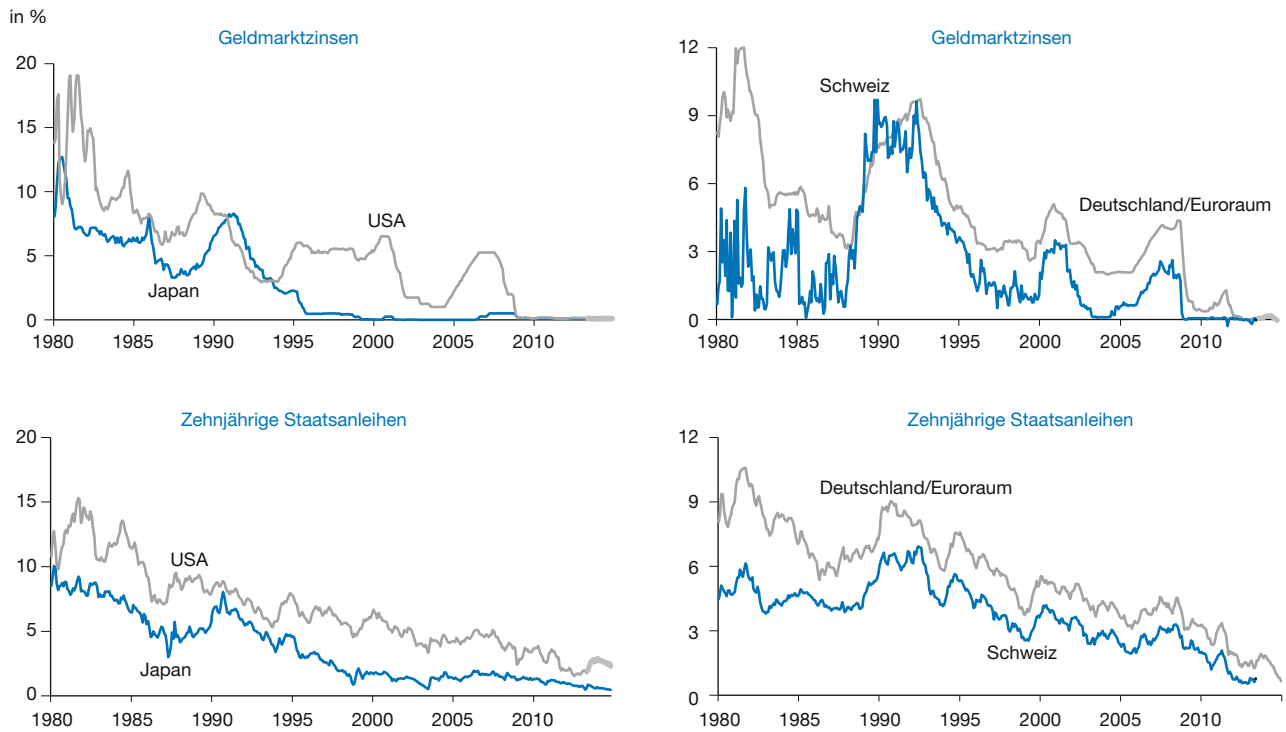
Sich selbsterfüllende Aufwertungserwartungen und Aufwertungskrise

Und auch private Anleger wie beispielsweise Frau Watanabe in Japan oder Herr Müller in der Schweiz müssen wachsam sein. Beide haben in der Vergangenheit, da das Zinsniveau in den USA höher als in Japan und das Zinsniveau im Eurogebiet höher als in der Schweiz lag (vgl. Abbildung 4),¹² Teile ihrer Ersparnisse in US-Dollar bzw. Euro angelegt. Zeichnen sich Erwartungen ab, dass die inländische Währung aufwertet, sind diese Anlagen in Auslandswährung von Bewertungsverlusten in Inlandswährung bedroht. Es wird derjenige die größten Verluste erleiden, der sein Fremdwährungsvermögen als letzter in Inlandswährung tauscht.¹³

So kann ein Run in die inländische Währung einsetzen, der Erwartungen selbsterfüllend macht: Weil erwartet wird, dass die Währung aufwertet, wird das Auslandsvermögen in inländische Währung rückgetauscht und es kommt zur Aufwertung. Dieser Trend wird noch verstärkt, wenn sich Spekulanten hinzugesellen, die sich aus der Aufwertung der Inlandswährung Spekulationsgewinne erhoffen. Solche Spekulanten können einfache Haushalte oder finanzkräftige Finanzinstitutionen wie Hedge Fonds sein.

- 10 A. Löffler, G. Schnabl, F. Schobert: Limits of Monetary Policy Autonomy and Exchange Rate Flexibility in East Asia, Working Papers on Global Financial Markets, Nr. 48, 2013.
- 11 J. Dalton, C. Dziobek: Central Bank Losses and Experiences in Selected Countries, IMF Working Paper, Nr. 05/72, 2005.
- 12 Für langfristige Staatsanleihen liegen die Renditen im Eurogebiet immer noch höher als in der Schweiz (ca. 0,3 Prozentpunkte gegenüber dem Referenzland Deutschland) und in den USA höher als in Japan (ca. 1,8 Prozentpunkte) (vgl. Abbildung 4).
- 13 R. Goyal, R. McKinnon: Japan's Negative Risk Premium in Interest Rates: The Liquidity Trap and the Fall in Bank Lending, in: The World Economy, 26. Jg. (2003), H. 3, S. 339-363.

Abbildung 4
Kurz- und langfristige Zinsrelationen Japan/USA und Schweiz/Deutschland/Euroraum



Daten für den Euroraum ab 1.1.1999.

Quelle: IWF.

Die Folge einer solchen sich selbst verstärkenden Aufwertungsspirale ist eine Aufwertungskrise, die über zwei Transmissionskanäle ausgelöst wird.

- Die Exporte, die bei konstanten Preisen in Inlandswährung durch die Aufwertung im Ausland teurer werden, brechen – wie weithin anerkannt – ein. Um sich an die Aufwertung anzupassen, müssen die Unternehmen rationalisieren und/oder die Löhne senken.¹⁴
- Es kommt – wie weniger beachtet wird – zu Bilanzrezessionen:¹⁵ Weil sich in den Bilanzen von Haushalten und Finanzinstituten der Wert der Auslandsvermögenswerte in Inlandswährung reduziert, sinkt deren (gefühltes) Eigenkapital, so dass diese Kreditvergabe bzw. Konsum einschränken. Gesamtwirtschaftlich nehmen Exporte, Konsum und Investitionen ab, während die Importe zunehmen. Die Japaner haben für diesen Wechselkursschock das Wort „endakafukyō“ („durch Yenaufwertung induzierte Rezession“) geschaffen.

14 R. Marston: Pricing to Market in the Japanese Manufacturing, in: Journal of International Economics, 29. Jg. (1990), H. 3, S. 217-236.

15 R. McKinnon, G. Schnabl: China's Exchange Rate ..., a.a.O.

Plötzlich aufflackernde Aufwertungserwartungen von Währungen in Ländern mit persistenten Leistungsbilanzüberschüssen können zwei Ursachen haben:

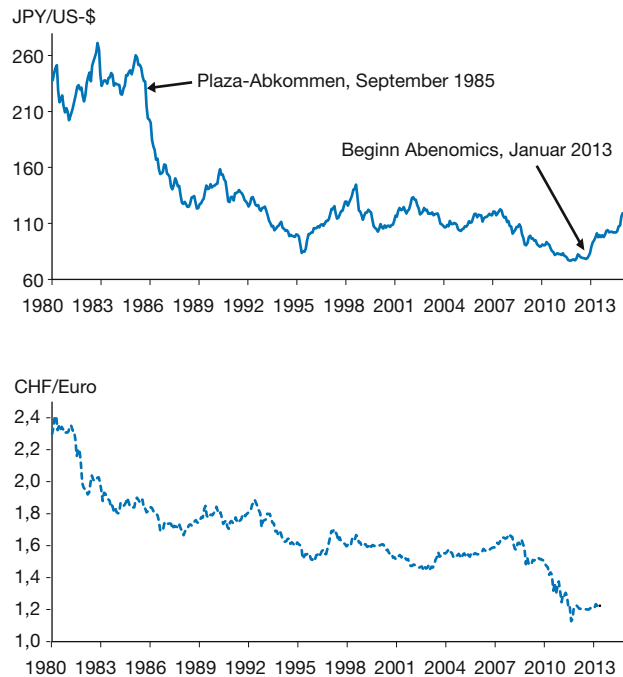
1. Es kann zu Zinssenkungen bzw. Ausweitungen der Zentralbankbilanzen in den Zentren des Weltwährungssystems kommen. Beispielsweise ist in den USA als wichtigstem Wirtschafts- und Finanzpartner Japans seit Beginn der 1980er Jahre der Leitzins in Wellen kontinuierlich gegen Null gesunken (vgl. Abbildung 4). Von Mitte der 1980er Jahre bis Mitte der 1990er Jahre forderten wichtige politische Entscheidungsträger der USA eine Abwertung des US-Dollar (Aufwertung des Yen), um Japan im Handelskrieg durch schmerzhaftes Aufwertungschocks in die Knie zu zwingen.¹⁶

Seit der Jahrtausendwende spielen Finanzkrisen eine zentrale Rolle für die geldpolitische Expansion in den USA.¹⁷ In deren Verlauf haben Leitzinssenkungen gegen Null und drei Wellen quantitativer Lockerung

16 R. McKinnon, K. Ohno: Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict between the United States and Japan, Cambridge MA 1997.

17 B. Bernanke: The Federal Reserve: Looking Back, Looking Forward, Speech at the Annual Meeting of the American Economic Association, Philadelphia, 3.1.2014.

Abbildung 5
Wechselkursentwicklung Yen/US-Dollar und Franken/Euro



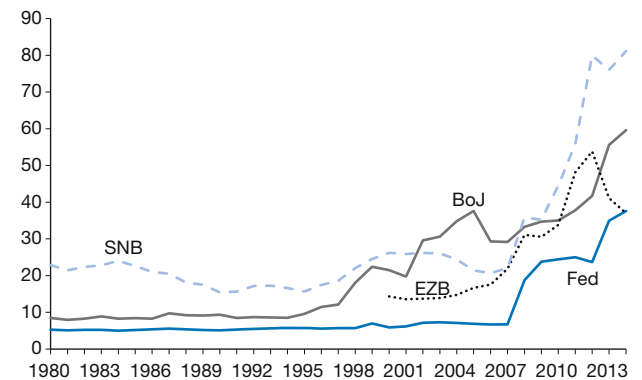
Quelle: IWF.

rung die Zinsen am kurzen und am langen Ende der Zinsstrukturkurve auf historische Tiefstände gebracht. Das Volumen der US-Zentralbankbilanz wurde auf Rekordniveau aufgeblasen. Dies hat in Schüben bis zum Einsetzen der Abenomics im Jahr 2012 immer wieder Aufwertungsdruck auf den japanischen Yen erzeugt. Abbildung 5 zeigt den kontinuierlichen Aufwärtstrend des japanischen Yen.

Ebenso hat insbesondere seit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise die Europäische Zentralbank den Leitzins gegen Null gesenkt und bis ins Jahr 2010 das Volumen der Zentralbankbilanz deutlich ausgeweitet (vgl. Abbildung 6). So wie es bei den USA im Handelskrieg mit Japan der Fall war, versucht nun EZB-Präsident Mario Draghi immer offener den Euro herunterzureden. Seit Herbst 2014 haben sich die Erwartungen verstetigt, dass es nach einer zeitweisen Konsolidierung der Europäischen Zentralbankbilanz wieder zu massiven Ankäufen von Kreditverbriefungen und Staatsanleihen kommen würde. Diese Erwartungen wurden am 22.1.2015 durch die Ankündigung von Draghi bestätigt, die Bilanz der Europäischen Zentralbank um 1100 Mrd. Euro auszuweiten.

Nimmt man Japan, wo die sehr starke monetäre Expansion bereits zu Beginn der 1990er Jahre eingesetzt

Abbildung 6
Volumen von Zentralbankbilanzen
in % des BIP



BoJ = Bank of Japan, EZB = Europäische Zentralbank, Fed = Federal Reserve System, SNB = Schweizerische Nationalbank.

Quelle: IWF.

hat, als mögliches Vorbild für die Entwicklung der europäischen Geldpolitik, ist die jüngste Entscheidung der EZB nur als Anfang einer Serie von weiteren Bilanzausweitungen zu sehen. Die resultierende immense Liquiditätsschwemme lässt die kleine, vom Eurogebiet umschlossene Schweiz nicht unberührt. Es setzen sogenannte Carry Trades ein, die nicht nur auf unterschiedlichen Zinsniveaus in einzelnen Volkswirtschaften basieren, sondern insbesondere nach der Angleichung der kurzfristigen Zinsniveaus in den Industrieländern bei einem Niveau von nahe Null auf Aufwertungsgewinne wetten.¹⁸

Das Kalkül ist wie folgt: Die Renditen einer sicheren Kapitalanlage bzw. die Kosten der Kreditaufnahme in den USA oder dem Eurogebiet liegen weiterhin bei nahe Null. Wenn der Anleger oder Spekulant aber mit großer Sicherheit eine Aufwertung von beispielsweise 5% erwarten kann, dann erhöht sich die erwartete Rendite der Kapitalanlage auf bis zu 5%. Je mehr Anleger oder Spekulanten dieser Ratio folgen, desto stärker fallen die Aufwertungsgewinne aus. Die erwarteten Spekulationsgewinne sind zudem umso höher, je geringer die Wahrscheinlichkeit ist, dass die Zentralbank der Anla-

¹⁸ L. Menkhoff, L. Sarno, M. Schmeling, A. Schrimpf: Currency Momentum Strategies, in: Journal of Financial Economics, 106. Jg. (2012), H. 3, S. 660-684.

gewährung (Bank of Japan bzw. Schweizerische Nationalbank) gegen die Aufwertung interveniert.¹⁹

2. In diesem Umfeld können die Aufwertungen dadurch ausgelöst werden, dass einflussreiche Entscheidungsträger die Aufwertung der inländischen Währung öffentlich ankündigen oder signalisieren. Dies ist beispielsweise in Japan im September 1985 mit dem Plaza-Abkommen geschehen. Damals verkündeten die fünf größten Industrienationen, dass der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar deutlich aufwerten sollte, um das Handelsungleichgewicht zwischen beiden Staaten zu beseitigen.²⁰ Der Ankündigung wurde durch Zinserhöhungen der Bank of Japan Gewicht verliehen.

Das Ergebnis war ein Run in den japanischen Yen, der den Kurs der japanischen Währung weit über den beabsichtigten Zielwert hinaus zwischen September 1985 und Februar 1987 eine Aufwertung von 50% bescherte (vgl. Abbildung 5). Japan stürzte in die Krise und die japanischen Exportunternehmen wurden in einen einschneidenden Restrukturierungsprozess gezwungen. Bis Mitte der 1990er Jahre haben prominente US-amerikanische Politiker immer wieder versucht, im Handelskrieg mit Japan den Kurs des US-Dollar (des Yen) herunterzureden (heraufzureden).²¹

Ebenso kann die Ankündigung eines flexiblen Wechselkurses durch die Schweizerische Nationalbank vom 15.1.2015 als eine unbeabsichtigte Einladung für Spekulanten gesehen werden. Die Ankündigung erfolgte zu einem Zeitpunkt, zu dem sich die Erwartungen hinsichtlich einer sehr starken monetären Expansion im Eurogebiet bereits verfestigt hatten. Die Konsequenz war die schockartige Aufwertung gegenüber dem Euro von 1,20 CHF pro Euro auf bis zu 80 Rappen. Danach setzte der Handel aus und seither schwankt der Wechselkurs des Frankens etwas unter der Parität zum Euro (vgl. Abbildung 1). Der EZB-Präsident Draghi setzt seine Bemühungen fort, den Kurs des Euro zu schwächen.

Währungspolitik steuert multiple Gleichgewichte

Die entscheidende Frage hinsichtlich der Wechselkursentscheidung der Schweizerischen Nationalbank war, wo

das neue Gleichgewicht, also der Endpunkt des Aufwertungsschocks, liegen würde. Die Antwort hängt von zahlreichen Faktoren wie den Erwartungen über den Fortgang der Geldpolitiken in der Schweiz und dem Eurogebiet, der Menge an verfügbarem globalem spekulativem Kapital, den Spekulationsdynamiken und nicht zuletzt der Toleranz der Schweizerischen Nationalbank bezüglich eines Aufwertungspfades ohne klares Ende ab. Gegeben die immense Menge an vagabundierender Liquidität auf den Weltkapitalmärkten – und vor dem Hintergrund der japanischen Erfahrungen von Mitte der 1980er Jahre – ist es eher unwahrscheinlich, dass sich der Wechselkurs ohne Interventionen der Zentralbank auf einem erträglichen Niveau – und schon gar nicht bei der Parität zwischen Franken und Euro – eingependelt hätte.

Es kann ebenso sein, dass das Land in eine Spirale aus Aufwertungsdruck und deflationären Tendenzen getrieben worden wäre, die keinen klaren Endpunkt hat. Die Aufwertung der inländischen Währung führt in eine Krise, in deren Verlauf Löhne gesenkt und Produktionsprozesse verschlankt werden. Importierte Güter werden in inländischer Währung billiger. Dies lässt das Preisniveau im Vergleich zum Ausland sinken, wodurch sich die Fundamentaldaten an die Wechselkursentwicklung anpassen. Langfristig entspricht die finanzmarktgetriebene Aufwertung im Trend der Entwicklung der Kaufkraftparität.²²

Die historische Sicht auf die Wechselkursentwicklungen der Schweiz und Japans zeigen, dass sich beide Währungen – der Yen zumindest bis zum Einsetzen der Abenomics – auf einem strukturellen Aufwertungspfad befinden bzw. befunden haben (vgl. Abbildung 5). Es entstehen multiple Gleichgewichte,²³ die von den Erwartungen bezüglich der Devisenmarktinterventionen der Zentralbank abhängen. Der strukturelle Aufwertungsdruck wird von den Zentralbanken im Zentrum des Weltwährungssystems geschaffen. Erwarten die Märkte, dass eine Zentralbank an der Peripherie des Weltwährungssystems eine Aufwertung der Inlandswährung zulassen wird, dann wächst die Spekulation. Das Land wird von einem Tsunami spekulativer Kapitalzuflüsse erfasst. Stabilisiert das Land hingegen den Wechselkurs glaubwürdig gegenüber der Ankerwährung, dann bleibt dieses spekulative Element aus. Der schwer kontrollierbare Aufwertungsdruck entsteht erst gar nicht.

19 Bezüglich der spekulativen Kapitalzuflüsse, die durch die weithin kommunizierte graduelle Aufwertung des chinesischen Yuan gegenüber dem US-Dollar (Upward Crawling Peg) ausgelöst wurden vgl. R. McKinnon, G. Schnabl: The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion, in: *China & World Economy*, 17. Jg. (2009), H. 1, S. 1-32.

20 Y. Funabashi: *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Institute of International Economics, Washington DC 1989.

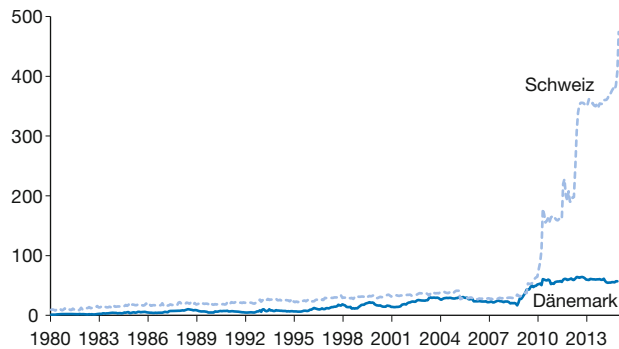
21 R. McKinnon, K. Ohno, a.a.O.

22 G. Schnabl: Weak Economy and Strong Currency – the Origins of the Strong Yen in the 1990s, in: *Quarterly Journal of Economic Research*, 70. Jg. (2001), S. 489-503.

23 M. Obstfeld: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, in: *American Economic Review*, 76. Jg. (1986), H. 1, S. 72-81; ders.: *The Logic of Currency Crises*, NBER Working Paper, Nr. 4640, 1994.

Abbildung 7
Devisenreserven Dänemarks und der Schweiz

in Mrd. Euro



Quelle: IWF.

Der Eintritt der wechselkursbedingten Krise hängt von den Wechselkurserwartungen und damit von den Signalen der Zentralbank bezüglich der Währungspolitik ab. Zwar kann die Zentralbank in einem Umfeld expansiver Geldpolitik des Ankerwährungslandes nicht vermeiden, dem expansivem Kurs der Zentralbank des Leitwährungslandes zu folgen. Doch es können spekulative Kapitalzuflüsse durch die Wechselkursbindung reduziert werden. So hat beispielsweise Dänemark, das den Kurs seiner Währung im Verlauf der europäischen Schulden- und Finanzkrise glaubhaft an den Euro gebunden gehalten hat, deutlich weniger Devisenreserven akkumuliert als die Schweiz, die bezüglich des Kurses in der Währungspolitik Unsicherheit erzeugt hat (vgl. Abbildung 7).

Im Januar 2015 dürften die Devisenreserven der Schweiz deshalb nochmals deutlich schneller gewachsen sein als die Dänemarks. Der neuesten Bilanz der Schweizerischen Nationalbank ist zu entnehmen, dass im Monat der Freigabe des Wechselkurses die Devisenreserven der Schweizerischen Nationalbank um mehr als 60 Mrd. Euro gestiegen sind. Da die Zentralbank den Geschäftsbanken entsprechende Guthaben gutschreibt, wenn sie von diesen Devisen kauft, deutet dies auf ein immenses Interventionsvolumen hin, um den Aufwertungsdruck wieder unter Kontrolle zu bringen.

Für Japan sind die Erfahrungen mit einem frei schwankenden Wechselkurs über den Aufwertungschock hinaus negativ. Der Post-Plaza-Aufwertungsrezession folgten spekulative Übertreibungen auf den Finanzmärkten, die die Kapitalzuflüsse absorbieren mussten. Der Aufwertungsdruck auf den Yen, der durch das Plaza-Abkommen losgetreten wurde, konnte erst sehr spät durch massive Dollarkäufe (Yenverkäufe) und vor allem durch massive

Zinssenkungen der Bank of Japan unter Kontrolle gebracht werden. Die sehr exportabhängige japanische Wirtschaft war längst in eine tiefe Rezession gestürzt. Zwar erleichterte die billige Liquidität der Bank of Japan Investitionen zur Restrukturierung der japanischen Unternehmen. Doch die Zinssenkung begünstigte auch einen Spekulationsboom auf den Immobilien- und Aktienmärkten. Zwischen September 1985 und Dezember 1989 wuchs daraus die japanische „Bubble Economy“. Deren Platzen im Dezember 1989 hat Japan in eine seither anhaltende Stagnation gebracht.²⁴

Seitdem kann es als Kernaufgabe der Bank of Japan gesehen werden, durch Zinssenkungen und zahlreiche Runden der quantitativen Lockerung die Aufwertungserwartungen auf den Yen unter Kontrolle zu halten.²⁵ Seit dem Platzen der japanischen Blase hat die Finanzmarktstabilität (relativ zum Export) für die Währungspolitik an Bedeutung gewonnen, weil die Eigenkapitalbasis von japanischen Finanzinstituten und Lebensversicherungen schwach ist, während diese weiterhin hohe Nettoauslandsvermögen halten. Eine Repatriierung dieser Auslandsvermögen könnte das Land aufgrund der Wechselkurseffekte nicht verkräften. Dies bedeutet, dass die japanische Zentralbank bei – aufgrund des weiterhin steigenden Nettoauslandsvermögens – persistenten Aufwertungserwartungen den Zins am kurzen und am langen Ende der Zinsstrukturkurve immer unter den Zinsen der USA halten musste, um einem Run in die inländische Währung vorzugreifen (vgl. Abbildung 4).

Das japanische Zinsniveau lag damit seit Mitte der 1980er Jahre in der Regel unter dem Zinsniveau der USA, wodurch ein internationales Portfoliogleichgewicht geschaffen wurde: Höhere (niedrigere) Zinsgewinne in den USA (in Japan) wurden durch die Abwertung des US-Dollar (Aufwertung des Yen) damit weitgehend ausgeglichen.²⁶ Dies wird in Abbildung 4 besonders bei den langfristigen Zinsen deutlich. Da in den USA der Leitzins aber stetig gefallen ist, hatte die Persistenz der Aufwertungserwartungen auch zur Folge, dass der japanische Leitzins zuerst an die Nullzinsgrenze gedrückt wurde und die Ausweitung der Zentralbankbilanz der Bank of Japan der Ausweitung der Zentralbankbilanz des Federal Reserve System vorgelauften ist (vgl. Abbildung 6).

24 G. Schnabl: Monetary Policy and Structural Decline: Lessons from Japan for the European Crisis, in: Asian Economic Papers, 14. Jg. (2015), Nr. 1, im Erscheinen.

25 R. Goyal, R. McKinnon, a.a.O.

26 G. Schnabl: Weak Economy ..., a.a.O. Goyal und McKinnon gehen zudem von einer Risikoprämie aus, die japanische Anleger für das Wechselkursrisiko ihrer Auslandsanlagen kompensiert, vgl. R. Goyal, R. McKinnon, a.a.O.

In der Schweiz sind in Bezug auf Deutschland bzw. ab 1999 in Bezug auf den Euroraum ähnliche Tendenzen zu erkennen. Schon seit den frühen 1990er Jahren hat die Schweizerische Nationalbank bei stetigen Aufwertungen des Frankens gegenüber der D-Mark und später gegenüber dem Euro (vgl. Abbildung 5) ihren Leitzins unter dem der Deutschen Bundesbank und später unter dem der Europäischen Zentralbank gehalten.

Leitzinsveränderungen der Deutschen Bundesbank und der Europäischen Zentralbank wurden umgehend von entsprechenden Zinssenkungen der Schweizerischen Nationalbank begleitet. Die Kointegration der kurz- und langfristigen Zinsen ist für die Schweiz und das Eurogebiet (bzw. Deutschland) noch deutlicher als für Japan und die USA (vgl. Abbildung 4). Der Verlauf der langfristigen Zinsniveaus der Schweiz und Deutschlands zeigt deutliche Parallelen zu Japan und den USA. Mit Ausbruch der europäischen Finanz- und Schuldenkrise wurde nicht nur der Leitzins der Europäischen Zentralbank, sondern vorlaufend auch der Leitzins der Schweizerischen Nationalbank gegen Null gedrückt. Die Wechselkursbindung des Schweizer Frankens im Herbst 2011 kann aus dieser Sicht nur als schmerzhaft, aber realistische Anerkennung der währungspolitischen Zwänge im Umfeld der globalen Liquiditätsschwemme gesehen werden.

Wirtschaftspolitische Implikation und Ausblick

Diese Zwänge bleiben auch nach der jüngsten Entscheidung der Schweizerischen Nationalbank unverändert. So wurde zwar als Reaktion auf die Aufgabe der Wechselkursbindung der Schweizer Leitzins auf -0,75% gesenkt. Dies hat aber nicht ausgereicht, um den Aufwertungsdruck abzdämpfen. Es deutet vielmehr viel darauf hin, dass deshalb die Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank wieder aufgenommen wurden. Sollte die Schweizerische Nationalbank bereits

zur Wechselkursbindung zurückgekehrt sein, dann hätte die geld- und währungspolitische Freiheit der Schweizerischen Nationalbank am 15.1.2015 nur wenige Stunden angehalten.

Die Schweiz und Japan machen sehr deutlich, dass in einer Welt der drastischen Ausweitung der Zentralbilanzen in den beiden Zentren des Weltwährungssystems die geldpolitische Freiheit der Länder an dessen Peripherie noch geringer geworden ist. Die Geldschwemme der Federal Reserve und der Europäischen Zentralbank wird gezwungenermaßen importiert. Die währungspolitische Freiheit ist sehr begrenzt. Dies gilt auch für die tugendhaften Eidgenossen, die zum Opfer der neuen europäischen Weichwährungspolitik werden, obwohl sie sich bewusst nicht auf das Euro-Abenteuer eingelassen haben.

Ein Festkurs gegenüber dem Euro muss unter den gegebenen Bedingungen als die beste Option gesehen werden, da eine bessere nicht verfügbar ist. Denn die Länder, die ihren Wechselkurs eng an die jeweilige Leitwährung gebunden haben, profitieren davon, dass die wechsellkurs-spekulativen Komponenten der Kapitalflüsse eliminiert werden (wie z.B. Dänemark). Diese wenden sich dann den Ländern zu, die freie Wechselkurse und/oder eine Aufwertung ihrer Währungen signalisieren (wie die Schweiz oder China).

In den Zielländern werden die spekulativen Kapitalzuflüsse wie in Japan nach dem Plaza-Abkommen in spekulativen Übertreibungen auf den inländischen Aktien- und Immobilienmärkten sichtbar. Negativzinsen wie sie als Reaktion auf den Aufwertungsdruck in der Schweiz noch erhöht wurden, vermehren nur den Druck auf die Aktien- und Immobilienmärkte, da diese Substitute für Bareinlagen und Wertpapierkäufe sind. Die sich daraus ergebende Euphorie könnte dann in eine ähnliche Krise enden, wie sie der japanischen Blasenökonomie folgte.

Title: *Japans Lessons for the Swiss Exchange Rate Dilemma*

Abstract: *In January 2015, the Swiss National Bank announced that the hard peg of the Swiss franc against the euro will be released and that the Swiss currency should float freely. This announcement brought the Swiss franc under strong appreciation pressure. The Swiss National Bank seems to have returned within a short time to a tight peg without officially announced parity. This paper shows that currencies of countries with persistent current account surpluses and high foreign currency denominated debt, such as the Swiss franc and the Japanese yen, are under a persistent appreciation pressure. Appreciation expectations, which are triggered by official announcements of appreciations, lead into runs in the domestic currency, which make appreciation expectations selffulfilling. Multiple equilibria emerge: the appreciation of the domestic currency and the appreciation-induced crisis depend on the signals of the central bank concerning its tolerance of an appreciation of the domestic currency. The phenomenon is enhanced in an environment of very expansionary monetary policies in the centres of the world monetary system. The economic policy implication is a tight peg of the Swiss franc to the euro, because a better solution is not available.*

JEL Classification: F15, F31, F33