

Der harte Franken

Kurzanalysen* von Avenir Suisse

mit Beiträgen von Alois Bischofberger, Markus Schär, Gerhard Schwarz, Rudolf Walser, Martin Wermelinger und Boris Zürcher

Vorwort_ Der (zu) harte Franken

01_ «Ich fürchte, die SNB verpasst die Gelegenheit»

Abendliches Gespräch zum harten Franken

02_ Wo liegt die Schmerzgrenze für den Franken?

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen

03_ Den «richtigen» Frankenkurs gibt es nicht

Die Krux mit den Kaufkraftparitäten

04_ Devisenspekulation als willkommener Sündenbock

Interventionismus hilft nicht weiter

05_ Teure Güter aus den USA und aus Euroland

Die Entwicklung der Importpreise

06_ ... zum Golde (und zum Franken) drängt doch alles

Die SNB könnte ein Wechselkursziel für den Franken festlegen

07_ Risiken abgewendet oder geschaffen?

Die Schweizer Nationalbank in der öffentlichen Diskussion

08_ Die Geldpolitik verträgt kein Hickhack

Der Auftrag der Nationalbank heisst Sicherung der Geldwertstabilität

* ergänzende Aktualisierung zur Publikation

«Der harte Franken» vom Februar 2011

<http://www.avenir-suisse.ch/127/der-harte-franken>

Die Beiträge 1-8 sind auf der Homepage von Avenir Suisse unter <http://www.avenir-suisse.ch/category/meinungen> erschienen und können von dort heruntergeladen und/oder versandt werden. – Zürich, 23. August 2011



Vorwort_ Der (zu) harte Franken

Die Schweizer Währung weist, wie der Altmeister der monetären Ökonomie in der Schweiz, der Basler Professor Peter Bernholz, an einem Abendlichen Gespräch von Avenir Suisse bemerkte, eine langfristige, fast historische Tendenz zur Stärke auf. Zwar gibt es zwischendurch immer wieder Phasen der Schwäche, wie etwa zwischen 2003 und 2008. Es sind dies jeweils Perioden, in denen die Weltwirtschaft von einer relativ geringen Risikoaversion geprägt ist. Sobald es aber zu krisenhaften Entwicklungen kommt, sobald wieder mehr Sicherheit gefragt ist und «sichere Häfen» gesucht werden, kommt der Franken unter «Aufwertungsdruck». Das war auch nach dem Ausbruch der Subprime-Krise im Sommer 2007 nicht anders und insofern noch nicht weiter beunruhigend. Weil es jedoch nicht bei dieser einen Krise blieb, sondern darauf eine veritable Finanz- und Wirtschaftskrise und in Europa und den USA eine tiefgreifende Schuldenkrise folgte, kam es zeitweise zu einer ungewöhnlich starken und raschen Höherbewertung des Frankens.

Avenir Suisse stellte sich vor diesem Hintergrund schon zu Beginn des Jahres 2011 die Frage, was für Handlungsmöglichkeiten die Schweiz hat, wenn sich der «Aufwertungsdruck» in einem Ausmass akzentuiert, dass schwere strukturelle Verwerfungen drohen. Gemeint sind damit nicht nur rezessive und deflationäre Tendenzen, wie sie unter anderem etwa zur Rechtfertigung der umstrittenen Interventionen der Schweizerischen Nationalbank zwischen März 2009 und Mai 2010 herhalten mussten, sondern massive Auswirkungen auf die Investitions- und Standortentscheide der Unternehmen. Die Antwort von Avenir Suisse auf die obige Frage in einem Diskussionspapier vom Februar 2011 lautete, dass, wenn Unternehmen beginnen, allein wegen der Wechselkursituation Produktionsstätten zu schliessen, die Produktion ins Ausland zu verlagern und die Schweiz nicht mehr als Sitz ihres Unternehmens zu wählen, als Ultima Ratio die vorübergehende Festlegung einer Untergrenze für den Wechselkurs des Euro in Franken ins Auge gefasst werden müsste. Hingegen wies Avenir Suisse damals wie heute Konjunkturpakete sowie industriepolitisch angehauchte Stutzungsmassnahmen, wie sie der Bundesrat nun angekündigt hat, als kontraproduktiv und ordnungspolitisch bedenklich weit von sich. Als im Juli und August 2011 der Frankenkurs noch einmal deutlich stieg und zeitweise die Parität zum Euro streifte, war dies genau jene von uns im Februar noch als reichlich hypothetisch eingeschätzte, ungemütliche Situation, die unkonventionelle Massnahmen rechtfertigt. Mit einigen Aufsätzen auf Avenir Suisse Online versuchten Alois Bischofberger, Rudolf Walser, Martin Wermelinger und Boris Zürcher noch einmal einige Aspekte der Geld- und Wechselkurspolitik zu beleuchten, die Rolle der Spekulation, die Gründe für eine verzögerte Weitergabe von Wechselkursgewinnen an die Konsumenten, die Unmöglichkeit der Bestimmung eines richtigen Wechselkurses und die Schmerzgrenze eines starken Frankens für die Unternehmen. Schliesslich legte Alois Bischofberger dar, warum nun im Urteil von Avenir Suisse der Moment gekommen ist, an eine Untergrenze zu denken, warum mit anderen Worten die unbestreitbaren Risiken einer solchen Massnahme als geringer erscheinen als die Risiken dauerhafter Arbeitsplatzverlagerungen.

Als die Nationalbank dann zwar intervenierte, aber in der Kommunikation weiterhin relativ schwammig blieb und sich nicht auf ein Ziel festlegen wollte, organisierte Avenir Suisse sehr kurzfristig ein Abendliches Gespräch mit drei Experten, Prof. Peter Bernholz,

Prof. Peter Kugler und PD Tobias Straumann, um die Fragen um eine solche temporäre Kursuntergrenze vertiefend zu diskutieren. Ein ungewöhnlich grosser Zulauf (die verfügbaren Plätze waren in kürzester Zeit «ausverkauft») zeigt, wie stark das Problem derzeit unter den Nägeln brennt. Wir haben deshalb die Online-Beiträge nochmals überarbeitet und der Aktualität angepasst, ohne allerdings an ihrem grundsätzlichen Tenor etwas zu ändern, und legen sie hier in gebündelter Form vor, zusammen mit einem schon früher erschienenen Beitrag aus der Feder des Unterzeichneten über die dringend gebotene Unabhängigkeit der obersten Währungshüter und mit der Berichterstattung über den Diskussionsanlass vom 18. August 2011 durch unseren regelmässigen externen Mitarbeiter Markus Schär. – *Gerhard Schwarz, 23. August 2011*

01_ «Ich fürchte, die SNB verpasst die Gelegenheit»

Abendliches Gespräch zum harten Franken vom 18. August 2011



Die Schweizerische Nationalbank muss beim Euro-Kurs eine Untergrenze ankündigen und verteidigen – entschlossen und vor allem unverzüglich: Darin stimmten beim Abendlichen Gespräch von Avenir Suisse zum harten Franken alle Experten überein.

Nie wurde eine Veranstaltung von Avenir Suisse so kurzfristig, nämlich zehn Tage zuvor, angesetzt. Und nie war ein Abendliches Gespräch so schnell, innert zwei Stunden, ausgebucht. Gerhard Schwarz, Direktor von Avenir Suisse, erwähnte es bei der Begrüssung, um die Brisanz des Themas zu betonen. Schon im Februar dieses Jahres, bei einem Euro-Kurs von 1.30 Franken, gab Avenir Suisse das Discussion Paper «Der harte Franken» heraus und führte dazu ein Abendliches Gespräch mit SNB-Vizepräsident Thomas Jordan und Privatdozent Tobias Straumann durch. Die Publikation löste damals noch kein grosses Echo aus; diesmal aber bewies das hochkarätige Publikum, wie drängend das Problem ist.

erwähnte es bei der Begrüssung, um die Brisanz des Themas zu betonen. Schon im Februar dieses Jahres, bei einem Euro-Kurs von 1.30 Franken, gab Avenir Suisse das Discussion Paper «Der harte Franken» heraus und führte dazu ein Abendliches Gespräch mit SNB-Vizepräsident Thomas Jordan und Privatdozent Tobias Straumann durch. Die Publikation löste damals noch kein grosses Echo aus; diesmal aber bewies das hochkarätige Publikum, wie drängend das Problem ist.

Der Ernstfall ist eingetreten

«In den Sommerferien entwickelte sich die Lage dramatisch», erklärte Alois Bischofberger, der zusammen mit Rudolf Walser und Boris Zürcher das Papier von Avenir Suisse verfasst hat. Im Februar sahen die Autoren noch keinen Anlass, dass die Nationalbank von ihrer eigenständigen Geldpolitik abwich. Sie sagten aber bereits da voraus, die SNB könnte sich bei stärkeren Verwerfungen gezwungen sehen, temporär ein Wechselkursziel vorzugeben. Dieser Fall ist für die Experten von Avenir Suisse eingetreten, da vor allem wegen Produktionsauslagerungen und Beschäftigungsabbau schwerer Schaden für die Schweizer Volkswirtschaft droht. Schon vor zwei Wochen wäre der Zeitpunkt günstig gewesen, um eine Untergrenze für den Euro-Kurs festzulegen; stattdessen blähte die Nationalbank mehrfach die Geldmenge auf und warnte die Spekulanten mit markigen Ankündigungen. «Es ist schön, dass Worte so wirkungsvoll sein können», meinte Bischofberger angesichts des kurzzeitigen Anstiegs des Euro-Kurses um 15 Prozent. «Wir bezweifeln aber, dass sich so eine nachhaltige Verbesserung erzielen lässt.»

Die Nationalbank machte Fehler

Am meisten nachhaltigen Erfolg verspricht das Ankündigen und Verteidigen einer Untergrenze für den Euro-Kurs. Darin stimmten die Experten beim anschliessenden Podiumsgespräch überein: der emeritierte Basler Professor Peter Bernholz, den Gerhard Schwarz als «Altmeister der monetären Ökonomie» vorstellte, der Basler Professor Peter Kugler

und der Zürcher Privatdozent Tobias Straumann. Der Zeitpunkt für diese weitreichende Massnahme sei erst in den letzten Wochen gekommen, betonte auch Bernholz. Er kritisierte die Interventionen im Frühling 2010 scharf. Die Nationalbank habe 1. zu früh eingegriffen, als der Franken noch kaum ungewöhnlich überbewertet war, 2. kein Ziel für den Wechselkurs angegeben, 3. nicht mit einer unbegrenzten Intervention gedroht und 4. die anschwellende Geldmenge aus Angst vor Inflation gleich wieder abgeschöpft: «Da sind wirklich Fehler gemacht worden, die mich etwas überrascht haben.»

Günstiger Zeitpunkt schon verpasst?

Diesmal habe die Nationalbank mit ihrer ersten Intervention «den genau richtigen Zeitpunkt erwischt», lobte sie Straumann: «Im Gespräch mit Händlern stellte ich fest, dass sich die Erwartungen drehten.» Selbst unter den Spekulanten schien sich die Einsicht durchzusetzen, «dass verrückt ist, wer Franken und Euro eins zu eins tauscht», wie Kugler scherzte. Nach der dritten SNB-Intervention, die nur mehr vom Gleichen brachte und deshalb kontraproduktiv wirkte, zeigte sich Straumann aber ernüchert: «Ich habe grosse Angst, dass die Nationalbank den günstigen Zeitpunkt verpasst – das Zaudern nagt sofort wieder an ihrer Glaubwürdigkeit.» Es gehe jetzt wirklich um jeden Tag, mahnte der Wirtschaftshistoriker: «Die Zeit läuft.» Auch beim vorzugebenden Ziel zeigten sich die Experten einig. «Die Untergrenze für den Euro-Kurs darf nicht allzu weit vom aktuellen Kurs entfernt liegen», meinte Kugler, «1.40 liegt nicht drin.» Die Nationalbank könne aber einen Wert zwischen 1.15 und 1.20, vielleicht sogar 1.25 vorgeben, betonten alle Experten – und sie müsse klarmachen, dass der Euro-Kurs nicht darunter sinken dürfe.

Unschweizerische Inflation droht

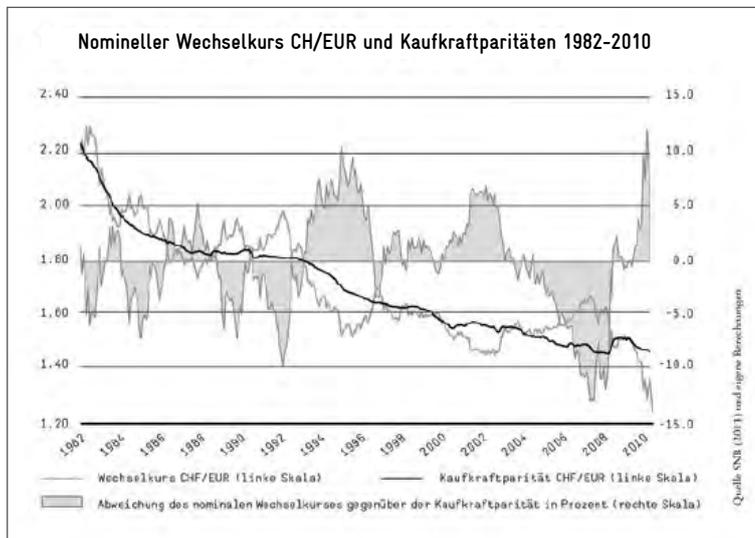
Wenn die Nationalbank die Märkte von ihrem Willen überzeugen will, eine Untergrenze zu verteidigen, darf sie allerdings eine Geldschwemme, also drohende Inflation nicht fürchten. Die Experten sahen da keine Gefahr. «Wir werden Inflation nicht vermeiden können», sagte Kugler. Auf die Intervention von 1978, als die Nationalbank in einer ähnlichen Notlage erfolgreich eine Untergrenze für den Kurs der D-Mark festlegte, folgten Anfang der Achtzigerjahre, verstärkt durch den zweiten Ölpreisschock, eine Inflation und die Rezession von 1982/83. Kugler sah zwar «unschweizerische 2 bis 3 Prozent Inflation» voraus, aber keine höheren, gefährlichen Werte. Die anderen Podiumsteilnehmer stimmten ihm zu. Ohne die Inflationsdrohung liessen sich die Erwartungen der Märkte gar nicht brechen, betonte Bernholz. Die Nationalbank müsse aber die monetäre Basis zum richtigen Zeitpunkt wieder auf das Normalmass zurücknehmen – auch gegen allfälligen Druck der Politik.

Aktien und Immobilien im Ausland kaufen

Eine unbeschränkte Intervention der Nationalbank müsse nicht nur bedeuten, «dass sie noch mehr Schrott-Euro kauft», witzelte Kugler. Er schlug vor, die SNB solle im Ausland statt Staatsanleihen auch Aktien oder Immobilien erwerben, das erlaube das neue Gesetz. Kugler wies darauf hin, dass auch das Nettovermögen von rund 800 Mrd. Franken, das die Schweizer im Ausland halten, unter der Aufwertung des Frankens leidet: Angesichts des Buchverlustes in dreistelliger Milliardenhöhe erschienen auch die Milliardeneinbusen, die die Nationalbank bei ihren Interventionen im letzten Jahr erlitt, nicht mehr so dramatisch. Wegen des Schadens, der der Schweiz droht, beim Auslandvermögen und vor allem am Arbeitsplatz, muss die Nationalbank gemäss allen Experten handeln – entschlossen und unverzüglich. – *Markus Schär*

02_ Wo liegt die Schmerzgrenze für den Franken?

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Unternehmen



Dass die starke Aufwertung des Frankens in den letzten Monaten viele Unternehmen mit Sorgen erfüllt hat, versteht sich von selbst. Es erstaunt deshalb auch nicht, dass zu diesem Zweck gerne der Begriff der «Schmerzgrenze» bemüht wird. Das war schon in früheren Aufwertungsphasen des Frankens so.

Am 27. März 2002 konnte man im Zusammenhang mit dem vorhergegangenen globalen Konjunkturbruch in einer SDA-Meldung lesen:

«Für diverse Branchen der Exportwirtschaft liegt die Schmerzgrenze des Euro-Wechselkurses bei Fr. 1.50.» In der Folge schwächte sich der Franken zwischen 2004 und 2007 übermässig ab, und es kam bis zum Ausbruch der Finanzmarktkrise 2008 zu einer fast stürmischen Exportentwicklung.

Am 13. Februar 2010 wurde ein prominenter Branchenvertreter in der NZZ wie folgt zitiert: «Sinkt der Euro während mehrerer Wochen unter Fr. 1.40, dann tut es weh.» Auch nach dieser Aussage zeigten die Exporte allen Unkenrufen zum Trotz in den Folgemonaten kaum Ermüdungserscheinungen, obwohl der Margendruck ohne Zweifel zugenommen hat.

Diese Beispiele machen zweierlei deutlich: Einerseits sind Aussagen über die «Schmerzgrenze» nicht einfach für bare Münze zu nehmen. Es sind wohl vielmehr Alarmrufe an die Nationalbank und die Politik, die mehr auf subjektiven Eindrücken als auf harten, überprüfbaren Fakten basieren. Andererseits wäre es eine Illusion, zu glauben, die Wechselkursabhängigkeit der Exportwirtschaft liesse sich trotz der Heterogenität der Branchen und Unternehmen mit einem einzigen Frankenkurs-Niveau ausdrücken.

Was bieten sich aber sonst für «harte» Fakten an, um die Lage seriös zu analysieren? Im Vordergrund stehen – neben den herkömmlichen Konjunkturstatistiken – zwei Konzepte: Erstens, die Kaufkraftparitäten, die zwischen nominalen und realen Wechselkursen unterscheiden und bei Aussagen über die «Schmerzgrenze» gerne übersehen werden. Zweitens, die Indikatoren zur preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Sie stehen im Zentrum dieses Beitrags.

Der Aufschwung im Ausland geht an der Schweiz nicht vorbei

Ein beliebtes und häufig verwendetes Mass für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes oder einer Branche ist die Wechselkurselastizität. Dabei wird von der Tatsache ausgegangen, dass sich die Exportentwicklung eines Landes grundsätzlich durch die Wirtschaftsaktivität im Ausland und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der eigenen

Unternehmen erklären lässt. Letztere gibt die relative Preis- bzw. Kostenentwicklung in der Schweiz im Vergleich zu einem gewichteten Durchschnitt der schweizerischen Absatzländer wieder.

Eine Reihe von empirischen Studien zeigt, dass die langfristige Elastizität der schweizerischen Exporte gegenüber der Wirtschaftsaktivität im Ausland bei rund 2 Prozent liegt, d.h. die schweizerischen Ausfuhren nehmen bei deren Anstieg überproportional zu. Darin spiegeln sich nicht zuletzt der im Rahmen der Globalisierung zu beobachtende rasante Anstieg der weltweiten Handelsaktivitäten und die gute Integration der schweizerischen Unternehmen in die internationale Arbeitsteilung.

Etwas schwieriger ist es, den Einfluss der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zu erfassen. Je nach Modellspezifikation (Indikatoren auf Basis Konsumenten-, Produzentenpreise oder Lohnstückkosten), Aggregationsstufe (Gesamtwirtschaft bzw. Branchen) und Schätzzeitraum ergeben sich unterschiedliche Ergebnisse, wie jüngst wieder eine Untersuchung der KOF der ETH Zürich gezeigt hat. Die geschätzten Elastizitäten für die Gesamtexporte liegen zwischen -0,2 und -0,6 Prozent. Auf Branchen- und Länderebene ist die Schwankungsbreite grösser.

Ein guter Branchenmix für den Weltmarkt

Trotz dieser Unsicherheit über die Bedeutung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutet vieles darauf hin, dass die Schweizer Ausfuhren sowohl im Zeitverlauf als auch im Vergleich mit anderen Volkswirtschaften insgesamt etwas resistenter gegen nominale und reale Wechselkursschwankungen geworden sind. Allerdings haben sich auch die Unterschiede zwischen den einzelnen Branchen tendenziell vergrössert. So bewältigt die chemisch-pharmazeutische Industrie Aufwertungsschocks leichter als Teile der Maschinen-, Metall- und Elektroindustrie, die Textilindustrie oder der Tourismus.

Fügt man dieses Puzzle zu einem Gesamtbild zusammen, so kann man wohl sagen, dass die Schweizer Wirtschaft mit den zahlreichen F&E-intensiven, hochwertigen Gütern einen guten Branchenmix im Weltmarkt aufweist und die Vorteile des internationalen Vorleistungsbezugs positiv zu nutzen weiss. Weil die Elastizität der ausländischen Nachfrage gut fünfmal stärker wirkt als jene des Wechselkurses, konnte sie auch bis zuletzt von der guten Konjunktur in den wichtigen Exportländern profitieren.

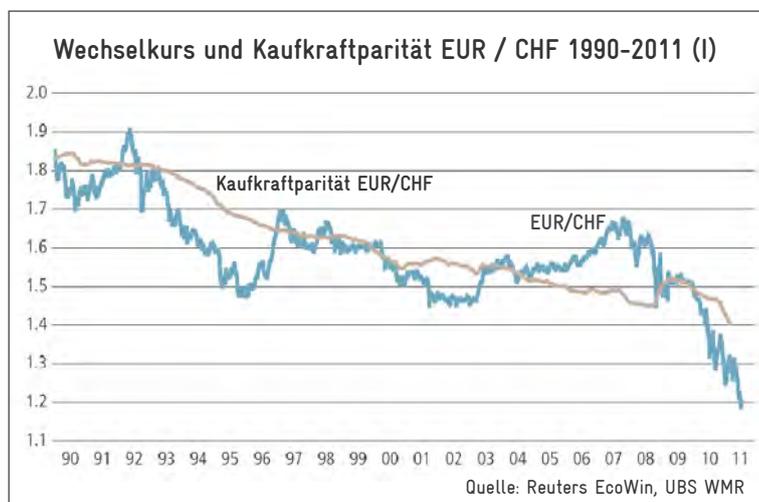
Prognosen bleiben schwierig

Obwohl diese empirischen Arbeiten über die preisliche Wettbewerbsfähigkeit wichtige Einsichten vermitteln, können sie nicht einfach als Gradmesser für die Zukunft genommen werden, da sie immer auf ex-post Daten basieren. Die Frage, wie es weiter geht, lässt sich deshalb auch mit Wechselkurselastizitäten nicht ein für allemal beantworten.

So weiss man nicht zum Voraus, wie die Unternehmen auf Wechselkursschocks reagieren. Bleibt die Widerstandskraft der Exportwirtschaft erhalten? Wird die Anpassung bei einer andauernden Frankenstärke linear ablaufen oder kippt die Lage brüsk und bringt viele Unternehmen und Branchen in Schwierigkeiten? Die Lage ist auch für die Nationalbank schwierig, wie das im Februar 2011 publizierte Diskussionspapier «Der harte Franken» bereits gezeigt hat. – *Rudolf Walser (ursprünglich erschienen am 17. Juli 2011)*

03_ Den «richtigen» Frankenkurs gibt es nicht

Die Krux mit den Kaufkraftparitäten



Die «Härte» einer Währung wird in aller Regel an ihrer Kaufkraftparität gemessen. Deshalb stösst dieses Mass in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten auf breites Interesse. Kaufkraftparitäten geben an, wie viele Einheiten inländischer Währung erforderlich sind, um den gleichen repräsentativen Warenkorb zu erwerben, den man für eine Einheit ausländischer Währung erhalten könnte. In einer perfekten und idealen Welt passt sich der Wechselkurs so an, dass diese Bedingung zwischen zwei Wäh-

lungsräumen jederzeit erfüllt ist, d.h. der Warenkorb gleich hohe Geldbeträge kostet. Dieser Wechselkurs wird als kaufkraftparitätischer Wechselkurs bezeichnet.

Keine Idealwelt

Leider weicht die reale Welt in mancher Beziehung von diesem Idealzustand ab. So gibt es Handelsschranken (Zölle, Transport- und Transaktionskosten), Steuern, Subventionen, nicht handelbare Dienstleistungen usw., was im Endeffekt dazu führt, dass Kaufkraftparität kaum je gegeben ist. Vor allem kurzfristig kann der Wechselkurs erheblich von der Kaufkraftparität abweichen. Dies hängt damit zusammen, dass monetäre Störungen schnell zu Wechselkursveränderungen führen können, während sich das Preisniveau nur langsam anpasst. Langfristig sollte der Wechselkurs jedoch um die Kaufkraftparität, die im Zeitablauf variiert, schwanken.

Unterschiedliche Modelle

Für den Franken gilt, dass er gegenüber den Leitwährungen Dollar, Euro und Pfund einen langfristigen Aufwärtstrend aufweist. Dabei fällt auf, dass die Schätzungen bezüglich der Abweichung des Frankens von seiner Kaufkraftparität bzw. von seinem langfristigen Gleichgewichtskurs recht unterschiedlich sind.

So kommt auf der einen Seite die Bank Vontobel in ihrem Investment Guide vom Mai 2011 auf der Basis der unterschiedlichen Entwicklung der Produzentenpreise zum Ergebnis, «dass der Franken entgegen der allgemeinen Wahrnehmung zum Euro kaum überbewertet ist und weitgehend den fundamentalen Gegebenheiten entspricht.» Der Dollar wird kurzfristig als etwas zu billig eingestuft, weshalb mit Gegenbewegungen zu rechnen sei. Auf der anderen Seite steht die Bank Sarasin. Gemäss ihren Berechnungen liegt der faire Wert des Frankens bei einem Eurokurs von 1.40 und einem Dollarkurs von 1.14. Die Credit Suisse nimmt eine mittlere Position ein. Sie verwendet allerdings einen anderen Ansatz und bestimmt die Kaufkraftparität unter Einbezug wichtiger Fundamentaldaten (relative Preise, Produktivität, Zinsen, Aussenhandelszahlen). Laut der Grossbank wäre der Franken mit einem Euro-Kurs von 1.36 fair bewertet, unter 1.31 Franken für den Euro gilt er als überbewertet, unter 1.27 Franken gar als deutlich überbewertet.

Diese Beispiele zeigen zweierlei. Erstens hängt die Berechnung von Kaufkraftparitäten entscheidend von der gewählten Methode und der Untersuchungsperiode ab. Zweitens ist es eine Illusion, zu meinen, es existiere ein «richtiger» Wechselkurs; je nach Modell errechnen sich offenbar mehrere «richtige» Werte. Dies ist sowohl für die Unternehmen als auch für die Geldpolitik von Bedeutung.

Kaufkraftparitäten sind für Unternehmen bestenfalls langfristig eine Orientierungshilfe bei der Beurteilung von Wechselkursen. Ein blindes Vertrauen darauf, dass der Franken sich automatisch zur - wie auch immer berechneten - Kaufkraftparität bewegen wird, wäre deshalb gefährlich. Avenir Suisse hat im Diskussionspapier «Der harte Franken» vom Februar 2011 betont, dass immer mit Abweichungen von rund 10% in beide Richtungen der Parität zu rechnen sei. Am besten fahren Unternehmen ohne Zweifel dann, wenn es ihnen gelingt, Kosten und Umsatz nach Währungsräumen im Gleichgewicht zu halten (natürliches Hedging). Wenn jedoch die Deckungsungleichheit (mismatch) von Umsatz und Kosten nach Währungsräumen gross ist, kann es für einzelne Marktteilnehmer bei einer starken Frankenaufwertung, wie wir sie in jüngster Zeit erlebt haben, existenzbedrohend werden.

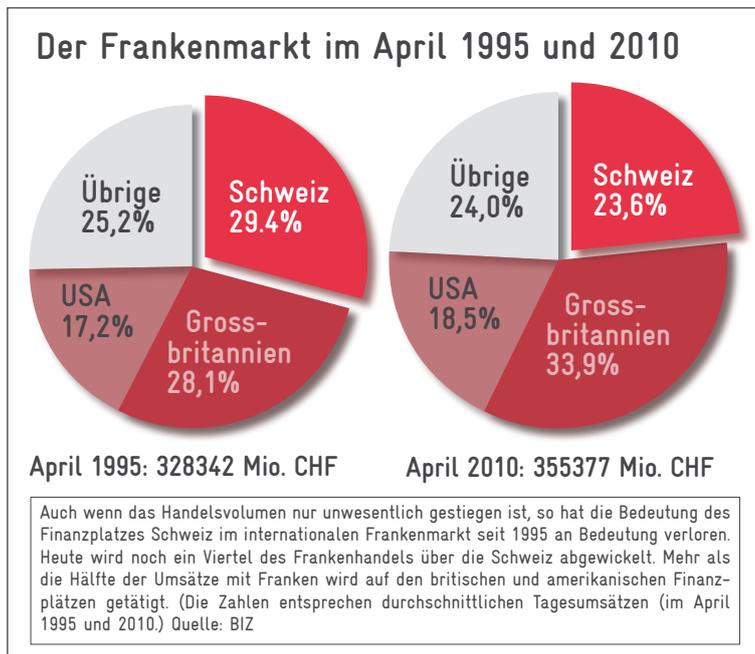
Kein vorschnelles Wechselkursziel für die Nationalbank

Geldpolitisch fällt ins Gewicht, dass bei der vor allem von linker Seite geforderten Verfolgung eines Wechselkursziels die klare Orientierung fehlt. An welchem der oben erwähnten Wechselkurse sollte sich die Nationalbank ausrichten? Die Frage lässt sich nicht schlüssig beantworten. Es versteht sich deshalb, dass die Nationalbank selbst keine Schätzungen von Kaufkraftparitäten veröffentlicht. Die Krux mit den Kaufkraftparitäten ist sicher ein Grund, der neben anderen wichtigen Fakten, die in einem späteren Beitrag behandelt werden, gegen eine übereilte Ausrichtung der Geldpolitik an einem Wechselkursziel spricht. – *Rudolf Walser (ursprünglich erschienen am 24. Juli 2011)*

Nachtrag (23. August 2011) – Der vorstehende Beitrag wurde erstmals am 24. Juli 2011 veröffentlicht, als der Wechselkurs des Euro (in Franken) knapp 1.20 betrug. Damit lag er noch in der Nähe des normalen Schwankungsbereichs von rund 10 Prozent in beide Richtungen der gängigen Paritätsberechnungen. Das hat sich seither dramatisch geändert. Zwar gibt es, wie der Beitrag festhält, keine klaren Orientierungspunkte zur Bestimmung des genau «richtigen» Wechselkurses, der einem Wechselkursziel zu Grunde gelegt werden könnte. Je weiter sich aber ein Wechselkurs von praktisch allen Paritätsberechnungen wegbewegt, umso sicherer kann man vermuten, dass dieser «nicht richtig» ist. Das trifft nun auch auf den Franken-Euro-Kurs zu. Nach der weiteren massiven Entwertung des Euro in Richtung Parität zum Franken hat der Wechselkurs die Grauzone, über die man nichts Genaues aussagen kann, verlassen. Man kann daher mit grösster Wahrscheinlichkeit behaupten, dass der Franken jetzt klar überbewertet ist. Damit drohen der Schweiz Rezession und Deflation. Unter diesen Umständen befürworten wir heute trotz aller Unsicherheiten und im Wissen um eine gewisse Willkürlichkeit die temporäre Festlegung einer Untergrenze für den Euro-Kurs in Franken von beispielsweise 1.20. – *Rudolf Walser/ Alois Bischofberger*

04_ Devisenspekulation als willkommener Sündenbock

Interventionismus hilft nicht weiter



Von verschiedenster Seite wird die «Devisenspekulation» an den Finanzmärkten dieser Tage verurteilt und als Ursache des in die Höhe schnellenden Frankenkurses bezeichnet. Unter anderem heisst es, die beiden schweizerischen Grossbanken sollten die ihrer Grösse und Bedeutung im internationalen Devisenhandel entsprechende volkswirtschaftliche Verantwortung wahrnehmen und auf Spekulationen auf den Franken verzichten. Von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und vom Bundesrat wird verlangt, sie sollten mit Hilfe der Waffe «Kommunikation» die Spekulanten verunsichern oder

mit Instrumenten wie Negativzinsen auf ausländischen Frankenguthaben, Sonderzinsen für die Exportindustrie oder einem Verbot für die Finanzintermediäre, ausländische Gelder in Schweizer Wertpapieren anzulegen, regulierend eingreifen. Sogar eine Anbindung des Frankens an den Euro wird da und dort vorgeschlagen.

Spekulation nicht Ursache der Frankenstärke

Während populistische Kreise eine Eindämmung der «Devisenspekulation» fordern, wehren sich die Banken gegen den Vorwurf, sie zettelten eine Verschwörung gegen eine bestimmte Währung an. Darum stellt sich die Frage, was überhaupt unter «Devisenspekulation» zu verstehen ist. Am Beispiel der derzeitigen Aufwertungstendenz des Frankens bedeutet Devisenspekulation vereinfacht, dass Banken, Anleger und Investoren Franken kaufen in der Erwartung, der Kurs werde weiter steigen und die Währung lasse sich später mit Gewinn wieder verkaufen. Wenn die Banken die Situation so einschätzen und zum Beispiel dem Euro angesichts der Schuldenkrise misstrauen, würde es wohl kaum verstanden und wäre geradezu unverantwortlich, wenn sie ihren Kunden Anlageempfehlungen gäben, von denen sie selbst nicht überzeugt sind und die auch nicht im Einklang mit der Risikoneigung der Anleger stünden. Wenn etwa griechische Staatsanleihen mit einer grossen Ausfallwahrscheinlichkeit nicht dem Risikoprofil eines Kunden entsprechen, sollte er auch nicht zu einer solchen Anlage verleitet oder gar gezwungen werden. Würde es den hiesigen Banken mittels Regulierungen zum «Schutze» des Frankens verunmöglicht, erfolgsversprechende Strategien anzubieten, wäre die Gefahr gross, dass Kunden und Gelder ins Ausland abwanderten.

Die «Devisenspekulation» und die anschwellenden Kapitalströme in den Franken sind also nichts anderes als das Spiegelbild von Fehlentwicklungen in weiten Teilen der Welt und der

relativ starken und soliden Position der Schweiz. Diese Funktion des sicheren Hafens hängt einerseits mit der Krise der Eurozone und den massiven, tendenziell inflationären Geldspritzen der US-Zentralbank sowie andererseits mit dem strukturell hohen Handels- und Leistungsbilanzüberschuss, den geordneten Staatsfinanzen und dem soliden Wirtschaftswachstum der Schweiz zusammen. Der Vorwurf, Banken würden strategisch gegen oder für eine Währungspolitik betreiben, ist auch deswegen nicht haltbar, weil gemäss der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ein Grossteil des Devisengeschäfts heute ohnehin automatisch über das «algorithmic trading» abläuft. Kauf- und Verkaufsaufträge werden aufgrund vordefinierter «triggers» (Schwellenwerte) der Wechselkurse und Zinsen automatisch und elektronisch abgewickelt.

Frankenmarkt ist längst internationalisiert

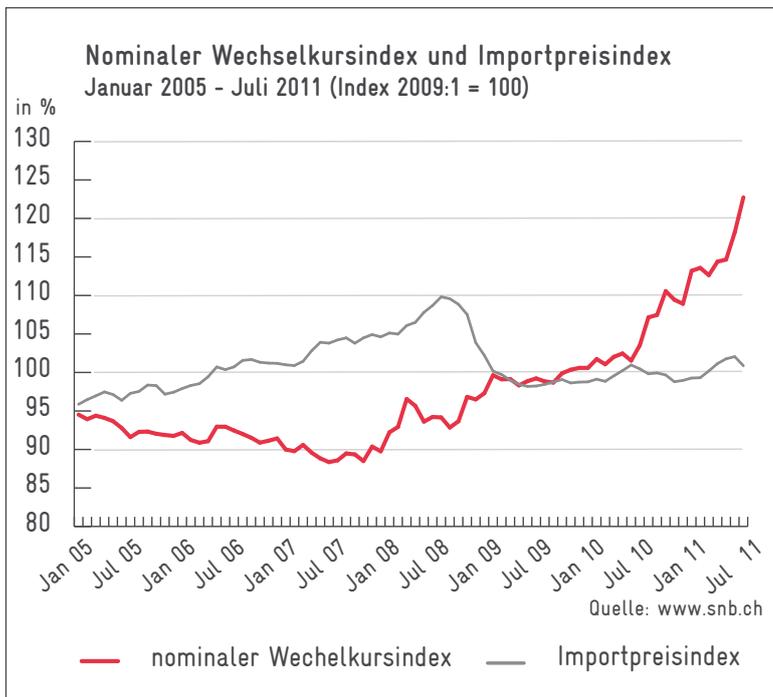
Die Empörung über die «böse Spekulation» hat wohl nicht zuletzt damit zu tun, dass längst nur noch ein kleiner Teil des Handels mit Franken auf den Handel von Gütern und Dienstleistungen zurückzuführen ist. Gemäss der BIZ war der Frankenumsatz im Kassageschäft im April 2010 mit rund zwei Billionen Franken mehr als vierzig Mal grösser als das Schweizerische Bruttoinlandprodukt (BIP) oder das Aussenhandelsvolumen. Bezieht man die anderen Devisenmarktinstrumente – wie Devisentermingeschäfte, Devisenswaps und -optionen, Währungsoptionen sowie Zinsswaps und -optionen – ein, kommt man sogar auf einen Frankenumsatz, der rund 175 Mal grösser ist als das BIP oder das Aussenhandelsvolumen. Ein wesentlicher Teil davon ist auf langfristig ausgerichtete Diversifizierungsbemühungen grosser internationaler Investoren zurückzuführen. Nur ein zunehmend schrumpfender Teil dieses gesamten Frankenhandels (einschliesslich aller Devisenmarktinstrumente) wird direkt auf dem Finanzplatz Schweiz abgewickelt, nämlich, wie die obige Grafik zeigt, nur noch rund ein Viertel oder rund 80 Milliarden Franken pro Tag. In dieser Zahl enthalten sind auch die Frankentransaktionen der in der Schweiz tätigen ausländischen Banken. Mehr als die Hälfte der Umsätze mit Franken, rund 200 Milliarden, wird auf den britischen und amerikanischen Finanzplätzen getätigt. Bei unilateralen Regulierungen in der Schweiz gegen Devisenspekulationen würden die Marktanteile ausländischer Finanzplätze ohne Zweifel weiter steigen.

Absage an den Interventionismus

Dazu kommt, dass es beim heutigen Grad der globalen Verflechtung der Finanzmärkte nicht möglich ist, einseitig wasserdichte Abwehrmassnahmen zu implementieren. Daran zu glauben hiesse, die Innovationskraft der Finanzindustrie zu unterschätzen. Aufgrund der negativen Erfahrungen mit Abwehrmassnahmen aller Art sollte auf den Einsatz von Instrumenten, wie zum Beispiel eines «Gentleman's Agreements», das die grossen Schweizer Banken und die Auslandbanken in der Schweiz anhält, nicht mit Franken zu spekulieren, verzichtet werden. Wie im Diskussionspapier «Der harte Franken» gezeigt wird, konnten solche Interventionen bereits in den 1970er Jahren die Aufwertungstendenzen nicht stoppen. Wieso sollten diese Massnahmen heute erfolgreicher sein? – *Martin Wermelinger (ursprünglich erschienen am 2. August 2011)*

05_ Dank Frankenhoch tiefere Inlandpreise?

Die Entwicklung der Importpreise



Nicht einmal in einer Währungsunion wie dem Euroraum konvergieren die Preisniveaus. Vielmehr bleiben teilweise beträchtliche Unterschiede bestehen, wie ein Vergleich der Preisniveaus in Europa, der EU-27 und der Eurozone zeigt.

So weist Frankreich ein um rund 16 Prozent und Deutschland ein um knapp 8 Prozent höheres Preisniveau als Spanien auf. Ein einheitlicher Währungsraum gewährleistet demnach noch keine absolute Konvergenz der Preisniveaus. Und auch im Internetzeitalter werden Preisniveauunterschiede nicht ohne weiteres eingeebnet.

Je reicher ein Land, desto höher das Preisniveau

Ein Hauptgrund dafür liegt im sogenannten Balassa-Samuelson-Effekt, der besagt, dass reichere Länder (gemessen am BIP pro Kopf der Bevölkerung) bei nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen (bspw. Coiffeurdienstleistungen) in der Regel ein höheres Preisniveau haben als ärmere Länder.

Der absoluten Konvergenz der Preisniveaus stehen aber noch weitere Hindernisse im Wege: unterschiedliche nationale Regulierungen mit entsprechenden Kostenfolgen, Transport- und Lagerkosten, bis hin zu mangelndem Wettbewerb auf den Produkte- und Gütermärkten. Zudem sind sogar handelbare Güter oft nicht ohne weiteres grenzüberschreitend erhältlich, weil beispielsweise Parallelimporte nicht zulässig sind oder schlicht nicht stattfinden.

Massnahmen weitgehend nutzlos

Die schweizerische Wirtschaftspolitik hat in den letzten Jahren einige Energie darauf verwendet, solche möglicherweise marktabschottende und preistreibende Effekte zu eliminieren, etwa durch die explizite Zulassung von Parallelimporten (mit Ausnahme von patentgeschützten Pharmagütern), durch die Verschärfung des Wettbewerbsrechts oder durch die Etablierung des sogenannten Cassis-de-Dijon-Prinzips.

In den von Eurostat vorgenommenen Vergleichen der Preisniveaus zählt die Schweiz dennoch weiterhin zu den teuersten Ländern Europas. Im Jahr 2010 lag das Preisniveau 48 Prozent über dem Durchschnitt der EU-27, was die Schweiz noch vor dem teuren Norwegen zur absoluten Spitzenreiterin macht.

Angesichts dieser grossen Unterschiede in den Preisniveaus scheint es deshalb vordergründig umso unverständlicher und ärgerlicher, dass zusätzlich die jüngst doch beträchtlichen Wechselkursgewinne aufgrund der Höherbewertung des Schweizer Frankens nicht an die Endverbraucher weitergegeben wurden.

Potenziell geht es dabei um viel Geld. Nimmt man nämlich beispielsweise an, dass die Schweiz für die Einfuhren über rund 230 Mrd. Franken im Jahr 2010 wegen der Höherbewertung des Frankens etwa 10 Prozent weniger bezahlen könnte, würden die Endverbraucher gut 23 bis 24 Mrd. Franken Kaufkraft oder pro Kopf der Bevölkerung rund 3000 Franken jährlich gewinnen. Die zentrale Frage ist demnach, ob und wie schnell Währungsgewinne an die Endverbraucher weitergegeben werden.

Ein Indiz zur Klärung dieser Frage liefert der Importpreisindex. Dieser ist zwar zwischen Juli 2008 und Mai 2009 wegen des Zusammenbruchs des Welthandels im Gefolge der Finanzkrise um gut 11 Prozent gefallen, obschon gleichzeitig der nominale handelsgewichtete Wechselkursindex für den Franken nur um 5 Prozent gestiegen ist. Der Anstieg des nominalen und handelsgewichteten Wechselkursindex um beinahe 20 Prozent seit Mai 2010 war dagegen von einer ausgeprägten Seitwärtsbewegung des Importpreisindex begleitet. Mithin reagiert der Importpreisindex auf die Höherbewertung des Frankens kaum. Dieses Bild wird durch mittlerweile zahlreiche anekdotische Evidenzen untermauert, wonach die beträchtliche Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Euro und dem Dollar nicht via Preisnachlässe an die Endverbraucher weitergereicht wird.

Ersehnte Anpassung zum Jahresende?

Es wäre jedoch auch vermessen zu erwarten, dass aufgrund der Höherbewertung des Frankens gleich das allgemeine Preisniveau, also der Landesindex der Konsumentenpreise (LIK), in der Schweiz sinken sollte. Dieser reflektiert nämlich zum grossen Teil Haushaltsausgaben für Güter und Dienstleistungen, die nicht oder nur zu einem unterdurchschnittlich geringen Anteil importiert werden, wie etwa Wohnen, Nahrungsmittel, Freizeit und Kultur oder Verkehr. Der Anteil der Güter ausländischer Herkunft macht gegenwärtig im LIK knapp ein Drittel aus. Eine Höherbewertung des Frankens gegenüber allen Währungen um 10 Prozent sollte daher den LIK nur wenig senken. Eine kürzlich publizierte Untersuchung des IMF kommt denn auch zum Schluss, dass eine Höherbewertung des Frankens einen kaum spürbaren Einfluss auf den Konsumentenpreisindex hat (eine Höherbewertung des Frankens um 10 Prozent senkt den LIK um 2 bis maximal 5 Prozent über den Zeitraum von 2 bis 6 Quartalen). Hingegen reagieren die Importpreise auf eine Höherbewertung um 10 Prozent mit einem Rückgang um 30 Prozent bis fast 60 Prozent über dieselbe Zeitspanne.

Dass die deutliche Höherbewertung des Frankens über die vergangenen Monate noch nicht vollständig auf die Importpreise durchgeschlagen hat, liegt somit vor allem an der hohen Geschwindigkeit der jüngsten Aufwertung. Es braucht noch eine gewisse Zeit, bis die Preise von importierten Gütern fallen.

Dass die Weitergabe von Währungsgewinnen an die Endverbraucher eine Weile geht, illustriert der Fall IKEA. IKEA druckt gemäss eigenen Angaben einmal jährlich den Katalog in einer Auflage von 2,7 Mio. Exemplaren, und darin werden die Verkaufspreise mit-

tels eines Jahreswechsellkurses berechnet. Eine starke Kursvolatilität wird demnach nicht berücksichtigt. Selbstverständlich schliesst dies Rabattaktionen zugunsten der Kunden bei einer raschen und deutlichen Höherbewertung des Frankens nicht aus. Der Fall illustriert aber, weshalb die Weitergabe von Währungsgewinnen in der Realität nicht sofort und unmittelbar geschieht.

Wer die Geduld nicht aufbringt, auf Rabatte auf und tiefere Preise von importierten Gütern aus dem Dollar- und Euroraum zu warten, dem sei der direkte Gang ins Ausland empfohlen. Für all jene, die die zusätzlichen Zollformalitäten nicht scheuen, ist dies heute dank Internet besonders leicht möglich. Hier wäre denn auch eine wichtige Massnahme zur Senkung der Importpreise rasch umsetzbar, indem nämlich die oft im Vergleich zum Warenwert exorbitant hohen Verzollungsgebühren gesenkt oder sogar gänzlich erlassen würden.

Der vom Bundesrat einberufene runde Tisch zur Diskussion von Massnahmen zur Senkung von Importpreisen hat letztlich gezeigt, dass schnell wirksame Massnahmen nur unter Inkaufnahme erheblicher Eingriffe in die Wirtschaftsfreiheit zu haben sind. Geradezu erschreckende Hilflosigkeit gegenüber vermutlichen Profiteuren von Währungsgewinnen drückt sich im Vorschlag aus, diese mittels mittelalterlich anmutender Einschüchterungsmethoden wie dem Pranger öffentlich bloss zu stellen.

Ein Fazit müsste daher lauten, dass jetzt nicht in der Hektik des Gefechtes neue Gesetze und Kompetenzen für Bundesbehörden geschaffen werden sollten, sondern vielmehr die bestehenden Gesetze (namentlich das Kartellgesetz) konsequenter anzuwenden sind.

– *Boris Zürcher (ursprünglich erschienen am 7. August 2011)*

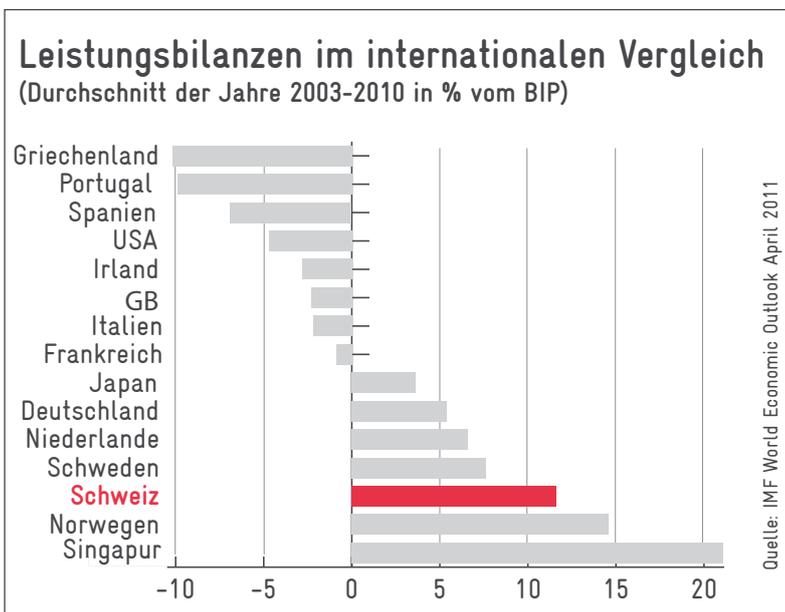
06_ ...zum Golde (und zum Franken) drängt doch alles

Die SNB könnte ein Wechselkursziel für den Franken festlegen

Seit dem Ausbruch der europäischen Schuldenkrise vor gut einem Jahr ist der Schweizer Franken nicht mehr eine Hartwährung unter anderen. Er ist die Hartwährung schlechthin. Wie in den Währungskrisen der siebziger Jahre fordert ihn einzig das Gold als sicherer Hafen heraus.

Innert Jahresfrist verloren alle von Interactive Data Corp täglich erfassten gut 40 Währungen gegenüber dem Franken massiv an Wert. Die Kursverluste liegen selbst bei grundsätzlich starken Währungen wie der schwedischen und norwegischen

Krone, dem Singapur Dollar und dem japanischen Yen nahe bei 20 Prozent. Am besten halten sich die Devisen Australiens und Neuseelands, zwei Länder mit Staatsschuldenquoten deutlich unter 40 Prozent. Seit der Veröffentlichung des Diskussionspapiers von Avenir Suisse «Der harte Franken – Optionen für die Unternehmen, die Geld- und die Wirtschaftspolitik» im Februar 2011 ist der Franken sukzessive in eine singuläre Aufwertungssituation geraten. Wie lässt sich diese Entwicklung erklären?



Wachsendes Auslandvermögen

Als erster Bestimmungsgrund der Wechselkursentwicklung gelten die Unterschiede in den Leistungsbilanzen der einzelnen Länder. Volkswirtschaften mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen vergrössern ihr Auslandvermögen. Darauf erwirtschaftete Renditen lösen Kapitalrückflüsse und eine entsprechende Nachfrage nach der Landeswährung aus. In der Regel sind die Salden der Leistungsbilanzen ein guter Wechselkursindikator. Neben der Schweiz verzeichnen Japan, Singapur, Schweden und Norwegen seit 2003 in ununterbrochener Folge hohe Überschüsse in den aussenwirtschaftlichen Bilanzen. Deren Währungen sind langfristig stark. Die Überschüsse spiegeln die starke Produktivität und überdurchschnittliche Wettbewerbsfähigkeit der exportorientierten Wirtschaft.

Dagegen zeigen sich in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Grossbritannien Defizite soweit das Auge reicht. Dasselbe gilt für Italien und besonders für Spanien mit 6,9 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) im Durchschnitt der Jahre 2003 bis 2010, Portugal (9,9%) und Griechenland (10,2%). Dem stehen ebenso lückenlose Überschüsse in Deutschland, den Niederlanden, Österreich, Finnland und Luxemburg gegenüber. Die Leistungsbilanz des Euro-Raums ist deshalb seit Jahren praktisch ausgeglichen. Dass diese Diskrepanzen unter dem Mantel des Euro sozusagen unsichtbar und in ihrer ökonomischen Tragweite nicht erkannt wurden, ist ein Grund für das europäische Drama, das sich vor unseren Augen abspielt.

Zur Erklärung der aktuellen Frankenstärke reicht aber das Analyseinstrument «Leistungsbilanzsalden» nicht mehr aus. Zwar verzeichnet die Schweiz den üblichen hohen Überschuss. Er wird vom IMF im neuesten World Economic Outlook (April 2011) im Durchschnitt der Jahre 2010 und 2011 auf 13,7 Prozent des BIP geschätzt. Unser Land steht damit aber nicht allein. Für Norwegen wird der Überschuss im gleichen Zeitraum auf 14,6 Prozent, für Singapur gar auf 21,3 Prozent des BIP veranschlagt. Dennoch entwertete sich der Singapur-Dollar innert Jahresfrist gegenüber dem Franken um rund 18 Prozent und die norwegische Krone um knapp 20 Prozent.

Es gibt weitere Einflussfaktoren

Als zweiter Bestimmungsgrund der Wechselkursentwicklung gelten die Differenzen zwischen den Inflationsraten bzw. den Inflationserwartungen in den einzelnen Volkswirtschaften. Wenn die Teuerungsunterschiede zugunsten der Schweiz grösser werden, spricht dies für eine Erstarkung des Frankens. Vor Jahresfrist hatte der an der Konsumentenpreisentwicklung gemessene Stabilitätsvorsprung der Schweiz gegenüber wichtigen Volkswirtschaften zwischen 0,5 und 1,5 Prozentpunkte ausgemacht. Die Differenz weitete sich bis zum Sommer 2011 auf rund 2 bis 3 Prozentpunkte aus. Der Stabilitätsgewinn der Schweiz ist beachtlich, erklärt aber das Ausmass der Wechselkursverschiebungen in keiner Weise. Die Wahrscheinlichkeit ist gross, dass die Inflationsdifferenz während einiger Zeit weiter steigt und damit den Franken tendenziell stärkt. Zum einen geht von der bisherigen Frankenaufwertung Druck auf das Preisniveau aus, zum andern dürfte sich der Gang der Wirtschaft, wiederum aufwertungsbedingt, spürbar und vermutlich stärker als bei wichtigen Handelspartnern verlangsamen.

So rückt als dritter wechselkursbestimmender Faktor die Risikoneigung der Finanzmärkte in den Vordergrund. Welche Rolle Risikoevaluationen spielen, beweist die jüngste Geschichte des Frankens. In den rund fünf Jahren vor dem Ausbruch der Finanzkrise herrschten tiefe Marktvolatilitäten, niedrige Risikoprämien und eine entsprechend hohe Risikoneigung vor. Ungeachtet der Tatsache, dass höhere Zinsen mit höheren Risiken Hand in Hand gehen, blühten die «Carry Trades», also die Kreditaufnahmen im niedrig verzinsten Franken und deren Anlage in Hochzinswährungen, auf. Es öffneten sich zwei Gewinnfenster: die Zinsdifferenz und die Abschwächung der Finanzierungswährung. Diese in einem risikoaversen und volatilen Umfeld undenkbbare Handelsstrategie trug dazu bei, dass der Euro-Kurs (in Franken) im Frühsommer 2007 in die Nähe der 1.70-Marke getrieben wurde.

Was vielen als Trendwende und Ende des besonderen Anlagestatus des Frankens galt, entpuppte sich als vorübergehendes Phänomen. 2007/08 schlug die Risikobereitschaft in zeitweise extreme Risikoaversion um, und der Franken setzte zusammen mit andern Währungen wie dem Yen zu einem neuen Höhenflug an. Mit dem Ausbruch der Griechenlandkrise und ihrer Ausweitung zu einer Staatsschuldenkrise geriet der Franken wiederum, und dieses Mal weitgehend isoliert, unter Aufwertungsdruck. Wie sehen die Perspektiven aus?

An der starken Risikoaversion wird sich so schnell nichts ändern. Die Bonitätsratings fallen wie Dominosteine. Die europäische Schuldenkrise greift von der Peripherie auf Kernländer über. Der Ruf der Zentralbanken ist angeschlagen. Aus der Politik vernimmt man Stimmengewirr. Der amerikanische Kongress bot ein jämmerliches Trauerspiel und löste keines der Strukturprobleme der US-Wirtschaft. Der Wirtschaftsmotor beginnt zu

stottern. Die Verwerfungen auf den internationalen Finanzmärkten haben inzwischen ein Ausmass erreicht, das man sich Anfang Jahr nicht vorstellen konnte. In diesem Umfeld bleibt ein Land - und dessen Währung - im Visier, das seine Verschuldung nicht nur gemessen am BIP, sondern auch in absoluten Zahlen senkt, dessen implizite Staatsschuld ebenfalls unterdurchschnittlich ist, das über eine jahrzehntelange Tradition tiefer Teuerung und politischer Stabilität verfügt und das sich dank seiner Wettbewerbsfähigkeit rascher als viele andere Volkswirtschaften aus der Finanz- und Wirtschaftskrise herausgearbeitet hat.

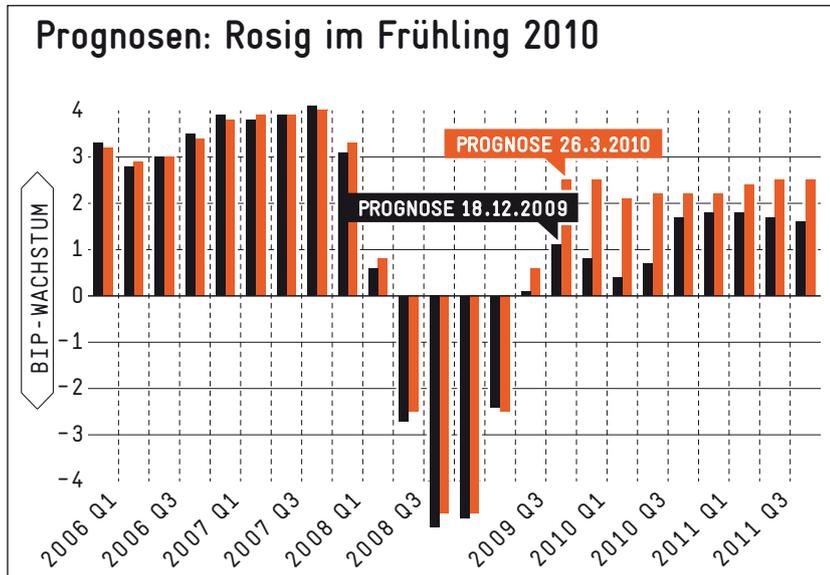
Tiefere Zinsen helfen nicht mehr

In dieser Lage «helfen» noch tiefere Zinsen dem Franken nicht. Die Unternehmen sind liquide und leiden nicht unter zu teuren Krediten. Dagegen steigt das Risiko einer Immobilienblase. Die Sicherheit suchenden internationalen Anleger lassen sich von Zinsen nahe Null nicht abschrecken. Auch die gestiegene Zinsdifferenz zum Euro verpufft wirkungslos, solange sich die Risikobilanz nicht verbessert. Wenn man den Franken schwächen will, um die Deflationsgefahr zu bannen, braucht es wohl radikalere Massnahmen.

Wie wir vor einem halben Jahr in unserem Diskussionspapier schrieben, schliessen wir bei stark zunehmendem Druck auf den Franken und der Gefahr des Abgleitens der Wirtschaft in die Rezession mit negativen Folgen für das Produktionspotenzial die temporäre Verfolgung eines Wechselkursziels (präziser und konkreter: einer Untergrenze für den Euro-Kurs in Franken von beispielsweise 1.20) nicht aus. Das bedeutet, dass die SNB zumindest temporär, solange sie diesen Zielkurs «verteidigen» muss, ihre geldpolitische Autonomie aufgibt. Einen solchen Entscheid kann nur die Nationalbank fällen – und sie muss dies in völliger Unabhängigkeit von der Politik und irgendwelchen Interessengruppen tun. Mit der Bundesverfassung und dem Nationalbankgesetz ist eine solche Politik vereinbar. – *Alois Bischofberger (ursprünglich erschienen am 10. August 2011)*

07_ Risiken abgewendet oder geschaffen?

Noch kaum je debattierte das Land so heftig über die Politik der Nationalbank wie derzeit. Avenir Suisse veranstaltete dazu am 22. Februar 2011 ein Abendliches Gespräch und veröffentlichte ein Diskussionspapier zum harten Franken.



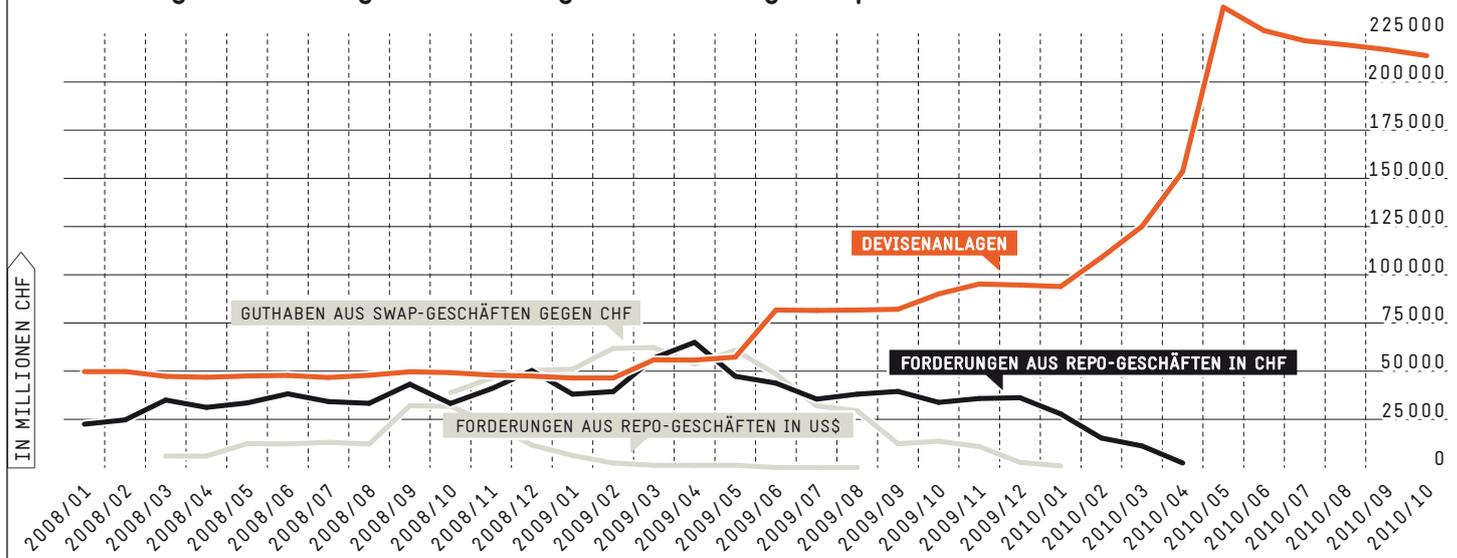
«Es ist für mich ganz natürlich, dass nun eine über das übliche Mass hinausgehende Diskussion über die Geldpolitik der Nationalbank stattfindet», sagt SNB-Vizepräsident Thomas Jordan. Die Nationalbank bewältigte zwar die Krise seit dem Herbst 2008 auf vorbildliche Art, geriet aber mit ihren massiven Devisenkäufen im Frühling 2010 in die Kritik. Hat sie damit Deflationsrisiken abgewendet oder Währungsrisiken geschaffen?

Aus Anlass der Veröffentlichung des Diskussionspapiers «Der harte Franken», in dem Alois Bischofberger, Rudolf Walser und Boris Zürcher «Optionen für die Unternehmen, die Geld- und die Wirtschaftspolitik» aufzeigen, veranstaltete Avenir Suisse ein Abendliches Gespräch. An ihm diskutierten SNBVizepräsident Thomas Jordan und der Wirtschaftshistoriker Tobias Straumann unter der Moderation von Gerhard Schwarz «off the record» über die Geldpolitik der Nationalbank in der Krise, nicht zuletzt über die umstrittenen Euro-Käufe im Frühling 2010.

Damit setzt sich auch das Papier von Avenir Suisse auseinander. «Die dahinter liegenden Motive sind nicht einfach zu deuten», stellen die Autoren fest. Eine These lautet, die Interventionen der SNB hätten in erster Linie eine Schwächung des Frankens bzw. eine Dämpfung des «Aufwertungsdruckes» bezweckt. Tatsächlich liess sich das Tempo der Höherbewertung des Frankens erheblich drosseln, aufzuhalten aber war sie nicht. Eine andere These nimmt an, die Nationalbank habe nicht in erster Linie eine Schwächung des Frankens bezweckt, sondern eine massive Liquiditätszufuhr (Quantitative Easing, QE), um so signifikanten Deflationsrisiken entgegenzuwirken. Allerdings war beim Landesindex der Konsumentenpreise während dieser Periode kaum Deflationsdruck erkennbar, und die Konjunkturforscher korrigierten ihre Wachstumsprognosen nach oben (Grafik oben).

Denkbar sei aber auch, meinen die Autoren, «dass die SNB in Verletzung der sogenannten Tinbergen-Regel, wonach ein Ziel stets nur mit einem einzigen Instrument zu verfolgen sei, simultan sowohl ein QE als auch eine Schwächung des Frankens bzw. des übermässigen «Aufwertungsdruckes» anstrebte». Wegen der vergleichsweise geringen Marktvolumina bei Staats- und Unternehmensanleihen könne die SNB das Quantitative Easing «vernünftigerweise nur über den Devisenmarkt bewerkstelligen». Das führe aber zwangsläufig zu

Devisengeschäfte: Gegen Aufwertung des Franken gekämpft



Nach Ausbruch der Krise im September 2008 musste die SNB mit «unkonventionellen Massnahmen» die Liquidität sicherstellen. Mit massiven Devisenkäufen begann sie aber erst im Frühling 2010. Damit wollte sie eine schnelle Aufwertung des Frankens verhindern und Deflationsrisiken für die Schweiz abwenden. Quellen: SNB, Bischofberger/Walser/Zürcher 2011

zwei Wirkungen: einerseits zu einer Ausweitung der Liquidität, andererseits, untrennbar damit verbunden, zu einer Schwächung des Frankens. «Der Ausgang der im Juni 2010 eingestellten Operation lässt vor diesem Hintergrund vermuten, dass unbeabsichtigte Nebenwirkungen eingetreten sind». Die Nationalbank hätte viel deutlicher klarmachen müssen, welche Ziele sie mit ihren Interventionen am Devisenmarkt tatsächlich verfolgte, stellt das Diskussionspapier fest. Thomas Jordan versuchte am Anlass von Avenir Suisse nicht zuletzt, dieses Defizit auszugleichen und die Überlegungen der Währungshüter sowie die Lagebeurteilung im Zeitpunkt des Entscheids zu erklären. Das Papier von Alois Bischofberger, Rudolf Walser und Boris Zürcher, das sich von der Website von Avenir Suisse herunterladen lässt, bietet seinerseits eine gute Auslegeordnung für die zweifellos weitergehende Debatte zur Geld- und Währungspolitik in der Schweiz. – Markus Schär

08_ Die Geldpolitik verträgt kein Hickhack

Politik und Öffentlichkeit machen Druck auf die Nationalbank. Diese sollte sich nicht davon beeindrucken lassen, sondern sich ganz auf ihren Auftrag, die Geldwertstabilität zu sichern, konzentrieren.

Es gehört zu den relativ unumstrittenen Erkenntnissen der Wirtschaftswissenschaften, dass unabhängige Notenbanken die Geldwertstabilität am besten sichern. Unabhängig meint nicht, dass die Währungshüter tun können, was sie wollen. Gemeint ist nur, dass sie nach ihrer Wahl im Rahmen ihres gesetzlich genau beschriebenen Auftrags unabhängig vom Druck der Politik und der Strasse nach bestem Wissen und Gewissen sollen agieren können. Gründe für solche Unabhängigkeit staatlicher Institutionen wie Gerichte, Universitäten, Wettbewerbsbehörden oder eben Notenbanken in der Demokratie gibt es viele. Sei es, dass man die Gremien dem parteipolitischen Hickhack entziehen möchte, sei es, dass man glaubt, es brauche ein spezifisches Expertenwissen oder sei es, dass man vermeiden will, dass Entscheide dem Kurzfristenken der Politik unterliegen.

Für die Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank sprechen alle drei Gründe. Die Schweiz gehörte international zu den Vorreitern der Unabhängigkeit der Geldbehörde, und sie ist damit gut gefahren. Diese Unabhängigkeit gilt es daher zu wahren und zu sichern. Das Direktorium der Nationalbank muss dazu selbst einen Beitrag leisten und sich um Glaubwürdigkeit bemühen. So sollte es sich ganz auf die Sicherung der Geldwertstabilität und der Systemstabilität konzentrieren das aber beharrlich. Ferner sollte es weder den Applaus der Öffentlichkeit noch jenen der politischen Parteien suchen, zu allen eine «Es gilt die Unabhängigkeit der Nationalbank zu wahren und zu sichern.» gewisse Distanz wahren und nur dosiert und sachbezogen in der Öffentlichkeit auftreten. Vor allem aber sollte es mit ruhiger Hand agieren, ohne Hektik, und sich von jeglichem Aktivismus distanzieren, um so immer wieder zu bestätigen, dass man die Geldpolitik zu Recht der «normalen» Politik entzogen hat.

Den noch grösseren Beitrag für die Unabhängigkeit der Nationalbank müssen aber die besonnenen Kräfte in der Politik leisten. Sie sollten Strukturen schaffen, die diese Unabhängigkeit auch in schwierigen Zeiten gewährleisten. Ziemlich sicher waren sowohl der Verkauf eines Teils der Goldreserven als auch die höhere Ausschüttung an die Kantone Schritte in die falsche Richtung. Sie haben die Nationalbank als Geldquelle statt als Hüterin der Stabilität erscheinen lassen.

Dass nun einige Politiker und Publizisten glauben, ein Verlust der Nationalbank in einem Jahr sei per se ein Makel, hat wohl damit zu tun. Vor allem aber sollten die Politiker nicht die Geldpolitik zum Spielfeld des parteipolitischen Wettbewerbs machen. Jede Notenbank macht manchmal Fehler, trifft Entscheide, die (erst) im Rückblick als unklug erscheinen, kommuniziert missverständlich und unglücklich. Aber das sind keine Gründe für ein Kesseltreiben von Seiten der Politik nicht gegen die Personen, die die Verantwortung in der Geldpolitik tragen, und schon gar nicht gegen die Unabhängigkeit der Notenbank. Wer sie attackiert, setzt langfristig viel mehr aufs Spiel, als es die Nationalbank mit ihren Interventionen auf dem Devisenmarkt getan hat. – *Gerhard Schwarz (ursprünglich erschienen am 18. März 2011 im Swiss Equity Magazin)*

| avenir | suisse |

Herausgeber: Avenir Suisse, www.avenir-suisse.ch

Autoren: Alois Bischofberger, Markus Schär, Gerhard Schwarz, Rudolf Walser,
Martin Wermelinger und Boris Zürcher

Gestaltung: Jörg Naumann

Giessereistrasse 5, CH-8005 Zürich

T: +41 44 445 90 00

F: +41 44 445 90 01

www.avenir-suisse.ch

info@avenir-suisse.ch