

Mindestwechselkurs von 1,20 – Notmassnahme in turbulenten Zeiten

Mit einer überaus expansiven Geldpolitik hat die US-amerikanische Notenbank Fed seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 die Märkte mit Liquidität geflutet. Auch die Europäische Zentralbank (EZB) erweiterte den für sie vorgesehenen Auftrag. Für die Schweiz hat dies schwerwiegende Konsequenzen. Schon seit Jahrzehnten erstarkt der Schweizer Franken traditionell in Krisenzeiten; er gilt als sicherer Hafen. Eine Umfrage von Economiesuisse im August 2011 hat ergeben, dass bei einem Kurs von unter 1,20 rund ein Fünftel aller Betriebe in den klassischen Exportbranchen existenziell bedroht wären. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) versuchte im August 2011, mit einer schrittweisen Ausdehnung der Liquidität bis auf 200 Mrd. Franken eine Trendumkehr zu bewirken.



Der Franken wurde in der Finanzkrise faktisch gleichgesetzt mit Gold, einem klassischen Wertaufbewahrungsmittel in stürmischen Zeiten. Im Unterschied zum Gold ist der Franken aber auch Zahlungsmittel in der Volkswirtschaft eines Landes mit knapp 8 Mio. Einwohnern.

Foto: Keystone

Überflutung der Märkte mit US-Dollar und Euro

Das Fed hat den Takt vorgegeben: Mit einer noch nie dagewesenen ultra-expansiven Geldpolitik hat sie seit Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2007 die Märkte mit Liquidität geflutet. Ursprünglich zur Stabilisierung des Bankensystems initiiert, versucht das Fed mittels der quantitativen Lockerung nun auch strukturelle Probleme der US-Wirtschaft zu bekämpfen. Diese Geldpolitik lässt das Inflationspotenzial ansteigen und schwächt den Aussenwert des US-Dollars. Auch die EZB hat politischem Druck nach-

gegeben und den für sie vorgesehenen Auftrag erweitert. Durch den Kauf von Staatsanleihen versucht sie, die betroffenen Länder in der Schuldenkrise zu entlasten. Die Verschuldungsproblematik in Europa wird damit aber nicht gelöst, sondern bestenfalls aufgeschoben. Besonders fatal wäre es, wenn die EZB der Forderung nachkommen würde, unbegrenzt Staatsanleihen aufzukaufen. Nach der Missachtung der Maastricht-Verträge und der «No-Bail-out»-Klausel würde damit auch die Unabhängigkeit der Zentralbank aufgegeben – mit wahrscheinlich fatalen Folgen für die Preisstabilität in der Euro-Zone.

Beide grossen Währungsräume versuchen also, mit geldpolitischen Massnahmen strukturelle Probleme in den Griff zu bekommen. Diese können jedoch nur mit konsequentem Handeln der Politik angegangen werden. Eine Reduktion der ausufernden Staatsausgaben und die Stabilisierung des Bankensystems sind unabdingbar. Obwohl Geld fast gratis zur Verfügung steht, lähmt die Unsicherheit die wirtschaftliche Dynamik und treibt Anleger in sichere Werte.



Prof. Dr. Rudolf Minsch
Chefökonom und Mitglied
der Geschäftsleitung
economiesuisse, Zürich



Fabian Schnell
Wissenschaftlicher Mitar-
beiter allgemeine Wirt-
schaftspolitik & Bildung,
economiesuisse, Zürich

Schweizer Franken als sicherer Hafen

Für die Schweiz hat dies schwerwiegende Konsequenzen. Schon seit Jahrzehnten erstickt der Schweizer Franken traditionell in Krisenzeiten; er gilt als sicherer Hafen. Aufgrund der Probleme in Europa und den USA und der zunehmenden Verunsicherung an den Märkten hat die Flucht in den Franken in den Sommerwochen 2011 geradezu groteske Züge angenommen. Der Franken wertete sich so stark auf, dass beinahe die Parität zum Euro erreicht wurde. Dies bedeutete eine Aufwertung der Schweizer Währung um über 30% in weniger als 18 Monaten. Der Franken wurde faktisch gleichgesetzt mit Gold, einem klassischen Wertaufbewahrungsmittel in stürmischen Zeiten. Auch wenn sich der Wechselkurs zum Euro in der Folge wieder vom Tiefstwert entfernte, so blieb die Schweizer Landeswährung doch massiv überbewertet.

Gravierende realwirtschaftliche Auswirkungen für die Schweiz

Allerdings dient der Franken im Gegensatz zum Gold nicht nur der Wertaufbewahrung, sondern ist Zahlungsmittel in der Volkswirtschaft eines Landes mit knapp 8 Mio. Einwohnern. Die realwirtschaftlichen Auswirkungen einer derart überbewerteten Währung sind für verschiedene Branchen gravierend. Eine Umfrage von Economie-suisse im August 2011 hat ergeben, dass bei einem Kurs von unter 1,20 rund ein Fünftel aller Betriebe in den klassischen Exportbranchen existenziell bedroht wären. Ein weiteres Fünftel wäre nach eigenem Bekunden vor grosse Herausforderungen gestellt. Ein anhaltend überschüssender Franken gefährdet Unternehmen in ihrer Existenz, die bis vor kurzem noch international wettbewerbsfähig waren. Die Umfrage hat auch gezeigt, dass Unternehmen auf eine überteuerte Währung mit Kostensenkungen, Produktivitätssteigerungen, Verlagerung von Wertschöpfungsteilen ins Ausland, Verlängerung der Arbeitszeiten oder Senkung von Löhnen reagieren. Insgesamt hätte ein Wechselkurs deutlich unter 1,20 damit zu einem starken Abbau von Arbeitsplätzen in der Schweiz geführt.

Die Intervention der SNB

Die Schweizerische Nationalbank versuchte im August 2011, mit einer schrittweisen Ausdehnung der Schweizerfranken-Liquidität bis auf 200 Mrd. eine Trendumkehr zu bewirken. Auch kommunizierte sie den Märkten deutlich, dass sie das damalige Wechselkursverhältnis nicht akzeptieren würde. Die Erwartungsbildung an den Märkten veränderte sich jedoch kaum, so dass der

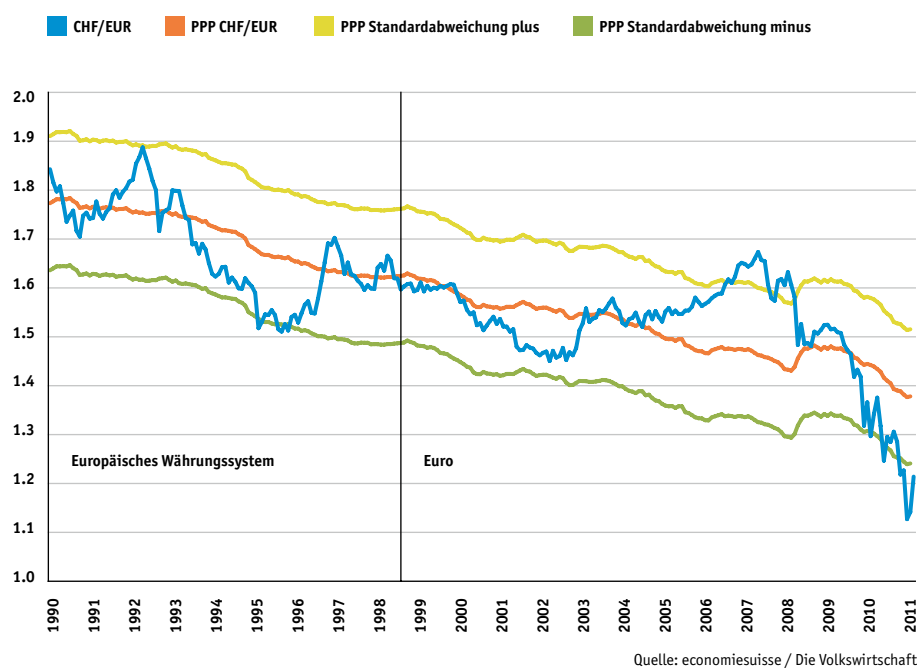
Franken nach einer kurzen Phase der Abschwächung wieder erstarkte. Für die Notenbank erwies es sich als Hypothek, dass sie bereits im Jahr 2010 umfangreiche Devisenmarktinterventionen zur Abschwächung des Frankens getätigt hatte – zu einem Zeitpunkt, als der Franken noch kaum überbewertet war – und diese Absicht schliesslich fallen lassen musste. Ihre Glaubwürdigkeit hatte dadurch empfindlich gelitten. Am 6. September 2011 griff die SNB zur Ultima Ratio und setzte eine Untergrenze für den Franken von 1,20 gegenüber dem Euro fest. Bei diesem Wert ist der Franken immer noch klar überbewertet, so dass die Schweiz gegenüber dem Ausland überzeugend argumentieren kann, mit dieser Massnahme kein Währungsdumping zu betreiben und daher nicht in ungerechtfertigter Art und Weise den Exportsektor zu subventionieren. Auch bei 1,20 hat die Schweizer Exportwirtschaft einen erheblichen Wettbewerbsnachteil gegenüber den europäischen Konkurrenten und wird schmerzliche Anpassungen vornehmen müssen. Mit dem Setzen einer Untergrenze hat die SNB aber die Erwartungsbildung der wirtschaftlichen Akteure vereinfacht und den Exportbetrieben eine gewisse Planbarkeit zurückgebracht.

Oft wurde im Nachgang zur Festsetzung des Mindestwechelkurses die Frage in den Raum gestellt, ob die SNB diesen auch halten könne. Kritische Stimmen verwiesen auf das Beispiel des Europäischen Währungssystems. Im Jahr 1992 hatte der Markt britische Pfund und italienische Lira gegen den Willen der Zentralbanken zur Abwertung gezwungen. Die heutige Situation des Frankens ist aber aus zwei Gründen nicht vergleichbar:

- Erstens ist der Franken auch bei einem Kurs von 1,20 deutlich überbewertet. Theoretische Modelle und empirische Erfahrungen zeigen, dass sich Währungsverhältnisse langfristig in Richtung Kaufkraftparität orientieren. Mit anderen Worten tendiert der Franken in der langen Frist ohnehin eher dazu, sich abzuwerten. Eine weitere Aufwertung würde also eine Verstärkung des Ungleichgewichts bedeuten. Die vom Markt geforderten Wertkorrekturen von Pfund und Lira 1992 brachten die Währungen hingegen näher an die Kaufkraftparität.
- Zweitens besteht ein fundamentaler Unterschied darin, dass die SNB eine Auf- und nicht eine Abwertung bekämpfen muss. Theoretisch kann die SNB unlimitiert Schweizer Franken ausgeben und unendlich viele ausländische Assets kaufen, um den Kurs zu verteidigen, wenn es sein muss, bis ihr die ganze Welt gehört. Einzige Konsequenz wäre, dass sich aufgrund

Grafik 1

Wechselkurs CHF/Euro im Vergleich zur Kaufkraftparität (PPP), 1990–2011



der Liquiditätsausweitung das Inflationspotenzial erhöhen würde. Demgegenüber kann eine Zentralbank ihre Währung nur so lange vor einer vom Markt erwarteten Abwertung verteidigen, bis ihre Fremdwährungsreserven aufgebraucht sind.

Insgesamt gelungene Intervention

Alles in allem kann die Intervention der SNB als gelungen bezeichnet werden. Obwohl der Mitteleinsatz bis jetzt gering war, konnte sie herbeiführen, dass sich ein Wechselkurs von über 1,20 Franken pro Euro etabliert hat. Damit wurden drastische realwirtschaftliche Auswirkungen verhindert. In den vergangenen Monaten wurde verschiedentlich gefordert, die Schweiz solle zusätzliche Massnahmen wie Kapitalverkehrskontrollen ergreifen. Dirigistische Massnahmen sind aber grundsätzlich untauglich, um die Frankenstärke wirksam zu bekämpfen.¹ Ideen wie Kapitalverkehrskontrollen oder Negativzinsen versuchte man bereits während der Frankenhausse in den 1970er-Jahren einzusetzen, allerdings mit bescheidenem Erfolg. Andere Vorschläge – wie zum Beispiel ein Sonderwechselkurs für Exporteure – verursachen extrem hohe Kosten und beinhalten ein hohes Missbrauchspotenzial. Das Problem liegt darin, dass die Währungspolitik Sache der Zentralbank ist und die reguläre Wirtschaftspolitik kurzfristig faktisch machtlos ist. Letztere kann jedoch mittelfristig die Folgen der Frankenstärke mittels einer Verbesserung der Rahmenbedingungen mildern. Zu denken

wäre da zum Beispiel an eine Vereinfachung der Mehrwertsteuer, eine Reduktion des bürokratischen Aufwands oder eine rasche Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform III. Parlament und Regierung sind entsprechend gefordert.

Weitere Abschwächung des Frankens?

Auch die SNB wird aufgefordert, weitere Schritte zur Abschwächung des Frankens zu unternehmen. Offensichtlich würde eine Erhöhung der Wechselkursuntergrenze durch die SNB viele Exportunternehmen entlasten. Ob eine Erhöhung der Wechselkursuntergrenze möglich ist, liegt voll und ganz im Ermessen der Nationalbank, auch wenn dies eine willkommene Entlastung für die gebeutelte Exportwirtschaft wäre. Die Krux liegt jedoch darin, dass die Wechselkursuntergrenze so festgesetzt sein sollte, dass sie auch weiterhin unter der Kaufkraftparität liegt. Entspricht sie hingegen der Kaufkraftparität oder liegt sogar darüber, kommt die Untergränze einer faktischen Fixierung des Wechselkurses und damit einer Aufgabe der geldpolitischen Autonomie gleich. Nun ist es so, dass die Kaufkraftparität keine eindeutig zu bestimmende Grösse ist – wir können nur in etwa abschätzen, wo sie sich befindet. *Grafik 1* zeigt den Verlauf der von uns geschätzten Kaufkraftparität im Vergleich zum nominellen Wechselkurs. Aktuell schätzen wir die Kaufkraftparität auf einen Wert von ca. 1,37 Franken pro Euro, wobei die aufgezeigte Bandbreite plus/minus eine Standardabweichung von 1,24 bis 1,51 erreicht. Offensichtlich sank die Kaufkraftparität infolge der Inflationsdifferenzen zwischen der Schweiz und der Euro-Zone über die Zeit. Da die Inflationsraten im Euro-Raum wohl auch in nächster Zeit höher sein werden als in der Schweiz, wird der Kaufkraftparitätskurs weiter sinken. Somit käme eine höhere Untergränze der Kaufkraftparität unter Umständen schon relativ nahe, was die Verteidigung für die SNB entsprechend schwieriger und kostspieliger machen würde.

Fazit

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass das Setzen einer Wechselkursuntergränze durch die SNB als Ultima Ratio in turbulenten Zeiten notwendig geworden ist. Da die Verschuldungsproblematik und die ultra-expansive Geldpolitik beidseits des Atlantiks wohl anhalten wird, ist nicht mit einer raschen Rückkehr zum Courant normal zu rechnen. Gerade deshalb ist es entscheidend, dass die SNB möglichst unabhängig von der Politik bleibt.

¹ Vgl. Minsch, R. & Schnell, F. (2011): Massnahmen gegen die Frankenstärke auf dem Prüfstand. Dossierpolitik Nr. 16. Zürich: economieuisse.