

Viel zu restriktive Geldpolitik gefährdet Arbeitsplätze und Wohlstand

Eine eigene Währung – der Schweizer Franken – muss der Schweiz nützen. Bei der sehr starken Überbewertung des Frankens ist das Gegenteil der Fall. Trotz der Untergrenze von 1,20 Franken pro Euro ist der Franken nach wie vor stark überbewertet. Die Geldpolitik ist viel zu restriktiv. Grosse Teile des Werkplatzes und des Tourismus sind ernsthaft unter Druck. In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz schadet das dem Wohlstand. Denn längerfristig hängen auch die Löhne und Arbeitsplätze des Malters in Chur oder der Lehrerin im Toggenburg vom Gang der Exportwirtschaft ab. Damit der grösste Druck auf die Löhne und Arbeitsplätze wegfällt, muss die SNB handeln. Sie muss die Wechselkursuntergrenze auf mindestens 1,40 anheben.



Daniel Lampart
Leiter SGB-Sekretariat
und Chefökonom

Die Auswirkungen der Überbewertung sind deutlich sichtbar. Die Exporte und die Logiernächtezahlen sinken. Gemäss einer Umfrage der Schweizerischen Nationalbank (SNB) vom Dezember 2011 leiden 85% der Industriefirmen unter der Überbewertung. Sogar im Detailhandel sind es mittlerweile ebenfalls hohe 63%. Modellschätzungen für die Schweizer Wirtschaft zeigen die Grössenordnung des Problems: Wertet sich der Franken um 10% auf, kostet das innert 3 bis 5 Jahren rund 100 000 Arbeitsplätze. Mit dem überbewerteten Franken hat sich der Druck auf die Löhne und Arbeitsplätze verstärkt. Wegen der Personalfreizügigkeit ist das besonders sensibel. Ausländische Firmen, die wegen der Freizügigkeit in der Schweiz tätig sein dürfen, können beispielsweise billiger offerieren als die Schweizer Konkurrenten. Und bei Neueinstellungen von ausländischen Arbeitskräften ist die Gefahr gross, dass Schweizer Arbeitgeber versuchen, tiefere Löhne zu bezahlen.

Fairer Franken-Euro-Kurs bei 1,45 bis 1,50

Um zu messen, wie stark eine Währung überbewertet ist, gibt es verschiedene Methoden. Die robusteste Methode ist ein internationaler Preisvergleich (Kaufkraftparität), sofern nur handelbare Güter berücksichtigt werden. Gemäss den Preisstatistiken des Bundesamtes für Statistik (BFS) ergibt sich daraus eine Bandbreite von 1,40 bis 1,65 Franken/Euro als «fairer» Kurs.¹ Diese Bandbreite lässt sich mit einem längerfristigen Vergleich Schweiz/Deutschland noch etwas eingrenzen. Deutschland ist der wichtigste Handelspartner der Schweiz und das bedeutendste Herkunftsland von Touristen; ein grosser Teil der internationalen Konkurrenten der Schweizer Exportindustrie befindet sich in Deutschland. Nach Berücksichtigung der unterschiedlichen Teuerung schwankte der (reale) Wechselkurs Schweiz/Deutschland bis Ende 2009 um einen relativ konstanten Wert. Ende 2009 lag der so ermittelte, durchschnittliche Franken-Euro-Kurs bei 1,50. Seither war die Teuerung in Deutschland etwas stärker als in der Schweiz, so dass der «faire» Kurs etwas darunter liegen dürfte.

Der Franken hat sich gegenüber fast allen Währungen aufgewertet. Diese alleinige Auf-

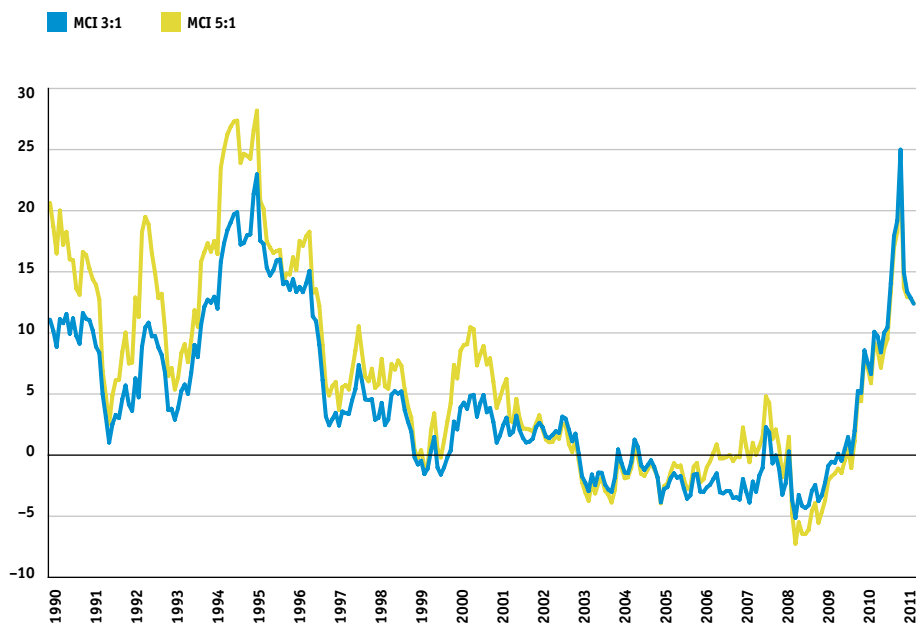
wertung widerlegt die Behauptung, dass der Franken stärker geworden sei, weil die Schweizer Wirtschaft und die Staatsfinanzen besser aufgestellt seien als diejenige der Euro-Zone. Würde das zutreffen, hätte sich auch die norwegische Krone aufwerten müssen, zumal Norwegen punkto Staatsfinanzen und Stabilität noch besser dasteht als die Schweiz. Doch die Krone hat sich gegenüber dem Euro nicht wesentlich verändert. Der überbewertete Franken ist somit nicht die Folge von Problemen in der Euro-Zone. Die Ursache ist die spezifische Spekulation und die Flucht in den Franken. Deshalb kann die Schweiz die Frankenstärke auch alleine und erfolgreich bekämpfen.

Orientierungslosigkeit ohne sichtbare Hand der Geldpolitik

An der Überbewertung des Frankens ist die Geldpolitik der SNB mitverantwortlich.² Seit 1978 hat sie immer wieder interveniert, wenn der Frankenkurs bestimmte Grenzen zu überschreiten drohte. Damit hat sie den Marktteilnehmern ganz klar signalisiert, wo die Grenzen liegen. Entsprechende Wechselkursuntergrenzen waren im Markt deshalb sehr gut verankert (z.B. 80 Rp./DM, später 1,50 bzw. 1,45 Fr./Euro). Doch nach einem zuvor sehr erfolgreichen Krisenmanagement hat sich die SNB Ende 2009 von diesem geldpolitischen Kurs abgewendet. Am 12. Dezember 2009 gab sie bekannt, dass sie nur noch eine «übermässige» Aufwertung des Frankens bekämpfen würde, nachdem zuvor klar gesagt wurde, dass sie die Aufwertung selber bekämpft. Gleichzeitig signalisierte sie, dass sie die «expansive» Geldpolitik «nicht endlos» weiterführen würde. Am 18. März 2010 wurde gesagt, dass die Wechselkurse «zu einem bestimmten Zeitpunkt in der Zukunft [...] wieder von den Marktkräften bestimmt» würden. Kurz nach diesen Verlautbarungen wurden die gut etablierten Wechselkursgrenzen durchstossen.

Diese Aufwertungsbeziehung wurde durch Derivate, die nicht der Spekulation, sondern zur Absicherung von Wechselkursrisiken dienten, verstärkt. Beispielsweise mussten Banken, die Euro-Franken-Put-Optionen hatten, plötzlich Euro verkaufen und Franken kaufen, damit sie keine Devisen-Nettoexpositionen hatten. Mit der Aufgabe der Wechsel-

Grafik 1

Geldpolitischer Restriktionsgrad, 1990–2011Monetary Conditions Index MCI¹, hohe Werte = restriktive Geldpolitik

a Beim Index 3:1 verändert sich der geldpolitische Restriktionsgrad bei einer einprozentigen Realzinserhöhung gleich wie bei einer dreiprozentigen Aufwertung des Frankens. Beim Index 5:1 ist der Zinseffekt fünfmal grösser als der Wechselkurseffekt. Berechnung analog SNB, Quartalsheft I/2004, S. 27.

Quelle: SNB, SGB / Die Volkswirtschaft

kursgrenzen durch die SNB ist der Frankenkurs ausser Kontrolle geraten. Der Devisenmarkt ist auf die sichtbare, führende Hand der SNB angewiesen. Mit einer Untergrenze erfolgt der Devisenhandel kontrolliert.

Die SNB hat die Untergrenze von 1,20 bisher sehr erfolgreich durchsetzen können. Sie dürfte kaum Devisenkäufe zur Verteidigung der Untergrenze getätigt haben, wie die Zahlen zu den Devisenbeständen der SNB zeigen. Das überrascht nicht.

- Die SNB ist die Herrin über den Franken und kann theoretisch unendlich viele Franken auf den Markt werfen. Kein Währungsspekulant kann es mit ihr aufnehmen. Das wirkt abschreckend.
- Zweitens helfen ihr Arbitragemöglichkeiten der Marktteilnehmer, die den Franken schwächen. Wegen der Untergrenze ist es beispielsweise möglich, mit sehr geringem Wechselkursrisiko einen Kredit in Franken aufzunehmen und ihn in Euro anzulegen, um von den Zinsdifferenzen zu profitieren (Carry-Trade). Die Zinsdifferenz zwischen dem Franken und dem Euro beträgt rund 1,5% (auf ein Jahr). Solange die Untergrenze glaubwürdig ist, dürfte der Franken-Euro-Kurs deshalb über der Grenze liegen.

Schutz der Löhne und Arbeitsplätze

Die SNB hat in Artikel 5 des Nationalbankgesetzes einen klaren Auftrag. Sie muss Preisstabilität gewährleisten und dabei die

konjunkturelle Entwicklung berücksichtigen. Am 6. September 2011 hat die SNB zwar erfolgreich die Untergrenze von 1,20 eingeführt. Doch seither blieb sie passiv, obwohl die Konsumentenpreise weiterhin sinken und die Arbeitslosigkeit steigt. In der Schweiz herrscht weder Preisstabilität, noch entwickelt sich die Konjunktur gut. Im Gegenteil: Es herrscht Rezessionsgefahr und ein Deflationsrisiko. Wegen dem sehr stark überbewerteten Franken ist die Geldpolitik restriktiv ausgerichtet. Das zeigt beispielsweise der Monetary Conditions Index, der zurzeit auf dem Niveau von Mitte der 1990er-Jahre liegt, als die Geldpolitik zur langen Stagnation der Schweizer Wirtschaft beigetragen hat (siehe Grafik 1).

Kein Inflationsrisiko

Die SNB prognostiziert für 2012 einen Rückgang der Konsumentenpreise um 0,3%. Selbst wenn die Geldmenge aufgrund von Interventionen steigen sollte, würde das noch lange nicht zu Inflation führen. Inflation heisst, dass die Firmen die Preise erhöhen können. Der Detailhändler in Basel oder der Hotelier in Davos können nur höhere Preise verlangen, wenn die Kunden mehr zu zahlen bereit sind. Das ist aber wegen der Frankenstärke gerade nicht der Fall. Der Vergleich mit der Intervention Ende der 1970er-Jahre hinkt stark. Damals hat die SNB gegenüber der D-Mark eine Untergrenze von 80 Rappen festgelegt. In den Jahren 1979 bis 1981 stieg aber die Teuerung auf der ganzen Welt, nicht nur in der Schweiz. Wegen dem Golfkrieg stieg der Preis pro Fass von rund 15 US-Dollar auf fast 40 US-Dollar. Dazu kam, dass sich die Gemüsepreise wegen wetterbedingt schlechten Ernten in Europa zwischen 1978 und 1981 teilweise verdreifachten.

Fazit

Kommt es in der Eurozone zu extremen Entwicklungen, könnten starke Safe-Haven-Zuflüsse in den Franken entstehen. In dieser Situation können Kapitalverkehrskontrollen oder andere administrative Massnahmen zur Verteidigung der Untergrenze hilfreich sein. Dass beim Bund eine Arbeitsgruppe solche Massnahmen ausarbeitet, ist deshalb wichtig.

Mit dem überbewerteten Franken hat sich der Druck auf die Löhne und Arbeitsplätze nochmals verstärkt. In der Schweiz müssen Schweizer Löhne bezahlt werden; das verlangen die flankierenden Massnahmen. Bund und Kantone müssen diesen Grundsatz kompromisslos durchsetzen. Die besonders sensiblen Neueinstellungen haben sie genau zu überwachen. Stellen sie Lohndumping fest, müssen sie die Löhne durch Mindestlöhne schützen. ■

1 Gemäss BFS (2011): Kaufkraftparitäten – Ergebnisse 2011. Beispiele sind Foto- und IT-Apparate (1,42 Franken gegenüber 1 Euro); Möbel (1,41:1), Investitionsgüter im Bereich Elektrotechnik, Feinmechanik, Optik (1,64:1) oder Fahrzeugbau (1,52:1).

2 Bernegger, M. (2011): Starker Franken – was kann und sollte getan werden?