

## PARLAMENTARISCHE GRUPPE FÜR ARBEIT 30.11.2010

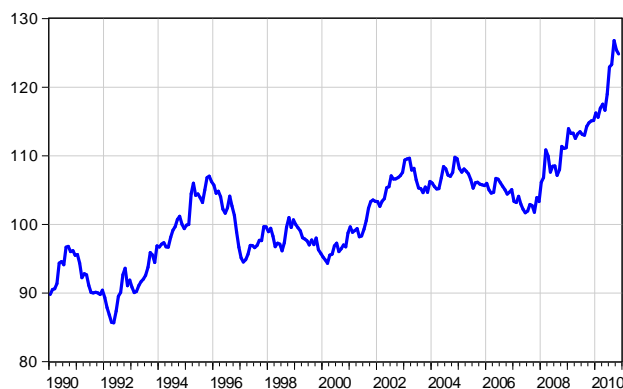
Bern, 29. November 2010

### **Keine spekulative Überbewertung des Frankens auf Kosten der Arbeitnehmenden**

Daniel Lampart, SGB-Chefökonom

Im zweiten Halbjahr 2010 hat der Franken mit einem Wechselkurs von deutlich unter 1.30 Fr./Euro gegenüber dem Euro neue Rekordwerte erreicht. Gegenüber dem Dollar bewegt sich der Franken seit Ende September unter Parität. Der Franken/Pfund-Kurs liegt seit August unter 1.60 Fr./£. Gewichtet nach den jeweiligen Exportanteilen hat sich der Franken seit Anfang 2009 um fast 10 Prozent aufgewertet. Seit 2007 betrug die Aufwertung sogar mehr als 20 Prozent. Das war letztmals in den Jahren 1992-1995 der Fall, als die Schweizer Wirtschaft nicht zuletzt aufgrund dieser Aufwertung stagnierte.

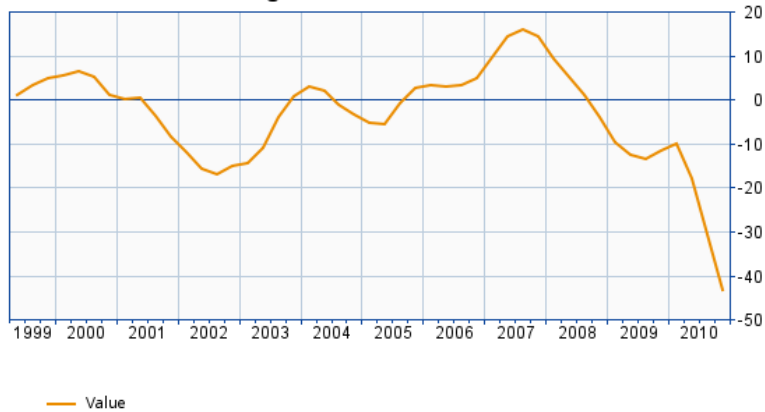
### **Nomineller Aussenwert des Frankens (handelsgewichtet)**



### **Gravierende realwirtschaftliche Schäden zu erwarten**

Bleibt der Franken längere Zeit auf diesem Niveau, ist mit tiefen realwirtschaftlichen Spuren zu rechnen. Die Industriebetriebe haben in der KOF-Umfrage gemeldet, dass sich ihre Wettbewerbsposition international stark verschlechtert hat.

Industrie insgesamt, Wettbewerbspos. in der EU letzte 3 Mte, Saldo, gl.K. - Ganze Schweiz



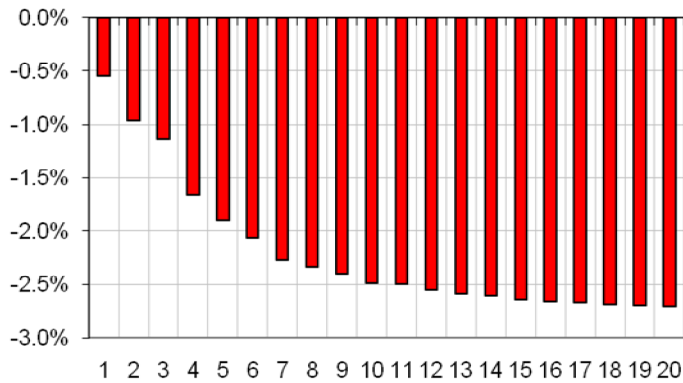
Besorgniserregend ist auch eine Erhebung von "Swiss Export" (Interessengemeinschaft kleiner und mittlerer Exportunternehmen). Bei 62 Prozent der Firmen liegt "Schmerzgrenze" bei einem Fr./Euro-Kurs zwischen 1.30 und 1.40. Die Firmen planen Lohnkürzungen, mehr Einkäufe im Ausland, Produktionsverlagerungen, oder -schliessungen.

Auch im Tourismus dürften sich die Probleme in nächster Zeit akzentuieren. Während die Sommersaison noch von einem starken Wachstum der Touristen aus Asien profitierte, spielen Touristen aus diesen Regionen für die Wintersaison eine weit geringere Rolle. Die Touristen kommen dann zu einem grossen Teil aus der EU:

Simulationen mit ökonomischen Modellen weisen darauf hin, dass die Frankenaufwertung tiefe Spuren in der Schweizer Wirtschaft hinterlassen wird. Eine Zusammenstellung der für die Schweiz vorhandenen Studien zeigt (s. Dossier „Auswirkungen einer Frankenaufwertung auf die Schweizer Wirtschaft – Ergebnisse von ökonomischen Modellsimulationen“): Eine anhaltende Aufwertung des Frankens gegenüber allen anderen Währungen um 10 Prozent führt zu einem um 2.5 bis 4 Prozent tieferen Bruttoinlandprodukt Ähnlich sind die Auswirkungen auf die Teuerung. Die Beschäftigungseffekte sind sogar noch etwas stärker als die Auswirkungen auf das BIP, da der stärkere Franken zu vermehrten Rationalisierungen führt. Eine Aufwertung um 10 Prozent führt zu einem Verlust von rund 100'000 Stellen. Auf- oder Abwertungen werden rasch spürbar. Doch der maximale Negativeffekt ergibt sich mit einer zeitlichen Verzögerung von ca. 3 bis 5 Jahren. Die Leidtragenden sind hauptsächlich die Exportbranchen Maschinen, Metall und Tourismus. Aber auch die Binnenwirtschaft wird den starken Franken in Zukunft spüren. Sei es, weil es mehr Arbeitslose in der Exportwirtschaft gibt oder sei es, weil die Exportfirmen weniger Vorprodukte in der Schweiz einkaufen oder weniger investieren. Weil durch den starken Franken der Kauf von ausländischen Produkten billiger wird, kommen auch für den Binnenmarkt produzierende Firmen vermehrt durch billigere Importprodukte unter Konkurrenzdruck.

Die wirtschaftlichen Schäden dieser Überbewertung sind von Dauer. Hält die Situation an, werden Firmen, die bei einem realistischen Wechselkurs konkurrenzfähig sind, schliessen. Produktion wird ins Ausland ausgelagert. Diese Betriebe und Betriebsteile werden bestenfalls nur langsam wieder in die Schweiz zurückkommen. Es ist damit zu rechnen, dass sie dauerhaft verloren sein werden.

### Auswirkung einer Frankenaufwertung um 10% auf die Beschäftigung (Abweichung von Szenario ohne Aufwertung in %, in Quartalen, SGB-VAR-Modell)

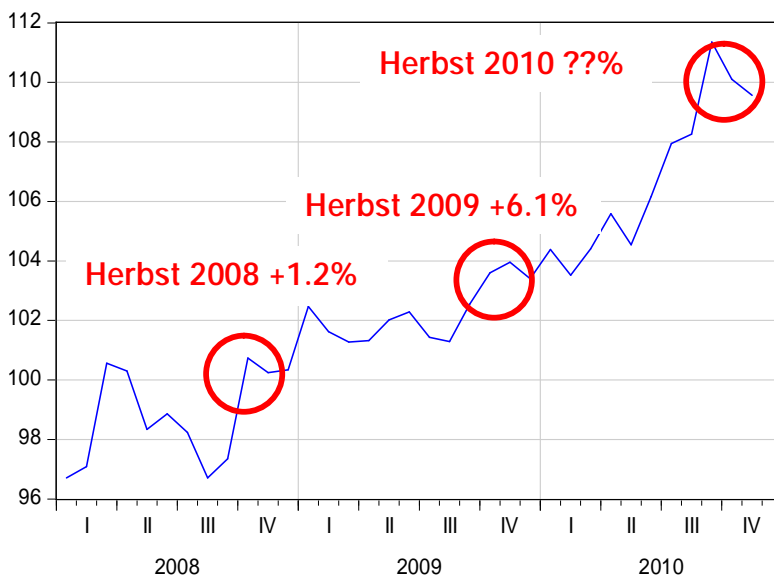


Der Druck auf die Beschäftigten ist bereits spürbar. In den Unternehmen werden Rationalisierungsmassnahmen angeschoben. Auch Versuche, die Löhne zu senken oder GrenzgängerInnen in Euro zu bezahlen, sind bekannt geworden.

### Spekulation führt zu überbewertetem Franken

Gemäss Schätzungen des Internationalen Währungsfonds IWF ist der Franken mittlerweile deutlich überbewertet (Abweichung von „equilibrium exchange rate“). In seinem Bericht über die wirtschaftliche Lage in der Schweiz vom Mai 2010<sup>1</sup> spricht er davon, dass der Franken im Herbst 2008 um 1.2 Prozent und im Herbst 2009 um 6.1 Prozent über dem Gleichgewichtskurs gelegen hat. Mittlerweile dürfte die Überbewertung deutlich mehr als 10 Prozent betragen.

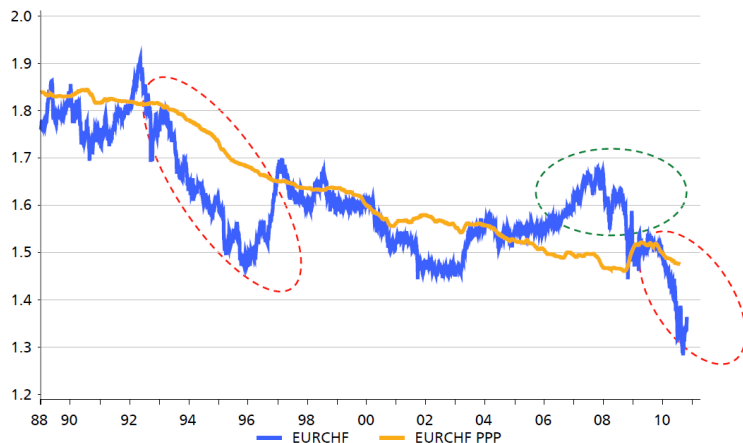
### „Realer“ Aussenwert des Frankens und Abweichungen vom Gleichgewicht gemäss IWF



<sup>1</sup> «Equilibrium exchange rate». IWF (2010): Staff Report for the 2010 Article IV Consultation, S. 15, [www.imf.org](http://www.imf.org).

Ein Kaufkraftparitätvergleich der UBS geht von einem „gleichgewichtigen“ Franken/Euro-Kurs von rund 1.47 Fr./Euro aus.

### Franken/Euro-Kurs: Effektiv und aufgrund von Kaufkraftparität gemäss UBS



Quelle: Reuters EcoWin, UBS Research Schweiz



2

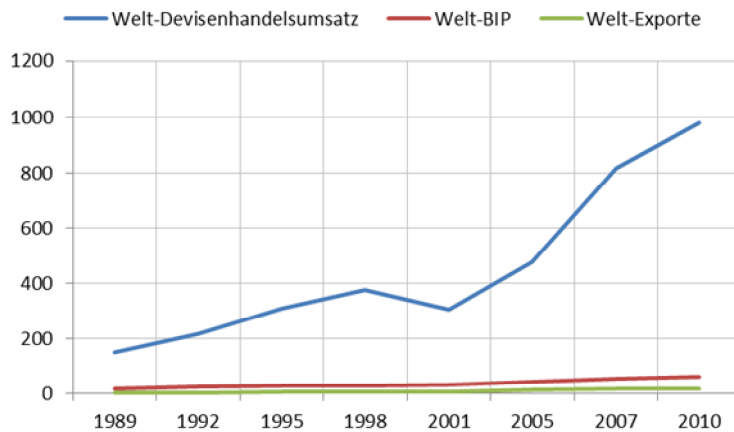
Auf eine deutliche Überbewertung weisen auch historische Vergleiche hin. Der reale Aussenwert des Frankens liegt gegenwärtig rund 10 Prozent über dem historischen Durchschnitt. Auch gegenüber Deutschland ist der Franken um die Preisunterschiede bereinigt über 10 Prozent höher als der Durchschnitt der letzten 10 Jahre. Der „gleichgewichtige“ Franken/Euro-Kurs läge somit im Bereich von 1.45 bis 1.50 Fr./Euro.

Phasen starker Überbewertung sind leider nichts Aussergewöhnliches.<sup>2</sup> Die Wechselkurse können über längere Zeiträume von ihren ökonomischen „Fundamentals“ (Kaufkraftparität, Zinsparität, Ertragsbilanzsaldo) abweichen. Devisenhandel und Realwirtschaft sind in hohem Mass entkoppelt. Das globale Volumen im Devisenhandel ist rund 50-mal grösser als die Weltexporte bzw. rund 16-mal grösser als das Welt-BIP. Fast alle Devisenhändler nutzen so genannte „technische“ Analyseinstrumente. Die Devisentransaktionen sind zu einem grossen Teil durch „charttechnische“, spekulative Überlegungen motiviert und nicht durch realwirtschaftliche Transaktionen (Exporte, Importe u.a.) bzw. fundamentale ökonomische Zusammenhänge.<sup>3</sup>

<sup>2</sup> Turner, A. (2010): After the crisis : Assessing the costs and benefits of financial liberalization, 14th Chintaman Deshmukh Memorial Lecture, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/ISRT12022010.pdf>.

<sup>3</sup> Osler, C. (2008): FOREIGN EXCHANGE MICROSTRUCTURE - A SURVEY OF THE EMPIRICAL LITERATURE, [http://people.brandeis.edu/~cosler/pdf/FXMicrostructure-Survey\\_07-15-08.pdf](http://people.brandeis.edu/~cosler/pdf/FXMicrostructure-Survey_07-15-08.pdf)

## Volumen im Devisenhandel und Grösse der Realwirtschaft (in Bio. \$)



## Devisenanalyse-Tool CHF/EUR



## Massnahmen gegen die Überbewertung

Die Nationalbank hat den Auftrag, Preisstabilität zu gewährleisten und die Konjunkturentwicklung zu berücksichtigen. Weil der Frankenkurs einen starken Einfluss auf die Teuerung und die Konjunktur in der Schweiz hat, ergibt sich daraus indirekt der Auftrag für die Nationalbank, gegen starke Wechselkursschwankungen zu intervenieren. Implizit hat die Nationalbank daher ein Wechselkursziel. Die Aufwertung des Frankens um über 10 Prozent ist eine grosse Gefahr für die Schweizer Wirtschaft. Wird diese Entwicklung nicht rasch korrigiert, dürfte die Schweizer Wirtschaft erhebliche BIP- und Beschäftigungseinbussen erleiden. Auch die Preisstabilität ist

nicht gewährleistet. Gemäss den Modellschätzungen dürfte die Teuerung um 1 bis 2 Prozentpunkte zurückgehen. Die tiefe Teuerung in der Schweiz nähert sich einer Negativtendenz.

Weil die Frankenstärke eine Gefahr für die Schweizer Wirtschaft darstellt, müssen Nationalbank und Bund Massnahmen dagegen ergreifen. Es gibt zwei Ansatzpunkte:

- a) Massnahmen, die den Franken gegenüber anderen Währungen schwächen (Ursachenbekämpfung)
- b) Massnahmen, die realwirtschaftliche Schäden verhindern (Symptombekämpfung)

### Ursachenbekämpfung

Dass die Politik den Wechselkurs erfolgreich beeinflussen kann, zeigt das Beispiel USA. Hier reichte bereits die Ankündigung von geldpolitischen Lockerungen (quantitative easing) durch das Fed, um den Dollar stark abwerten zu lassen (in der Grössenordnung von 600 Mrd. \$ oder rund 5 Prozent des US-BIPs).

- Die Nationalbank darf die Zinsen nicht erhöhen, sonst lockt sie ausländisches Geld an.
- Die Nationalbank muss den starken Franken über geldpolitische Lockerungen bekämpfen. Sie kann sich dabei von den USA inspirieren lassen.
- Die Nationalbank muss weitere Devisenmarktinterventionen ins Auge fassen – und zwar insbesondere unsterilisierte Interventionen, Das sind Interventionen, bei denen zusätzliche Liquidität, die aufgrund der Interventionen entsteht, nicht wieder abgeschöpft wird (wie heute über SNB-Bills oder Reverse Repos). Sie soll möglichst zusammen mit ausländischen Nationalbanken und allenfalls mit einem klaren Ziel wie 1978 intervenieren. Damals drückte die Nationalbank die D-Mark erfolgreich über 80 Rappen.<sup>4</sup> In Ländern mit einem Wechselkursziel wie Dänemark sind solche Interventionen Alltag. Und sie funktionieren.<sup>5</sup> Verluste aus den Interventionen fallen längerfristig weg, weil der Franken heute überbewertet ist. Damit verbundene Inflationsängste sind übertrieben. Erstens ist die Kernteuerung gegenwärtig negativ und der starke Franken wird auf den Schweizer Preisen lasten. Zweitens kann die Liquidität im Falle einer Frankenabwertung durch Verkäufe der Euro-Anlagen der SNB rasch wieder abgeschöpft werden.
- Der Bundesrat und die Nationalbank müssen Massnahmen zur Begrenzung der Spekulation prüfen. In den 1970er Jahren haben sie die Devisengeschäfte stark eingeschränkt.<sup>6</sup> Zwei Beispiele: Die Nationalbank hatte mit den Schweizer Banken und ihren ausländischen Filialen ein Gentlemen's agreement abgeschlossen: Diese verpflichteten sich, nicht gegen den Franken spekulieren. Weiter wurde vermögenden Ausländern ein Negativzins verrechnet. Die Behörden könnten auch die Stempelsteuer auf den Devisenhandel ausdehnen („Tobin tax“).

<sup>4</sup> S. SNB (1982): 75 Jahre Schweizerische Nationalbank, Festschrift, www.snb.ch.

<sup>5</sup> Fatum, R. und J. Pedersen (2009): Real-time effects of central bank interventions in the Euro market, Journal of International Economics, Vol. 75/1.

<sup>6</sup> Um den Aufwertungsdruck auf den Franken in den Jahren 1971/72 zu verringern, wurde die so genannte „Notstandsvereinbarung“ eingeführt. Der Bundesrat erliess 6 Verordnungen zur Abwehr ausländischer Gelder (Verzinsungsverbot von Bankeinlagen von Ausländern, Belastung der Erträge auf neuen Bankeinlagen von Ausländern mit einer Kommission von 10% pro Quartal (Negativzins), Erschwerung der Anlage ausländischer Gelder in inländischen Wertpapieren und Grundstücken) (S. SNB 1982). Gemäss SNB (1982) „liess die Aufwertungs tendenz nach dem Erlass dieser Massnahmen nach“ (S. 104).

## Symptombekämpfung

In der Vergangenheit wurden in verschiedenen Ländern Massnahmen zum Schutz der Realwirtschaft vor starken Aufwertungen ergriffen. In der Schweiz war das beispielsweise in den 1970er Jahren der Fall. In der Schweiz müssen Bund und Nationalbank prüfen, inwiefern damit die Schweizer Realwirtschaft vor den Auswirkungen der Überbewertung geschützt werden kann.

- In verschiedenen Ländern wurde in der Vergangenheit phasenweise ein „Parallelwechsellkurs“ (dual exchange rate) eingeführt um die inländische „Realwirtschaft“ von Wechselkurssturbulenzen zu schützen (z.B. Belgien, Luxemburg). Die Realwirtschaft kann dann zu einem Sonderkurs Devisen wechseln.<sup>7</sup>
- In den 1970er Jahren haben Bund und Nationalbank die negativen Auswirkungen des starken Frankens abgemildert, indem sie den betroffenen Unternehmen der Exportwirtschaft Vorzugskonditionen beim Wechsel von ausländischer in inländischer Währung zu Vorzugskonditionen gewährt haben. Das einerseits im Rahmen der Exportrisikogarantie (heute Exportrisikoversicherung), aber auch über Devisentermingeschäfte in Form von Vereinbarungen zwischen der Nationalbank und beispielsweise der Uhren- sowie der Textil- und Bekleidungsindustrie.<sup>8</sup>

Lohnzahlungen in Euro oder Lohnsenkungen für Grenzgänger, wie das bereits vorgekommen ist, sind unzulässig. Durch sie geraten die Schweizer Löhne unter Druck. Damit sind nicht nur die Beschäftigten die Leidtragenden der spekulativen Frankenstärke, sondern die Lohnsenkungen bei Grenzgängern widersprechen dem Personenfreizügigkeitsabkommen, weil die Arbeitnehmenden aufgrund ihres Herkunftsorts diskriminiert werden.<sup>9</sup>

## Anpassung des Nationalbankauftrags?

Starke Wechselkursschwankungen können in kleinen, offenen Volkswirtschaften wie der Schweiz dauerhaften Schaden anrichten. Z.B. kann eine starke, längere Aufwertung wettbewerbsfähige Teile der Exportwirtschaft in den Konkurs treiben. Darum sollten die Nationalbanken in kleinen, offenen Volkswirtschaften auch den Wechselkurs stabilisieren. Der IWF-Chefökonom Blanchard empfiehlt daher, dass kleine, offene Volkswirtschaften die Stabilisierung des Wechselkurses explizit in ihren geldpolitischen Zielkatalog aufnehmen.<sup>10</sup>

Wechselkurse können stark schwanken. Überbewertungsphasen können kurz sein oder lange anhalten. Grosser realwirtschaftlicher Schaden entsteht insbesondere bei längeren Phasen. Die Dauer der hohen Bewertung ist aber im Voraus nicht erkennbar. Hat eine Zentralbank ein tiefes Inflationsziel wie die SNB führt das zu einer ungesunden Interventions-Abstinenz. Die Zentralbank hält sich zurück, da Interventionen bei einer überraschend schnellen Korrektur der Überbewertung zu einer vorübergehend höheren Teuerung führen können. Um das zu verhindern, müsste eine höhere Teuerung zulässig sein (Abweichung von Preisstabilität).

Der IWF-Chefökonom Blanchard sieht beim Ziel der Preisstabilität gewichtige Nachteile. Eine tiefe Inflation führt dazu, dass der Zinssenkungsspielraum der Zentralbank rasch ausgeschöpft ist

<sup>7</sup> Das empfiehlt beispielsweise der MIT-Ökonom R. Caballero <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5690>.

<sup>8</sup> S. SNB (1982: 281).

<sup>9</sup> S. G. Aubert, Les salariés peuvent-ils être payés en euros?, Le temps, 15. Oktober 2010.

<sup>10</sup> Blanchard, O, et al. (2010): Rethinking Macroeconomic Policy, IMF Staff Position Note 10/03.

und sie zu anderen Formen geldpolitischer Lockerung greifen muss (Devisenmarktinterventionen etc.). Er schlägt vor, ein Inflationsziel von 4 Prozent zu prüfen.

Die starken Auf- und Abwertungen auf den globalen Devisenmärkten in jüngster Zeit haben die Frage nach den Vorteilen vollständig geöffneter Kapital- und Devisenmärkten aufgeworfen. Die Schweizer Arbeitnehmenden werden unter der jüngsten Überbewertung leiden. Ob die geöffneten Märkte über eine längere Zeitperiode für sie unter dem Strich gut oder schlecht sind, ist eine Frage, die schwer zu beantworten ist. Lesenswert ist beispielsweise das Referat des Leiters der englischen Finanzmarktaufsicht A. Turner.<sup>11</sup> Doch die Schweiz muss sich dieser Frage stellen. Bund und Nationalbank müssen sich an den internationalen Diskussionen über die globale Devisenmarktordnung beteiligen. Auch national sind die Vorteile und Nachteile vollständig geöffneter Devisen- und Kapitalmärkte abzuklären und allfällige Restriktionen zu prüfen.

---

<sup>11</sup> Turner, A. (2010): After the crisis : Assessing the costs and benefits of financial liberalization, 14th Chintaman Deshmukh Memorial Lecture, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/ISRT12022010.pdf>.