



Restriktive Geldpolitik und überbewerteter Franken

Es wäre eigentlich anzunehmen, dass eine eigene Währung – der Schweizer Franken – der Schweizer Volkswirtschaft nützen sollte. Bei der sehr starken Überbewertung des Frankens ist das Gegenteil der Fall: Trotz der Untergrenze von CHF 1.20 für einen Euro ist der Franken nach wie vor stark überbewertet. Die Geldpolitik ist viel zu restriktiv. Grosse Teile des Arbeitsplatzes 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 Malers in Chur oder der Lehrerin im Toggenburg vom Gang der Exportwirtschaft ab. Damit der grösste Druck auf die Löhne und Arbeitsplätze wegfällt, bräuchte es einen Kurs von mindestens CHF 1.40 auf den Euro.

Die Auswirkungen der Überbewertung sind deutlich sichtbar. Die Exporte und die Logiernächtezahlen der Gäste aus dem Euroraum sinken. Der Preisdruck ist teilweise erheblich. Die Exportwirtschaft musste die Preise senken. Auch der Detailhandel spürt den Druck auf die Preise. Der Einkaufstourismus ins benachbarte Ausland hat deutlich zugenommen. Modellschätzungen für die Schweizer Wirtschaft zeigen die Gröszenordnung des Problems: Wertet sich der Franken um zehn Prozent auf, kostet das innert drei bis fünf Jahren rund 100'000 Arbeitsplätze.¹ Mit dem überbewerteten Franken hat sich der Druck auf die Löhne und Arbeitsplätze verstärkt. Wegen der Personenfreizügigkeit ist das besonders sensibel. Ausländische Firmen, die wegen der Freizügigkeit in der Schweiz tätig sein dürfen, können teilweise ihr Material billiger offerieren als die Schweizer Konkurrenten. Und bei Neueinstellungen von ausländischen Arbeitskräften ist die Gefahr gross, dass Schweizer Arbeitgeber versuchen, tiefere Löhne zu bezahlen.

Der überbewertete Franken belastet die Schweizer Wirtschaft nicht nur kurz-, sondern auch mittelfristig. Die Industriefirmen verlieren Marktanteile. Verschiedentlich werden Produktionsteile ins Ausland ausgelagert. Bis die Marktanteile und die verlorenen Arbeitsplätze wieder in die Schweiz zurückkommen, dürfte einige Zeit vergehen, selbst wenn der Franken wieder fair bewertet ist. Dazu kommt,

Daniel Lampart,

geboren 1968, leitet das Sekretariat des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes und ist verantwortlich für das Dossier Wirtschaftspolitik

ausgelagert. Bis die Marktanteile und die verlorenen Arbeitsplätze wieder in die Schweiz zurückkommen, dürfte einige Zeit vergehen, selbst wenn der Franken wieder fair bewertet ist. Dazu kommt,



dass die Forschung und Entwicklung bei einem grossen Teil der Industriebetriebe von der Geschäftslage abhängig ist. Läuft es in den Firmen gut, investieren sie mehr in neue Produkte. Läuft es schlecht, wird die Innovationstätigkeit zurückgefahren beziehungsweise eher in Rationalisierungen investiert, wie eine Studie der KOF ETH zeigt.² Damit fehlen wichtige Investitionen in die künftigen Produkte, welche die Wettbewerbsfähigkeit von morgen begründen. Diese Zusammenhänge konnten auch in makroökonomischen Studien nachgewiesen werden. Überbewertete Währungen oder starke Wechselkursschwankungen haben ein geringeres Wachstum der Produktivität respektive der Wirtschaft insgesamt zur Folge.³

Branche	Prozyklisch	Antizyklisch	Konjunktur-unabhängig
Maschinenindustrie	51%	20%	29%
Chemie	58%	31%	11%
Elektronik/Uhren	49%	23%	28%
Industrie total	42%	17%	40%

Innovationstätigkeit in Abhängigkeit von der Geschäftslage in der Industrie. (Anteil der Firmen je Branche)

Quelle: Arvanitis, S. und M. Wörter (2011): Konjunktur und Innovationsverhalten, www.kof.ethz.ch/de/publikationen/p/kof-studien/2196/

Fairer Franken-Euro-Kurs im Bereich von CHF 1.40

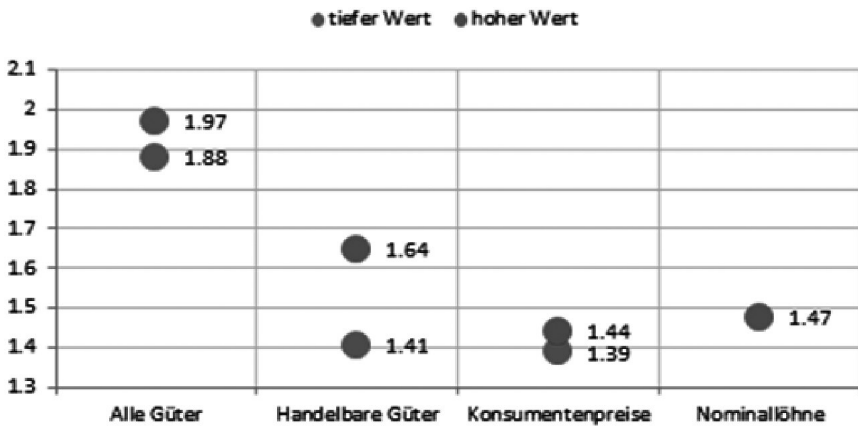
Trotz der Einführung der Untergrenze von 1.20 CHF/Euro ist der Franken nach wie vor stark überbewertet. Das zeigen beispielsweise Preisvergleiche mit dem Ausland. Sind die Preise im In- und Ausland im Franken umgerechnet gleich hoch, so ist der Franken fair bewertet. Man spricht von Kaufkraftparität. Die Identifikation der Kaufkraftparität ist allerdings schwierig. Viele Produkte sind international nicht handelbar, da sie beispielsweise ortsgebunden sind. So etwa Wohnungen (Mieten). Auf gewissen Produkten (Lebensmittel) müssen hohe Zölle bezahlt werden. Und die indirekten Steuern wie die Mehrwertsteuer sind je nach Land verschieden.

Vergleicht man alle Waren und Dienstleistungen (inkl. Wohnungen usw.), so müsste der Franken-Euro-Kurs zwischen 1.88 und 1.97 CHF/Euro liegen, damit die Preise im In- und Ausland gleich sind. Das geht zu einem grossen Teil auf die Mieten zurück, die in der dichtbesiedelten Schweiz höher sind. Beschränkt man sich auf international handelbare Güter, so ist der «faire» Kurs tiefer – je nach Produktgruppe des Bundesamtes für Statistik zwischen CHF 1.41 (z.B. Möbel) und 1.64 auf



einen Euro (elektrotechnische und optische Geräte). Bei diesen Vergleichen sind aber beispielsweise Mehrwertsteuer-Unterschiede nach wie vor enthalten.

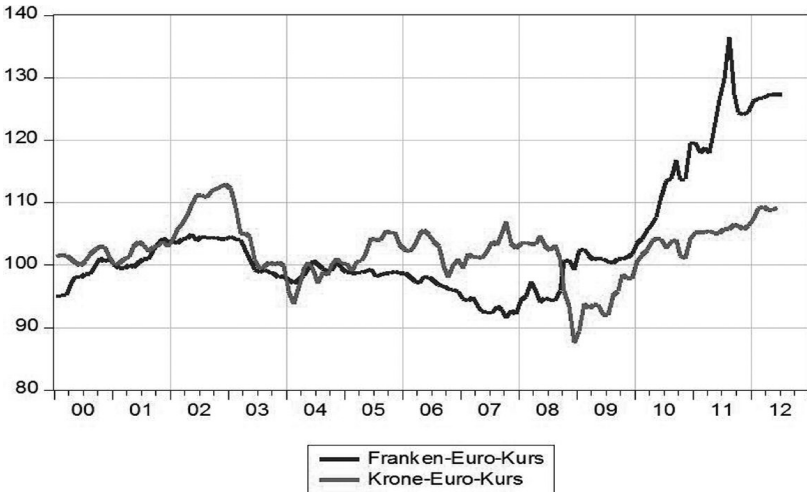
Man kann auch Löhne vergleichen. Wobei hier die unterschiedlichen Sozialversicherungssysteme die Resultate verzerren können. Man sollte ähnliche Länder vergleichen. Auch wegen der Wirtschaftsstruktur. Stellt man die Löhne in der deutschen Industrie den Schweizer Industrielöhnen gegenüber, so würde der ›faire‹ Franken-Euro bei rund 1.47 CHF/Euro liegen. Inzwischen ist die Teuerung in der Eurozone und in Deutschland etwas stärker als in der Schweiz, so dass der ›faire‹ Kurs etwas gesunken sein dürfte. Die meisten Vergleiche weisen aber nach wie vor auf einen ›fairen‹ Kurs im Bereich von etwas über 1.40 CHF/Euro hin.



Schätzung des ›fairen‹ Franken-Euro-Kurses mittels internationalen Preisvergleichen. *Quelle: Berechnungen SGB.*

Wechselkurspolitischer Handlungsspielraum der Schweiz

Der Franken hat sich gegenüber fast allen Währungen aufgewertet. Diese alleinige Aufwertung 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 die norwegische Krone sogar noch stärker aufwerten müssen. Norwegen steht punkto Staatsfinanzen und Stabilität noch besser da als die Schweiz. Doch die Krone hat sich gegenüber dem Euro vergleichsweise unauffällig entwickelt. Der überbewertete Franken ist somit nicht direkt eine Folge von Problemen in der Euro-Zone. Die Haupt-Ursache ist die spezifischen Spekulation auf bzw. die Flucht in den Franken.



Wechselkurse: Franken und Norwegische Krone gegenüber Euro (Januar 2001 = 100).

Quelle: SNB, Norwegische Zentralbank, Berechnungen SGB.

Orientierungslosigkeit ohne sichtbare Hand der Geldpolitik

An der Überbewertung des Frankens ist die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank SNB mitverantwortlich.⁴ Seit 1978 hat die SNB immer wieder interveniert, wenn der Frankenkurs bestimmte Grenzen zu überschreiten drohte. Damit hat sie den Marktteilnehmern ganz klar signalisiert, wo die Grenzen liegen. Entsprechende Wechselkurs-Untergrenzen waren im Markt deshalb sehr gut verankert (z.B. 0.80 CHF/DM beziehungsweise später CHF 1.50 oder 1.45 pro Euro). Doch nach einem zuvor sehr erfolgreichen Krisenmanagement hat sich die SNB Ende 2009 von diesem geldpolitischen Kurs abgewendet. Durch die Abkehr von einer Wechselkurs-Untergrenze und ihre Kommunikation hat sie zur heutigen Überbewertung beigetragen. Am 12. Dezember 2009 gab die SNB bekannt, dass sie nur noch eine ›übermäßige‹ Aufwertung des Frankens bekämpfen würde, nachdem sie zuvor klar gesagt hatte, sie werde die Aufwertung selber bekämpfen. 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 jeweils gut etablierte Grenzen von CHF 1.50 beziehungsweise 1.45 auf einen Euro durchstossen.

Diese Aufwertungsbewegung wurde durch Derivate verstärkt, die nicht der Spekulation, sondern zur Absicherung von Wechselkursrisiken



dienten. 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 Wechselkursgrenzen 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 CHF/Euro bisher erfolgreich durchsetzen können. Erst in neuster Zeit, als sich die Lage in der Eurozone stark zuspitzte, musste sie umfangreiche Devisenkäufe zur Verteidigung der Untergrenze tätigen, wie die Zahlen zu ihren Devisenbeständen 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 0.8 Prozentpunkte (auf ein Jahr).

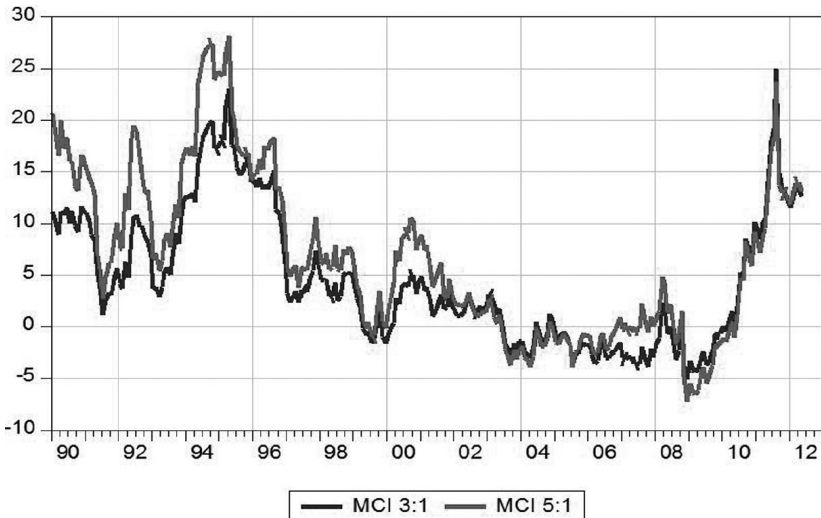
Mit der Frankenuntergrenze ist die Schweiz übrigens weltweit in bester Gesellschaft. Fast alle kleinen Länder schützen ihre Realwirtschaft gegen Währungsspekulation und Wechselkurs-Schwankungen. Einige Länder wie die Niederlande oder Belgien haben in einem grossen Währungsraum, zum Beispiel dem Euro, Unterschlupf gefunden. Andere Länder wie Dänemark oder der Finanzplatz Singapur haben ihre Währung an andere Währungen angebunden. Dort verteidigen die Nationalbanken die Wechselkursziele. Wer gegen die Untergrenze ist, macht aus der Schweiz folglich einen internationalen Sonderfall. Ohne Untergrenze wäre der Franken als eine der wenigen kleineren Währungen der Spekulation freigegeben.

Das kleine Dänemark hat für seine Krone nicht nur eine Wechselkurs-Untergrenze eingeführt, sondern seine Währung sogar an den Euro gebunden. Ist die Krone unter Aufwertungsdruck, verkauft die dänische Nationalbank Kronen gegen Euro, wie die Schweizer Nationalbank Franken gegen Euro verkauft. Weil die dänische Nationalbank seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise eine Aufwertung der Krone bekämpfen musste, hat sie heute dreimal mehr Euro auf ihrer Bilanz als vor Ausbruch der Krise. Diese Wechselkurs-Stabilisierung gilt als normal. Sie ist dänischer Alltag.



Restriktive Geldpolitik der Nationalbank

Die Schweizerische Nationalbank hat in Artikel 5 des Nationalbankgesetzes einen klaren Auftrag. Sie muss Preisstabilität gewährleisten und dabei die konjunkturelle Entwicklung berücksichtigen. Am 6. September hat die SNB zwar erfolgreich die Untergrenze von 1.20 CHF/Euro eingeführt. Doch seither ist sie passiv geblieben, obwohl die Konsumentenpreise sinken und gemäss SNB-Prognose auch 2012 um 0.5 Prozent sinken werden, und obwohl die Arbeitslosigkeit steigt. In der Schweiz herrscht weder Preisstabilität – noch entwickelt sich die Konjunktur gut. Im Gegenteil: Wegen des überbewerteten Frankens und den Konjunkturprobleme in der Eurozone gibt es Rezessionsgefahr und Deflationsrisiko. Aufgrund des sehr stark überbewerteten Frankens ist die Geldpolitik restriktiv ausgerichtet. Das zeigt beispielsweise der Monetary Conditions Index – ein Mass für den Restriktionsgrad der Geldpolitik, der zurzeit auf dem Niveau von Mitte der 1990er-Jahre liegt, als die Geldpolitik zur langen Stagnation der Schweizer Wirtschaft beigetragen hat. Die Nationalbank muss dafür sorgen, dass sich der Franken so rasch als möglich dem fairen Kurs im Bereich von 1.40 CHF/Euro nähert.



Geldpolitischer Restriktionsgrad (Monetary conditions index MCI⁵, hohe Werte = restriktive Geldpolitik). *Quelle: Berechnungen SGB*

Kein Risiko ist die Inflation. Die Nationalbank prognostiziert für 2012 einen Rückgang der Konsumentenpreise um 0.5 Prozent. Selbst wenn die Geldmenge aufgrund von Interventionen steigen sollte, würde das noch lange nicht zu einer 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 die Teuerung aber auf der ganzen Welt, nicht nur in der Schweiz. Unter anderem wegen der höheren Ölpreise. Der Golfkrieg führte dazu, dass der Preis pro Fass von rund 15 Dollar auf fast 40 Dollar stieg. Dazu kam, dass sich die Gemüsepreise wegen wetterbedingt schlechter Ernten in Europa zwischen 1978 und 1981 teilweise verdreifachten.

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 nicht zuletzt 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.

Anmerkungen

- 1 Lampart, Daniel (2010): Auswirkungen einer Frankenaufwertung auf die Schweizer Wirtschaft. SGB-Dossier Nr. 71. www.sgb.ch/uploads/media/71_DL_d_Wechselkurs.pdf
- 2 Arvanitis, Spyros; Ley, Marius; Wörter, Martin (2011): Konjunktur und Innovationsverhalten. www.kof.ethz.ch/de/publikationen/p/kof-studien/2196/
- 3 Aghion, P. et al. (2006): Exchange rate volatility and productivity growth: the role of financial development. Rodrik, D. (2008): The real exchange rate and economic growth. Brookings papers on economic activity, Fall 2008.
- 4 Bernegger, M. (2011): Starker Franken – was kann und sollte getan werden? www.sgb.ch/uploaded/Texte/110905_Bernegger_Franken_def%281%29.pdf
- 5 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 fünf Mal grösser als der Wechselkurseffekt. Berechnung analog SNB, Quartalsheft I/2004, S. 27.