

DER HARTE FRANKEN

Optionen für die Unternehmen, die
Geld- und die Wirtschaftspolitik

Alois Bischofberger, Rudolf Walser, Boris Zürcher

DISKUSSIONSPAPIER

Das vorliegende Diskussionspapier plädiert für eine grösstmögliche Zurückhaltung hinsichtlich währungspolitischer Interventionen von Seiten der Notenbank. Gegenwärtig gibt es keinen Anlass, vom praktizierten und bewährten Regime einer autonomen Geldpolitik mit freiem Kapitalverkehr und flexiblen Wechselkursen abzurücken. Zurückhaltung ist auch gegenüber wirtschaftspolitischen Interventionen, etwa der staatlichen Stützung einzelner Branchen, angebracht. Würde hingegen im Gefolge von sich verschärfenden Verwerfungen im Euroraum der singuläre «Aufwertungsdruck» auf den Schweizer Franken weiter stark zunehmen, mit der Folge einer scharfen Akzentuierung deflationärer und rezessiver Tendenzen sowie einer sehr schnellen und drastischen Einbusse der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von schweizerischen Unternehmen, schliessen wir die Evaluation von Alternativen, namentlich die temporäre Verfolgung eines Wechselkurszieles unter Inkaufnahme einer ebenso temporären Aufgabe der geldpolitischen Autonomie nicht aus. Selbstverständlich müsste einer solchen Entscheidung eine sorgfältige Abwägung der Kosten eines Regimewechsels zugrunde liegen.

01 **AVENIR | SUISSE** | 100

think tank for economic
and social issues

NUMMER 02 / FEBRUAR 2011

Impressum:

©2011 Avenir Suisse

Abdruck nur mit Quellenangabe

Layout, Grafik, Realisation: Jörg Naumann

www.avenir-suisse.ch

Inhalt

	Der Schweizerfranken auf der Achterbahn	5
01	Die Reaktion von Unternehmen und Geldbehörden	6
02	Die jüngsten Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank	11
03	Das Trilemma	17
04	Ein Blick zurück	19
05	Mutmassungen über den mittelfristigen Frankentrend	21
06	Handlungsoptionen für Unternehmen	27
07	Handlungsoptionen für die Geldpolitik	29
08	Wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf	33
	Endnoten	34
	Literaturangaben	35

Der Schweizerfranken auf der Achterbahn

In den vergangenen Jahren schwankte der Wechselkurs des Frankens handelsgewichtet und insbesondere gegenüber dem Euro stark. Von 2003 bis 2008 war er einem anhaltenden «Abwertungsdruck» ausgesetzt. Diese Periode war von einer tiefen und abnehmenden Risikoaversion geprägt. Investoren verschuldeten sich immer stärker in Ländern mit tiefen Zinsen, um das Geld in höher rentierende Anlagen in anderen Währungen umzuschichten. Sichere Häfen waren nicht mehr gefragt – und so wurde der Franken zusehends weniger wert. Als sich mit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise im Sommer 2007 die Risikoaversion schlagartig zurückmeldete, endete auch die relative Frankenschwäche. Der Franken hob zu einem neuen Höhenflug an, der sich in den letzten Monaten spürbar verstärkte und nicht nur den Euro, sondern auch den Dollar auf Rekordtiefs fallen liess.

Dieser zeitliche Ablauf ist kein Zufall. Der Franken war in jenen Jahren schwach, in denen auf den internationalen Geld-, Kapital- und Devisenmärkten eine extrem niedrige Volatilität, eine hohe Risiko- und Verschuldungsbereitschaft und stark rückläufige Risikoprämien das Geschehen prägten. Sogenannte Carry Trades und die massiv ausgeweitete Aufnahme von Frankenkrediten durch österreichische und osteuropäische Haushalte und Unternehmen waren die Folge.

Mit der sich im Gefolge des Zusammenbruchs der Bank Lehman Brothers verschärfenden Finanzmarktkrise standen liquide Anlagen und Investitionen in als sicher geltende Kapitalmarktinstrumente und Währungen plötzlich wieder hoch in der Gunst der Anleger. Die Carry Trades erwiesen sich als vorübergehende Erscheinung, und die Stimmen, die dem Franken wegen des ausbleibenden Aufwertungsdrucks eine besondere Stellung im Anlageuniversum absprachen, sind verstummt. Die Attraktivität von vergleichsweise sicheren Anlagen wie dem Franken, dem japanischen Yen oder dem Gold nahm seit 2008 zu und führte bei allen drei zu deutlichen Kursanstiegen. Gleichzeitig nahmen im Sog der

Währungsturbulenzen die Versuche von Regierungen und Notenbanken zu, den Aussenwert ihrer Währungen künstlich nach unten zu drücken.

Vor diesem Hintergrund stellen sich verschiedene Fragen: Wie reagierten die exportorientierte Wirtschaft und die Geldbehörden auf die Wechselkursschwankungen? Welche Reaktionen sind zu erwarten, wenn der Frankenkurs in den kommenden Jahren weiter steigen sollte? Wie gross ist diese Wahrscheinlichkeit? Welche Handlungsoptionen stehen zur Verfügung? Ist allenfalls die eigenständige Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zu überdenken?

Das vorliegende Diskussionspapier plädiert für grösstmögliche Zurückhaltung mit währungspolitisch motivierten Interventionen der Notenbank. Gegenwärtig gibt es keinen Anlass, vom praktizierten und bewährten Regime einer autonomen Geldpolitik mit freiem Kapitalverkehr und flexiblen Wechselkursen abzurücken. Zurückhaltung ist auch gegenüber wirtschaftspolitischen Interventionen, etwa der staatlichen Stützung einzelner Branchen mittels Subventionen oder Steuererleichterungen, angebracht. Würde hingegen im Gefolge sich stark verschärfender Verwerfungen im Euroraum der singuläre «Aufwertungsdruck» auf den Schweizerfranken weiter zunehmen, mit der Folge einer scharfen Akzentuierung deflationärer und rezessiver Tendenzen sowie einer sehr schnellen und drastischen Einbusse der preislichen Wettbewerbsfähigkeit schweizerischer Unternehmen, schliessen wir die Evaluation von Alternativen, namentlich eine temporäre Verfolgung eines Wechselkurszieles unter Inkaufnahme einer ebenso temporären Aufgabe der geldpolitischen Autonomie nicht aus. Sollte eine derart schwierige Situation tatsächlich eintreten, ergäbe sich eine solche Strategie geradezu aus dem gesetzlichen Auftrag der SNB zur Gewährleistung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der konjunkturellen Entwicklung. Selbstverständlich müsste einem solchen temporären Regimewechsel eine sorgfältige Abwägung der Kosten zugrunde liegen.

Das Diskussionspapier ist wie folgt gegliedert: Im nächsten Abschnitt wird die Reaktion von Unternehmen und Geldbehörden auf Währungsschwankungen dargestellt. In Abschnitt 2 folgt ein Interpretationsversuch zu den Devisenmarktinterventionen der SNB in den Jahren 2009 und 2010. Dies scheint deshalb notwendig, weil die SNB damals erstmals unkonventionelle Massnahmen anwandte und die Wirkungen dieser Instrumente ambivalent ausgefallen sind. In Abschnitt 3 wird das fundamentale Trilemma der Geldpolitik dargestellt, bevor in Abschnitt 4 ein Blick in die Vergangenheit geworfen wird und die damals diskutierten Massnahmen zur Schwächung des Frankens vorgestellt werden. In Abschnitt 5 wird über den möglichen künftigen Wechselkursverlauf nachgedacht. Abgeschlossen wird das Papier mit je einem Abschnitt zu den Handlungsoptionen der Unternehmen, der Geldpolitik und der Wirtschaftspolitik.

01 Die Reaktion von Unternehmen und Geldbehörden

Für die exportorientierten Schweizer Unternehmen sind starke Wechselkursschwankungen nichts Neues. Sie litten unter der massiven Höherbewertung des Frankens während der ersten Hälfte der neunziger Jahre, weil sie erst nach der Lockerung der allzu restriktiven Geldpolitik ab 1996 mit mehrjähriger Verspätung vom weltwirtschaftlichen Aufschwung profitieren konnten. Sie zogen hingegen vollen Nutzen aus der relativen Frankenschwäche 2003 bis 2008, der gegenüber sich die SNB passiv verhielt. Nicht nur ging die kurzfristige Volatilität des exportgewichteten Euro-Franken-Kurses seit Einführung des Euro 1999 bis 2007 deutlich zurück, sondern bis 2004 übertraf auch der langfristige Zinsbonus von rund 1.5 Prozent tendenziell die reale Höherbewertung des Frankens (HILDEBRAND 2004). Das Wechselkursrisiko konnte unter diesen Umständen leicht selbst getragen werden, so dass sich Kursabsicherungsgeschäfte kaum aufdrängten. Diese «Traumkonstellation» begünstigte die wirtschaftliche Entwicklung entsprechend. Das zeigt

sich daran, dass die realen Exporte zeitweise mindestens gleich stark wie das Welthandelsvolumen wuchsen, regelmässig Handelsbilanzüberschüsse realisiert wurden und dass ein mit durchschnittlich 2.8 Prozent (2003 bis 2008) deutlich über dem Potenzialwachstum liegendes Wachstum des Bruttoinlandproduktes (BIP) erzielt werden konnte, womit die Schweiz zu den am stärksten wachsenden europäischen Volkswirtschaften gehörte.

Die gute Ertragslage vieler Unternehmen ermöglichte einen kräftigen Investitionsschub, der die Wettbewerbsfähigkeit steigerte und dazu beitrug, dass die jüngste Verteuerung des Frankens bisher relativ gut verkraftet werden konnte. Dafür verantwortlich war auch, dass die Unternehmen im Zuge der Globalisierung ihr Beschaffungswesen internationalisierten und das sogenannte «natural hedging» weiter entwickelten. Ausdruck dafür ist das Aufbrechen von Wertschöpfungsketten durch den Einkauf von Vorleistungen im Ausland, vor allem im

Abb. 1: Entwicklung der absoluten und relativen Erwerbstätigkeit im zweiten Sektor* 1991 - 2009

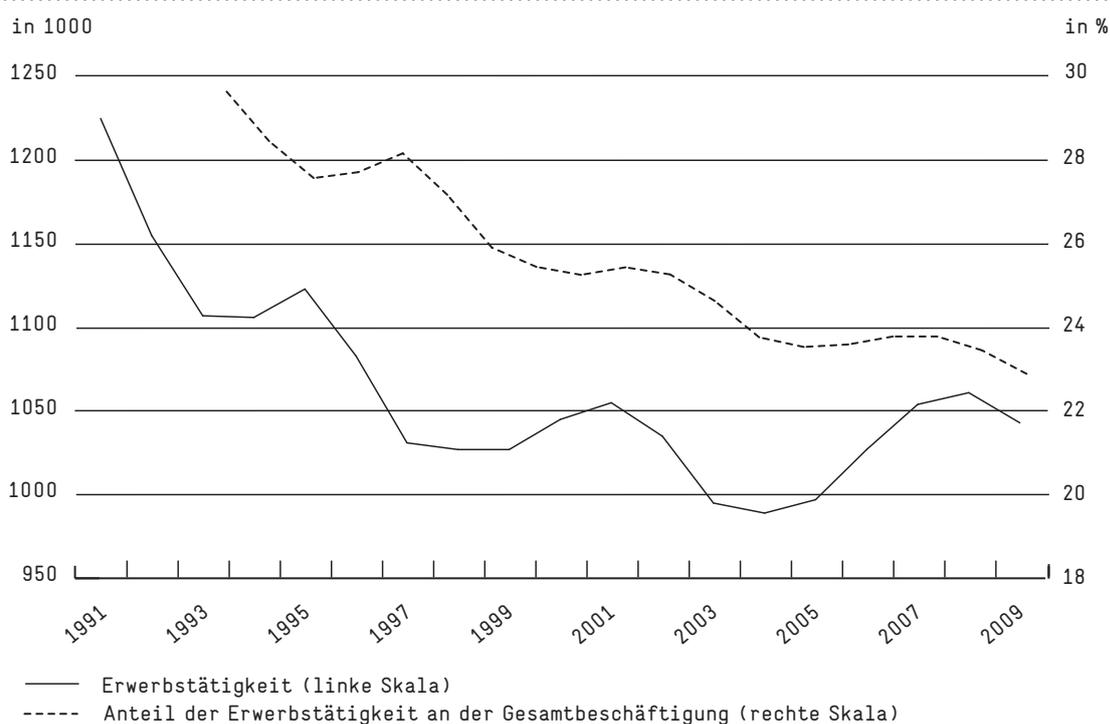


Abb. 2: Reale Wertschöpfung und Anteil der Wertschöpfung der Industrie am BIP 1980 - 2009

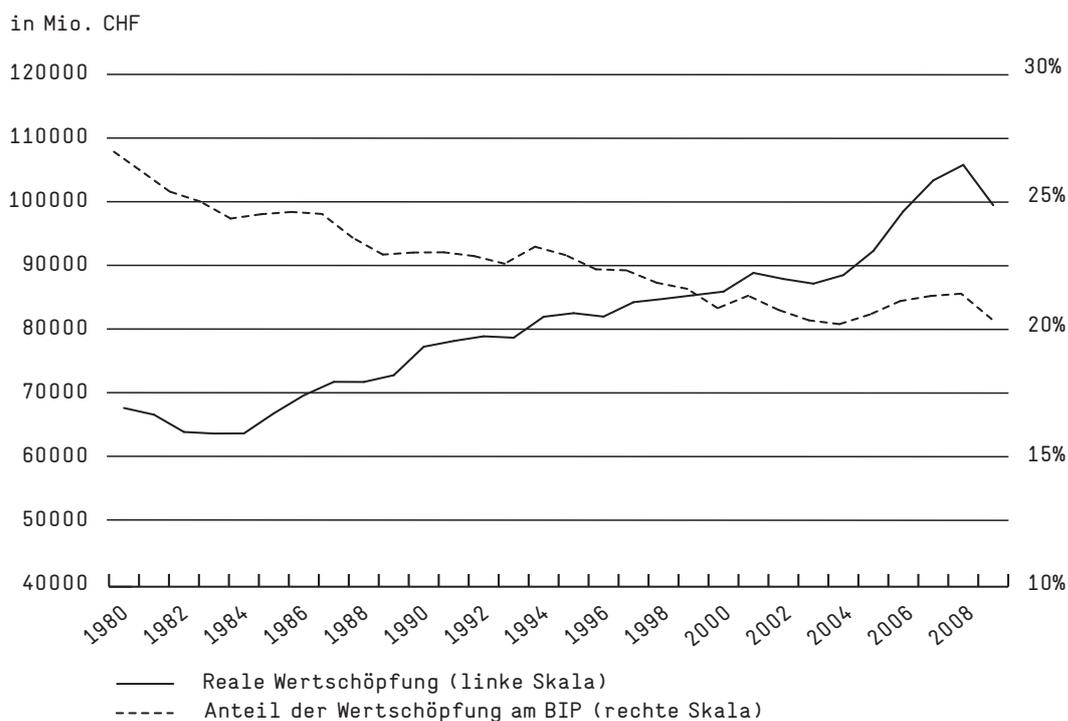
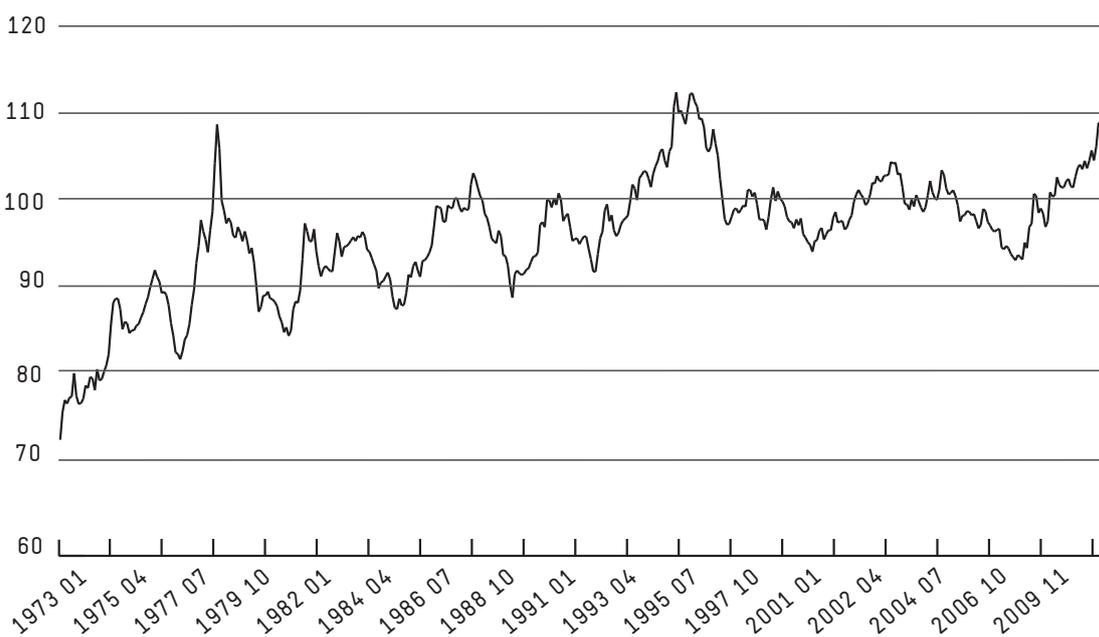


Abb. 3: Realer, gegenüber 24 Ländern handelsgewichteter Wechselkursindex Jan. 1973 - Dez. 2010 (Jan. 1999 = 100)



Euroraum, um Kosten und Einnahmen währungsmässig auszugleichen. Nicht zu übersehen ist ferner, dass im Gefolge der Frankenschwäche in der Schweiz eine kleine «Re-Industrialisierung» stattgefunden hat, was sich in einem absoluten Zuwachs der Erwerbstätigkeit und der Beschäftigung sowie einem abgeschwächten Rückgang des Beschäftigungsanteils des zweiten Sektors an der Gesamtbeschäftigung ab 2003 manifestierte. Die Erwerbstätigkeit in der Industrie sank Anfang 2003 erstmals unter eine Million, erholte sich aber bis zum zweiten Quartal 2005 wieder auf über eine Million (Abb. 1). Auch der Rückgang des Anteils der Wertschöpfung des zweiten Sektors (Industrie ohne Bauwirtschaft) an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung seit Beginn der 1980er Jahre bis in die Gegenwart von knapp 27 Prozent auf 20 Prozent wurde gebremst (Abb. 2). Diese Entwicklungen führten dazu, dass sich die Klagen der Exportindustrie trotz der beträchtlichen Höherbewertung des Frankens lange Zeit in Grenzen hielten. Erst in den letzten Wochen nahm die Betroffenheit deutlich zu, wie auch die jüngste Firmen-Umfrage der SNB im vierten Quartal bestätigt hat (SNB 2010).

Dass die Schweiz aufgrund ihrer stärkeren Exportsensitivität gegenüber Veränderungen der weltweiten Konjunktur insgesamt empfindlicher reagiert als das übrige Europa, ist nichts Neues. Indikativ dafür sind die Exportelastizitäten der ausländischen Nachfrage, die angeben, um wie viel Prozent der schweizerische Export zunimmt, wenn das ausländische Wachstum um ein Prozent steigt. Diese Werte sind relativ stabil und liegen, nach Ländern gegliedert, bei 2.4 Prozent für Japan, 2.1 Prozent für die Eurozone und 1.9 Prozent für die USA (CREDIT SUISSE 2010). Demgegenüber fällt die Exportelastizität nach dem Wechselkurs mit durchschnittlich -0.5 Prozent kurzfristig weniger ins Gewicht. Dies hängt vor allem damit zusammen, dass der Anteil der schweizerischen Exporte, die nicht in erster Linie über den Preis, sondern vor allem über Qualitätsvorteile gegenüber der Konkurrenz verkauft werden, in

der Vergangenheit stetig gestiegen ist (CREDIT SUISSE 2010). Er wird derzeit auf gegen 60 Prozent geschätzt. Aus diesem Grund konnte auch fast ein Drittel der Industrieunternehmen gemäss einer Umfrage im Rahmen der Einkaufsmanager-Befragung im Dezember 2009 in Franken fakturieren und damit das Wechselkursrisiko auf die ausländischen Importeure abwälzen.

Hinzu kommt, dass sich die Struktur des schweizerischen Exports in den letzten zwanzig Jahren signifikant verändert hat. Während der Anteil der Investitionsgüter sowie der Rohstoffe und Vorprodukte an den Warenexporten markant zurück gegangen ist, hat jener der Konsumgüter, vor allem von Pharmazeutika, stark zugenommen. Er beträgt inzwischen mehr als 50 Prozent des Warenexports. Da die Nachfrage nach Konsumgütern über den Konjunkturverlauf jedoch weniger stark variiert als die Nachfrage nach Investitionsgütern, erweist sich diese Strukturveränderung für die Schweiz als konjunkturstabilisierend (HILDEBRAND 2010). Dies erklärt auch, warum in der jüngsten Krise Deutschland aufgrund seines hohen Investitionsgüteranteils einen viel stärkeren Exporteinbruch erlitten hat als die Schweiz.

Schwierig wird es aber für die schweizerische Exportwirtschaft regelmässig dann, wenn die Weltkonjunktur insgesamt lahmt und gleichzeitig der Franken zur Stärke neigt. Der Wechselkurs bildet dann sowohl für die Wirtschaft wie auch für die Geldpolitik gleichsam die Achillesferse.

02 Die jüngsten Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank

Die Reaktion der Geldpolitik auf die Wechselkurschwankungen hat gewisse Asymmetrien offenbart und in der Öffentlichkeit teilweise heftige Kontroversen ausgelöst. Während die SNB der relativen Tieferbewertung des Frankens seit 2003 freien Lauf liess, intervenierte sie ab 2009 – unter dem Hinweis auf Deflationsrisiken – auf den Devisenmärkten so stark, dass dies zu einer massiven Ausweitung der Notenbankbilanz führte und möglicherweise eine schwere Bürde für die Zukunft darstellt. Im Ausland wurde deswegen auch der Vorwurf der kompetitiven «Abwertung» laut, und im Inland stiessen die Devisenmarktinterventionen auf Kritik, weil ihnen keine klaren Vorstellungen über den «richtigen Wechselkurs» und die Auswirkungen auf die künftige Inflations- und Wirtschaftsentwicklung zugrunde gelegen hätten (SCHILTKNECHT 2010). Zudem seien sie zu einem Zeitpunkt erfolgt, als man noch nicht von einem deutlich überbewerteten Franken habe reden können.

Ausgangspunkt unserer Überlegungen ist die Tatsache, dass sich während des Wirtschaftsbooms bei den Konsumentenpreisen bis 2008 kein Inflationsdruck abzeichnete, was den Spielraum der Geldbehörden ausweitete. Weder drängte sich unter diesen Umständen eine restriktivere Geldpolitik auf, noch erschien eine solche aus politökonomischen Gründen als wünschenswert. Diese Endphase der «grossen Moderation» war geprägt von einem weltweiten Rückgang der Inflation und einem entsprechenden Rückgang des Zinsniveaus, der letztlich auch zu Carry Trades einlud. Massnahmen zur Beeinflussung des Wechselkurses drängten sich in dieser Zeit nicht auf. Im Nachhinein kann man den Notenbanken – auch der SNB – höchstens vorwerfen, dass sie gegenüber der Bildung von Vermögenspreisblasen untätig blieben, obwohl es Indikatoren mit Vorlaufeigenschaften gab, die solche Blasen hätten erkennen lassen. Inwieweit dabei der sogenannte Vor-Krisen-Konsens der Geldpolitik unter den Notenbanken eine Rolle gespielt haben mag, soll hier nicht weiter verfolgt werden (CLARIDA 2010).¹

Die SNB sah sich nach dem Ausbruch der Finanzmarktkrise zu einer raschen und massiven Senkung der Zinsen auf ein Niveau nahe Null genötigt. In einer ersten Phase wurde mit dieser Zinssenkung eine Entlastung des angespannten Interbankenmarktes sowie eine Lockerung der Refinanzierungskonditionen für die Banken angestrebt. Für die ab Beginn 2009 als notwendig erachtete Stimulierung der Realwirtschaft stand damit jedoch das Zinsinstrument nicht mehr zur Verfügung (ZÜRCHER 2009). Eine solche Stimulierung konnte nur noch mittels unkonventioneller Massnahmen, besonders eine Art Quantitative Easing (QE), angestrebt werden.² Das Instrument des QE wird dann eingesetzt, wenn sich eine Volkswirtschaft in einer Liquiditätsfalle befindet und damit die konventionellen geldpolitischen Instrumente wirkungslos geworden sind. Das QE ermöglicht auch in einem Umfeld sehr tiefer kurzfristiger Zinsen bzw. eines Zinsniveaus nahe bei Null weiterhin eine expansive Geldpolitik.

Für eine kleine Volkswirtschaft wie die Schweiz mit einem beschränkten Volumen an Unternehmensanleihen und einer verhältnismässig geringen Staatsverschuldung gestalten sich solche unkonventionellen Massnahmen allerdings nicht einfach, weil entsprechende Interventionen an den Sekundärmärkten aufgrund der erforderlichen hohen Interventionsvolumina rasch erhebliche Marktverzerrungen verursachen würden. Als Substitut drängen sich daher Interventionen am Devisenmarkt auf.

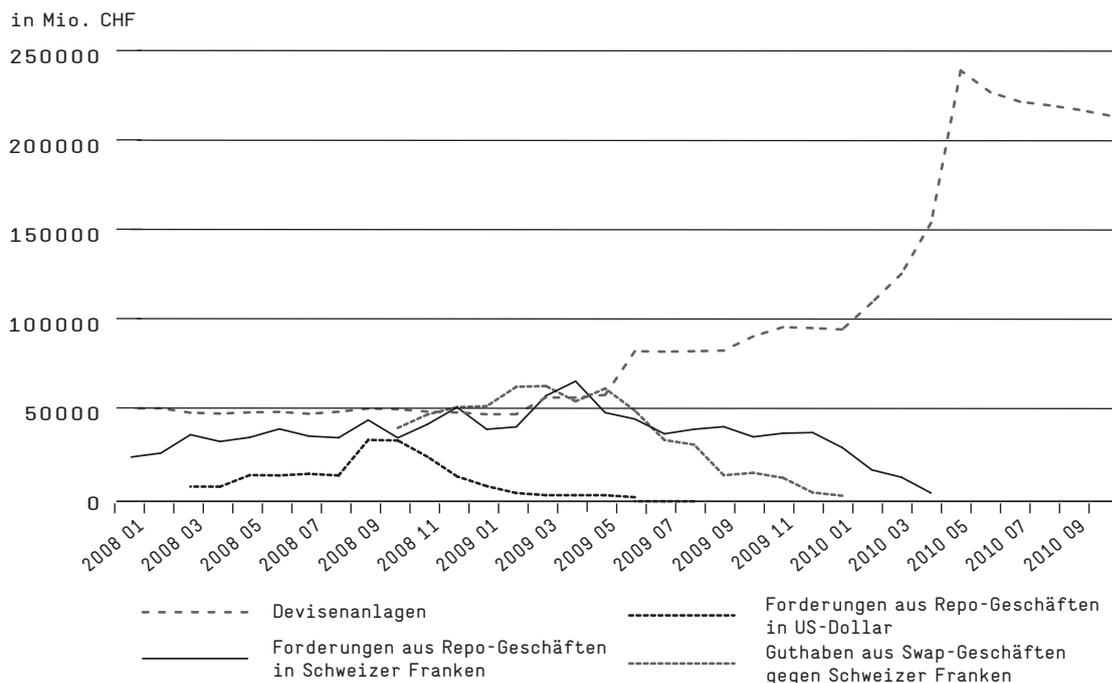
Als Konsequenz daraus begann die SNB ab März 2009 ausländische Devisen, besonders Euro, gegen Schweizer Franken aufzukaufen, wobei diese Ankäufe die Bilanzlänge der SNB bis Ende Februar 2010 nicht beeinflussten. Vielmehr fluktuierte die Bilanzsumme zwischen März 2009 und März 2010 trotz Ankaufs von knapp 70 Mrd. Franken Devisen um das Niveau von rund 200 Mrd. Franken.³ Simultan zu den Devisenankäufen erfolgte nämlich eine Reduktion von Forderungen aus Repo-Geschäften in Schweizer Franken (minus 45.5 Mrd.

Franken) sowie von Guthaben aus Swap-Geschäften gegen Franken (minus 62 Mrd. Franken). Die Bilanzsumme der SNB schrumpfte über diesen Zeitraum sogar um rund 30 Mrd. Franken. Erst ab April/ Mai 2010 erfolgten die Devisenmarktinterventionen ohne entsprechende Kompensation durch Abbau anderer Bilanzpositionen (Abb. 4).⁴ In der Folge stieg die Bilanzsumme der SNB von 208 Mrd. Franken Ende März 2010 auf beinahe 309 Mrd. Franken im Mai 2010 an. Die Devisenbestände nahmen in diesem Zeitraum von 125 auf 238 Mrd. Franken zu. HILDEBRAND (2011) begründet diese Zunahme mit dem Auftreten von plötzlichen und heftigen Anspannungen an den Finanzmärkten als Folge der drohenden Zahlungsunfähigkeit einzelner Eurostaaten und des damit einher gehenden Vertrauensschwundes, was eine Flucht in sichere Anlagen verursachte und den «Aufwertungsdruck» auf den Franken erhöhte. Mit den Interventionen vom Frühjahr 2010 wollte die SNB dieser Entwicklung mittels einer erneu-

ten erheblichen Zufuhr von Liquidität entgegenwirken. Es sind vor allem diese Devisenkäufe, die in der Kritik stehen. Mit dem fast ausschliesslichen Aufkauf von Euro – es wurde nie überzeugend begründet, weshalb nicht breit diversifizierte Devisen aufgebaut wurden – habe sich die SNB ein Klumpenrisiko eingehandelt sowie den künftigen Handlungsspielraum unnötigerweise eingeschränkt.

Zunächst gilt es anzumerken, dass die Devisenbestände der SNB vor der Finanzmarktkrise tendenziell eher zu niedrig lagen. Dies zeigte sich besonders mit Blick auf die Risikoexposition der beiden Grossbanken UBS und CSG in Fremdwährungen. Während des Höhepunkts der Finanzmarktkrise war die SNB in erheblichem Umfang auf Swap-Geschäfte mit der Federal Reserve Bank der USA in Dollar und der Europäischen Zentralbank (EZB) in Euro angewiesen, da sie selbst nur sehr beschränkt bzw. gar nicht als Lender of Last Resort

Abb. 4: Entwicklung einiger Bilanzpositionen der SNB auf der Aktivseite Jan. 2008 - Okt. 2010



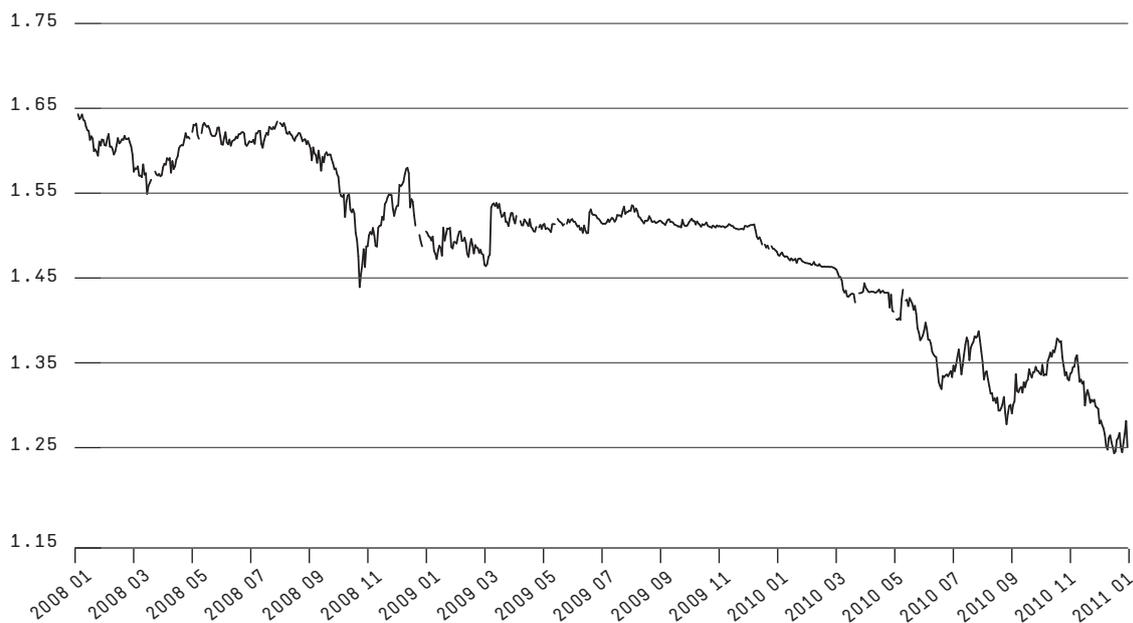
Quelle: SNB (2011)

(LOLR) in Fremdwährungen agieren konnte. Durch die erhebliche Aufstockung der Devisenreserven hat die SNB nun in dieser Beziehung an Freiheitsgraden gewonnen und könnte in weit grösserem Ausmass als früher selbst als LOLR in Fremdwährung agieren. Ein weiterer, in der Diskussion um die Devisenmarktinterventionen oft vernachlässigter Punkt betrifft die Seignorage-Gewinne, die aus dem Aufkauf von Fremdwährungen und der damit einhergehenden Bilanzausweitung der SNB resultieren können.⁵

Dessen ungeachtet haben die Devisenmarktinterventionen der letzten Zeit verschiedene Fragen aufgeworfen, weil die dahinter liegenden Motive aufgrund der Tatsache, dass die Interventionen zunächst kompensiert und später unkompensiert erfolgten, nicht einfach zu deuten sind. Zur Erklärung werden hier zwei Thesen diskutiert. Eine erste These lautet, dass die Interventionen der SNB in erster Linie eine Schwächung des Frankens bzw. eine

Dämpfung des «Aufwertungsdruckes» bezweckten. Tatsächlich scheint der Verlauf des nominalen Wechselkurses gegenüber dem Euro dieser These eine gewisse Plausibilität zu verleihen. Nach dieser Interpretation scheinen die Interventionen zunächst auch in gewünschter Weise gewirkt zu haben, wurde doch das Tempo der Höherbewertung des Frankens erheblich gedrosselt und die Volatilität des nominalen Frankenkurses reduziert. Der Kursverlauf in Abbildung 5 zeigt jedoch auch, dass die Höherbewertung letztlich nicht aufgehalten werden konnte. Dies spricht indessen a priori noch nicht gegen die Wirksamkeit der Interventionen. Eine Beurteilung der Wirksamkeit von Devisenmarktinterventionen ist naturgemäss schwierig, weil das «Counterfactual» fehlt; man weiss nicht, wie sich der Wechselkurs ohne Interventionen entwickelt hätte. An den Märkten wurde der Kursverlauf vermutlich so interpretiert, dass die SNB zwischen März 2009 und Dezember 2009 einen Kurs von 1.50 Franken zu verteidigen versuchte, dann einen

Abb. 5: Nominaler Devisenkurs CHF / EUR Jan. 2008 - Dez. 2010



Quelle SNB (2011)

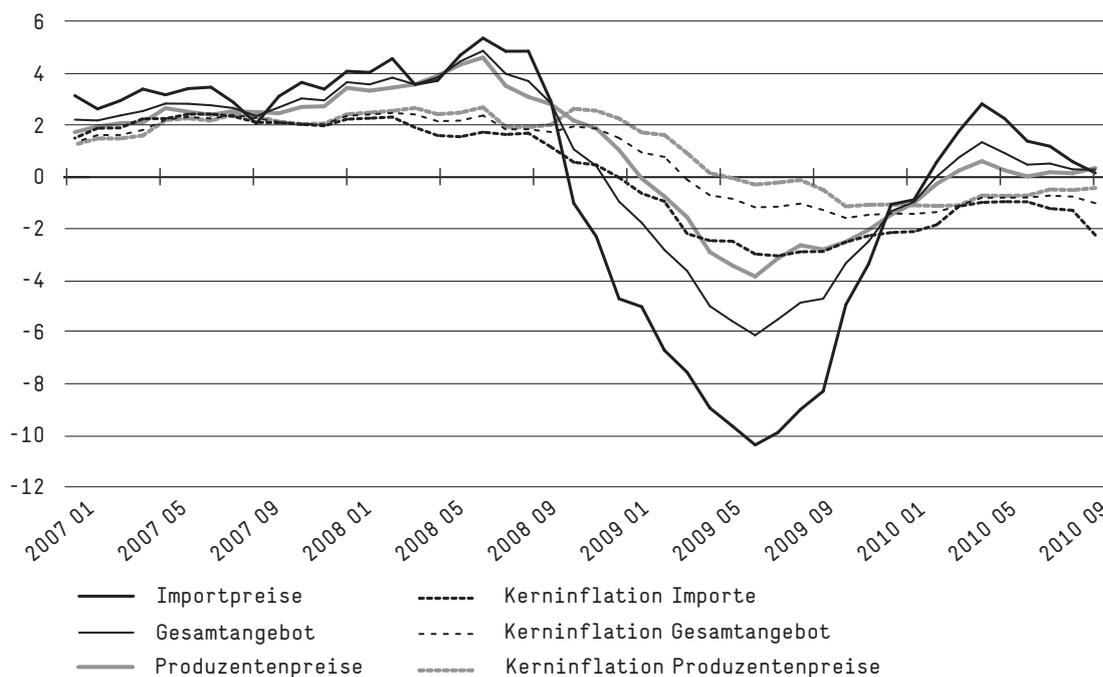
Kurs von 1.45 ins Visier nahm bis sie letztlich kapitulieren musste. Bemerkenswert ist dabei, dass die SNB über die gesamte Zeit der Interventionen nie einen Zielkurs ankündigte und auch die Schwächung des Frankens nie als explizites Ziel deklarierte. Sofern sie also ein Wechselkursziel verfolgte, geschah dies implizite.

Dies legt eine zweite These nahe, wonach nicht in erster Linie eine Schwächung des Frankens, sondern vielmehr eine massive Liquiditätszufuhr via eine Art QE bezweckt wurde, um signifikanten Deflationsrisiken entgegenzuwirken. Tatsächlich gab die SNB im März 2010 bekannt, nun auf dieses Instrument rekurrieren zu wollen und zu diesem Zweck Unternehmensanleihen und Devisen aufzukaufen. Ein Blick in die Statistik zeigt, dass einige relevante Preisindizes Ende 2008 tatsächlich in den negativen Bereich zu tauchen begannen und sich erst gegen Frühjahr 2010 wieder in den positiven Bereich bewegten (Abb. 6). Allerdings war beim Landesin-

dex der Konsumentenpreise auf Grund der Entwicklung der Kernteuerung während dieser Periode kein eigentlicher Deflationsdruck spürbar. Bemerkenswert ist ferner, dass die Devisenmarktinterventionen ausgerechnet dann ohne Kompensation erfolgten, als die Import- und Produzentenpreisniveaus bereits wieder im positiven Bereich lagen. Zuvor wurden sie durch eine Reduktion anderer Positionen auf der Aktivseite kompensiert. Der Verlauf der verschiedenen Preisindizes verleiht indessen der These, dass nicht in erster Linie der Wechselkurs gepflegt werden sollte, sondern vielmehr eine massive Liquiditätszufuhr mittels QE bezweckt wurde, eine gewisse Plausibilität.

Es ist auch denkbar, dass die SNB in Verletzung der sogenannten Tinbergen-Regel, wonach ein Ziel stets mit nur einem einzigen Instrument zu verfolgen sei, simultan sowohl ein QE als auch eine Schwächung des Frankens bzw. des übermässigen «Aufwertungsdruckes»

Abb. 6: Veränderung verschiedener Preisindizes und ihrer Komponenten (in Prozent gegenüber Vorjahr)



Quelle: SNB (2010)

anstrebte. Verschiedene Äusserungen von Direktoriumsmitgliedern anlässlich der halbjährlichen Medienkonferenzen (SNB 2010a) lassen zumindest darauf schliessen, dass beide Ziele gleichzeitig verfolgt wurden. So fällt auf, dass einerseits auf mögliche Deflationsrisiken hingewiesen, andererseits aber auch die zu rasche Höherbewertung des Frankens immer wieder als Problem genannt wurde. In diesem Fall wäre erwartungsgemäss ein Ziel, im konkreten Fall also jenes der Schwächung des Frankens, verfehlt worden, da sich zumindest der nominale Devisenkurs des Euro nicht in die gewünschte Richtung bewegte. Vielmehr sank der Kurs des Euro gegenüber dem Franken von anfänglich über 1.50 auf unter 1.30.

Abschliessend wird man die Interventionen der SNB allein an deren gesetzlichem Auftrag der Gewährleistung der Preisstabilität bewerten müssen. Dafür ist es aber noch zu früh, denn es wird sich frühestens in einigen Monaten erkennen lassen, ob dieser Auftrag tatsächlich erfüllt werden konnte. Vermutlich ist das Instrument des QE aber inhärent ambivalent. Wie bereits erwähnt, lässt sich das QE mit den erforderlichen hohen Interventionsvolumina in der Schweiz angesichts vergleichsweise geringer Marktvolumina bei Staats- und Unternehmensanleihen vernünftigerweise nur über den Devisenmarkt bewerkstelligen. Es ist ebenso klar, dass beim Einsatz dieses Instrumentariums am Devisenmarkt zwei Wirkungen hervorgerufen werden, nämlich einerseits eine Ausweitung der Liquidität und andererseits, untrennbar damit verbunden, eine tendenzielle Schwächung des Frankens. Da das Instrument des QE neu ist und von den Marktbeobachtern vielleicht nicht in seiner ganzen Tragweite antizipiert werden kann, sind Fehlinterpretationen nicht auszuschliessen. Der Ausgang der im Juni 2010 eingestellten Operation lässt vor diesem Hintergrund vermuten, dass unbeabsichtigte Nebenwirkungen eingetreten sind. Darauf lässt sich auch schliessen, dass die SNB ab Sommer 2010 bis Dezember 2010 Devisen im Umfang von über 30 Mrd. Franken wieder abgebaut hat. Zumindest muss sich die SNB aber den Vorwurf

gefallen lassen, ihre Absichten und die Zielhierarchie nicht klar genug kommuniziert zu haben: Sie hätte viel deutlicher klar machen müssen, welche Ziele sie mit den Devisenmarktinterventionen tatsächlich verfolgte.

03 Das Trilemma

Aus der Perspektive einer Volkswirtschaft wäre es wünschenswert, bei freien Kapitalmärkten eine autonome Geldpolitik verfolgen und gleichzeitig die Wechselkursvolatilität durch Fixierung des Wechselkurses minimieren zu können. Freie Kapitalmärkte ermöglichen die Nutzung aller Vorteile der sich globalisierenden Finanzmärkte, feste Wechselkurse tragen wesentlich zur Stabilität der nationalen Finanzmärkte bei, indem sie den Investoren Berechenbarkeit und Sicherheit bieten, und eine autonome Geldpolitik erlaubt einer Volkswirtschaft, den nationalen Präferenzen hinsichtlich Konjunkturlage, Zinsen und Inflation Rechnung tragen zu können. Zwischen diesen drei Zielen eröffnet sich aber ein fundamentales makroökonomisches Trilemma, da jeweils nur zwei dieser Ziele simultan realisierbar sind. Es sind also offene Kapitalmärkte bei festen Wechselkursen möglich, jedoch nur unter Verzicht auf eine autonome Geldpolitik, offene Kapitalmärkte zusammen mit einer autonomen Geldpolitik nur unter Opferung fester Wechselkurse und feste Wechselkurse und eine autonome Geldpolitik nur um den Preis des freien Kapitalverkehrs.

Die verschiedenen historischen Phasen der globalen Kapitalmärkte sind geprägt durch spezifische Kombinationen der Zielpaare aus der Ziel-Triade. Unter dem Goldstandard wurde beispielsweise mehrheitlich die Führung einer autonomen nationalen Geldpolitik zugunsten offener Kapitalmärkte und fester Wechselkurse geopfert. Dieses Regime verlor als Folge der Grossen Depression der 1930er Jahre und der Massenarbeitslosigkeit an politischer Akzeptanz und kam zunehmend unter Druck. Darauf folgte das Bretton-Woods-System – ein Regime, welches bei festen aber anpassbaren Wechselkursen eine autonome Geldpolitik praktizierte, hingegen die Kapitalverkehrsfreiheit opferte. Damit glaubte man, die grössten Nachteile der Vorkriegsordnung eliminiert zu haben. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Arrangements zu Beginn der 1970er-Jahre gingen die meisten Staaten schliesslich zu einem Regime flexibler Wechselkurse über, bei dem der Wechselkurs am Devisenmarkt bestimmt wird und somit frei schwanken kann, kombiniert mit freiem Kapitalverkehr und Beibehaltung einer autonomen Geldpolitik.

.....
Tabelle: Das Trilemma und wichtigste Phasen der internationalen Finanzmarktordnung

Zur Lösung des Trilemmas opfern Volkswirtschaften die ...

	unabhängige Geldpolitik	Offenheit der Kapitalmärkte	Fixierung des Wechselkurses	Bemerkungen
Goldstandard bis ca. 1914	mehrheitlich	wenige	wenige	breiter Konsens
Zwischenkriegszeit (Aussetzen des Goldstandards)	wenige	mehrere	mehrheitlich	aber Kapitalverkehrskontrollen namentlich in Zentraleuropa und Lateinamerika
Golddevisenstandard von Bretton Woods (1944 bis 1971)	wenige	mehrheitlich	wenige	breiter Konsens.
Floating (ab 1971)	wenige	wenige	mehrheitlich	Gewisser Konsens mit Ausnahme von harter Währungsanbindung oder Währungsunionen (currency boards, Euroraum, Dollarisierung usw.)

Quelle: angelehnt an OBSTFELD und TAYLOR (2005)

Auch in der Schweiz war die SNB immer wieder mit der Unmöglichkeit konfrontiert, alle drei Ziele simultan zu verfolgen, wie der nächste Abschnitt illustrieren soll.

04 Ein Blick zurück

Bereits unter dem Golddevisenstandard des Bretton-Woods-Systems, verstärkt aber seit dem faktischen Zusammenbruch dieses Systems 1971 und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen am 23. Januar 1973, sah sich die SNB wiederholt mit schwierigen geld- und währungspolitischen Situationen konfrontiert. Typischerweise hat ein kleines Land mit einer stabilitätsorientierten Geldpolitik immer wieder mit einem «Aufwertungsdruck» seiner Währung gegenüber wichtigen Konkurrenzwährungen zu kämpfen, was in erster Linie die Exportwirtschaft, aber auch Teile des importkonkurrierenden Binnensektors starken Belastungen aussetzt und deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit gefährdet. Für die Politik der Geldbehörden bildet jedoch stets das beschriebene fundamentale Trilemma, wonach jeweils nur ein Paar der Zieltriade von autonomer Geldpolitik, festen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr realisierbar ist, eine bindende Restriktion. Zwar wurde immer wieder versucht, diese Restriktionen zu umgehen oder zu durchbrechen, jedoch mit nur mässigem oder gar keinem Erfolg (siehe dazu SCHILTKNECHT 1994).

Im Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens als Anlagewährung kam dabei vor allem in den 1970er Jahren ein ganzes Arsenal von Abwehrmassnahmen zum Zug oder wurde in Erwägung gezogen, wie die nachfolgende Aufstellung zeigt (siehe SNB 2007: S. 182ff). Nicht alle diese Massnahmen wurden auch tatsächlich umgesetzt. Es handelte sich aber stets um Varianten entweder einer Einschränkung des freien Kapitalverkehrs oder des Versuchs, den Wechselkurs zu fixieren:

..... Einschränkung des Kapitalverkehrs, Kapitalverkehrs- kontrollen

Devisenbann-Wirtschaft

- Verbot der Anlage ausländischer Gelder in inländische Wertpapiere und Grundstücke (Juni 1972), Verzinsungsverbot bzw. Negativzinsen auf ausländischen Geldern (Juli 1972),
- Mindestguthaben auf Inland- und Auslandgeldern und Kreditbegrenzung,
- Bewilligungspflicht für die Kreditaufnahme im Ausland (Juli 1972).

Totale Devisenbewirtschaftung

- Alle Käufe von Franken sollten einer Bewilligungspflicht durch die Behörden unterstellt werden, gedacht als «ultimo ratio», wenn alle anderen Abwehrmittel sich als unzureichend erweisen sollten. 1973 veranlasste das Direktorium der SNB streng vertrauliche Überlegungen in diese Richtung.

Gentlemen's Agreement

- Die SNB hat früh schon mit gewichtigen Marktteilnehmern, namentlich den grossen Schweizer Banken und mit den Auslandsbanken in der Schweiz, Agreements ausgearbeitet, welche diese anhielten, nicht auf eine Aufwertung des Frankens zu spekulieren.

Rediskontzusagen für Wechsel

- Damit bezweckte man, Devisentermingeschäfte von Industrie und Hotellerie zu vergünstigen bzw. vorteilhafte Optionskontrakte abzugeben.

..... Wechselkursanbindung, Wechselkursfixierung und Wechselkursziel

Spaltung des Devisenmarktes in einen Teilmarkt für Kommerz- und Kapitalgeschäfte

- Im August 1971 bereitete die SNB eine Spaltung des Devisenmarktes vor, nachdem der politische Druck

wegen der starken Frankenaufwertung massiv zuge-
nommen hatte. Diese Frage spielte auch 1978 wieder
eine grosse Rolle. Unter den Industrieländern führte
Italien am 21. Januar 1973 die Marktspaltung ein.

Beitritt zu einem Währungsraum

- 1973 erwog die SNB den Anschluss an das Block-
floaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft
(EWG) mit festen Wechselkursen zu den anderen
Mitgliedstaaten in der sogenannten «Währungs-
schlange». Frankreich stellte sich damals dage-
gen, wie auch später 1979 gegen einen Beitritt der
Schweiz zum Europäischen Währungssystem (EWS).

Einseitige Anbindung an eine Drittwährung

- Im Unterschied zu Österreich, das sich dem EWS
einseitig anhängte, wurde diese Möglichkeit von der
SNB nie erwogen, obwohl damit vermutlich erheb-
liche Wechselkursschwankungen hätten vermieden
werden können, ohne dass dafür – angesichts der
stabilitätsorientierten Politik der Deutschen Bundes-
bank – eine höhere Inflationsrate als bei eigenständ-
iger Geldpolitik hätte in Kauf genommen werden
müssen.

Wechselkursziel

- Am 29. September 1978 kündigte die SNB an, dass
der DM-Kurs deutlich über 80 Rappen gehalten
werden soll. Damit wurde zwar die Wechselkurspro-
blematik gelöst, doch brachte dies gleichzeitig die
1975 eingeführte Geldmengenpolitik zum Scheitern.
Die Geldmengenaggregate nahmen in der Folge mas-
siv zu, und die Inflation stieg mit der üblichen Verzö-
gerung Anfang der 1980er Jahre auf über 6 Prozent.

Alle aufgeführten Massnahmen sollten dazu dienen, das
fundamentale Trilemma zu vermeiden bzw. zu lindern.
Vor allem versuchte man immer, die geldpolitische Au-
tonomie zu erhalten, auch wenn dies faktisch – etwa bei
einem Wechselkursziel – nicht mehr möglich ist. Dies er-

klärt zumindest teilweise die oft halbherzige Umsetzung
der Massnahmen.

Es erstaunt somit auch nicht, dass die angestrebten
geld- und währungspolitischen Ziele trotz dieses ein-
drücklichen Abwehrinstrumentariums, das vor allem
während der Währungskrise 1978 maximal zum Ein-
satz kam, nicht erreicht wurden (ROTH 2009). Dass
die Massnahmen kein taugliches Mittel waren, um der
Verteuerung des Frankens die Spitze zu brechen, lag ge-
mäss einer kritischen Analyse des ehemaligen National-
bankpräsidenten an drei Hauptgründen:

- Es ist unmöglich, ein undurchlässiges Abwehrdispo-
sitiv auf die Beine zu stellen, weil die Innovations-
kraft der Finanzindustrie laufend Ausweichmöglich-
keiten findet.
- Die Massnahmen richteten sich vor allem gegen
Ausländer und nicht gegen Inländer, was angesichts
des chronischen Ertragsbilanzüberschusses nicht ge-
nügte, um den «Aufwertungsdruck» auf den Fran-
ken zu mildern.
- Die Kapitalimportrestriktionen trieben letztlich den
Schweizerfranken-Markt ins Ausland und entzogen
ihn damit erst recht der Kontrolle der schweize-
rischen Behörden.

Deshalb leitete die SNB 1980 eine Politik der «kontrol-
lierten Internationalisierung» des Frankens ein, wobei
die Kapitalexportbeschränkungen erst mit dem Inkraft-
treten des neuen Nationalbankgesetzes 2004 endgültig
aufgehoben wurden.

05 Mutmassungen über den mittelfristigen Frankentrend

Der Wert des Frankens ist seit der Freigabe der Wechselkurse 1973 real und handelsgewichtet um durchschnittlich rund ein Prozent pro Jahr gestiegen. Allerdings war dieser Trend nicht durchgehend (Abb. 7). Zwischen 1973 und Mitte der 1990er Jahre war er deutlich ausgeprägter als nachher. Die trendmässige «Aufwertung» spiegelt die im internationalen Vergleich strukturell starke Position der Schweiz, die sich in unterdurchschnittlichen Inflations-, Verschuldungs- und Arbeitslosenraten äussert. Sie resultiert zudem aus dem chronisch hohen Ertragsbilanzüberschuss und der Tatsache, dass die Schweiz auch als Folge der neuen internationalen Arbeitsteilung ihr Produktionspotenzial ausweiten konnte. Deshalb war sie für die Exportwirtschaft tragbar und zeitigte erhebliche gesamtwirtschaftliche Vorteile, wie die wohlfahrtssteigernde Verbesserung der realen Austauschverhältnisse (Terms of Trade) zeigt (KOHLI 2002). Dieser Trend kam aber Mitte der

1990er Jahre genauso zum Erliegen wie die Verbesserung der realen Austauschverhältnisse. Die Korrelation zwischen realem, handelsgewichtetem Wechselkursindex und Terms of Trade ist sehr eng. So manifestiert sich etwa die Aufwertung des Frankens seit 2008 auch in einer entsprechenden Zunahme der realen Austauschverhältnisse um beinahe 5 Prozentpunkte (Abb. 8), nachdem diese zwischen 2003 und 2008 noch stagniert hatten bzw. teilweise sogar rückläufig gewesen waren.

Der Durchschnitt verdeckt aber die oft hohe Volatilität des Wechselkurses und die abrupten Schwankungen. Diese können die Exportwirtschaft auch bei grosser Anpassungsfähigkeit stark belasten. Es stellt sich deshalb die Frage, ob die Tendenz eines harten Frankens auch die kommenden Jahre prägen und die Unternehmen einem entsprechenden Anpassungsdruck aussetzen wird.

Abb. 7: Monatlicher handelsgewichteter realer CHF-Wechselkursindex mit linearem Trend 1973 - 2010
(Januar 1999 = 100)



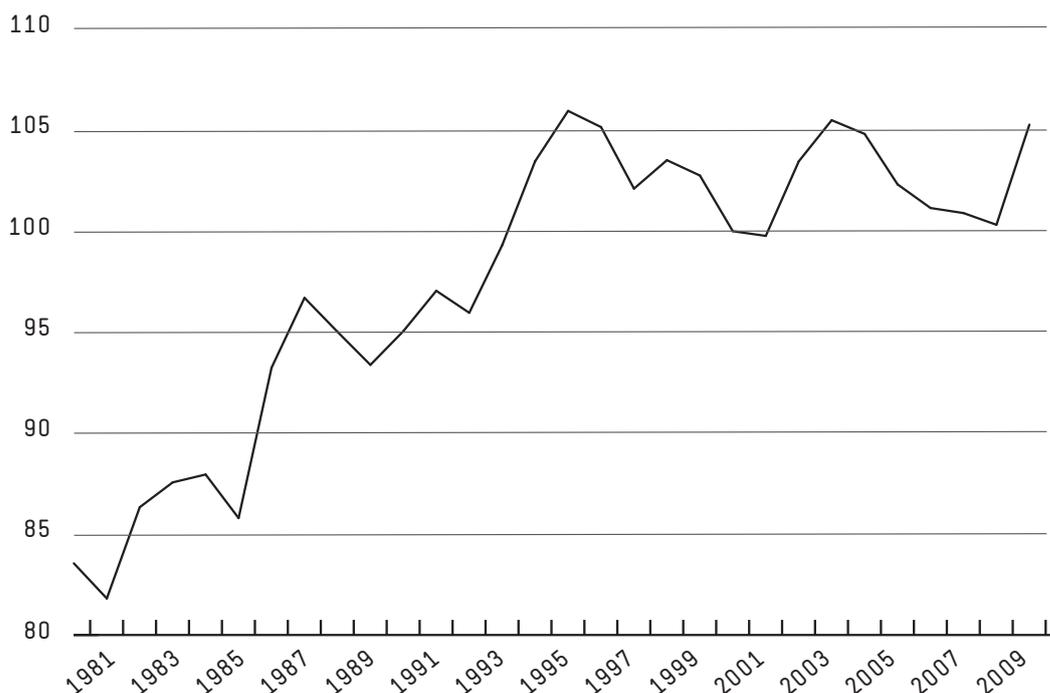
Quelle: SNB (2011) und eigene Berechnungen

Nominal ist der Franken-Euro-Wechselkurs zwischen Januar und Dezember 2010 von ursprünglichen 1.4876 auf 1.2507 um knapp 16 Prozent gesunken. Seinen Tiefststand erreichte der Euro am 30. Dezember 2010 mit 1.2433 Franken. In den ersten Tagen des Jahres 2011 notierte der Euro wieder leicht fester. Real betrug die Höherbewertung des Frankens zum Euro zwischen Januar und Dezember immerhin gut 14.2 Prozent. Die nominale Höherbewertung von Januar bis Dezember 2010 gegenüber dem US-Dollar betrug 7.1 Prozent. Real gewann der Franken gegenüber dem US-Dollar von Januar bis Dezember 2010 knapp 6.5 Prozent. Real und handelsgewichtet gegenüber 24 Ländern belief sich die Höherbewertung von Januar bis Dezember 2010 auf 10.4 Prozent.

Allgemein gilt der Franken derzeit nach allen Berechnungen der Kaufkraftparitäten als überbewertet (LACK 2010). Als Kaufkraftparität wird jener Wechselkurs bezeichnet, bei dem ein vergleichbarer Korb von Gü-

tern und Dienstleistungen in den betrachteten Ländern gleich viel kostet (Abb. 9). Kurzfristig spielt dieses Theorem auf dem Devisenmarkt keine Rolle. Längerfristig neigen Wechselkurse jedoch wenigstens in der Tendenz dazu, sich in Richtung eines theoretischen Gleichgewichtskurses (Kaufkraftparität) zu bewegen. Allerdings lässt sich nicht einfach auf eine automatische Korrektur des derzeit «überbewerteten» Frankens setzen, zumal mit Abweichungen von rund 10 Prozent in beide Richtungen der Parität gerechnet werden muss. Das würde bedeuten, dass ein nominaler Wechselkurs von etwa 1.25 Franken pro Euro immer noch im normalen Schwankungsbereich liegt. So betrachtet ist die Entwicklung des nominalen Wechselkurses gemäss Abb.9 gar nicht so weit von jener der Kaufkraftparität entfernt, deren Verlauf er der Tendenz nach folgt. In diesem Zusammenhang ist auch daran zu erinnern, dass selbst im Bretton-Woods-Festkurssystem Abweichungen von bis zu 4% beidseits der Paritätskurse möglich waren.

Abb. 8: Index der realen Austauschverhältnisse (Terms of Trade) 1980 - 2009 (2000 = 100)



Quelle: sec0 (2011) und eigene Berechnungen

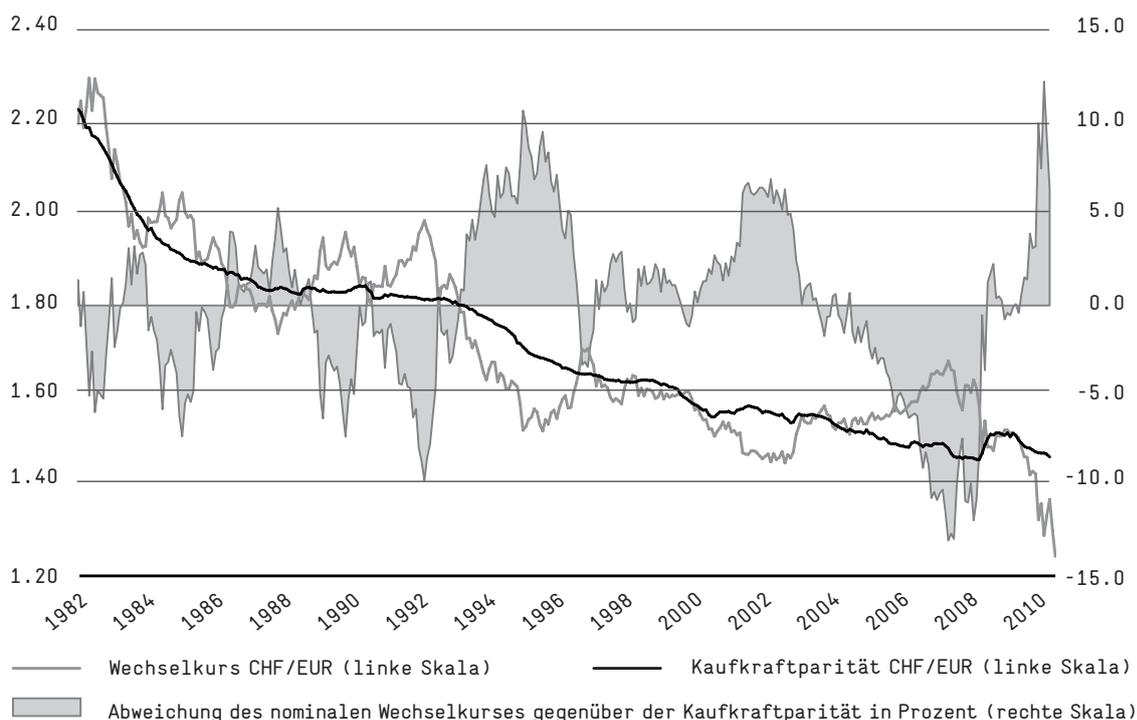
Niemand, nicht einmal Hermes, der Gott der Kaufleute, weiss, wie sich die Wechselkurse entwickeln werden. Die häufig gemachten Punktprognosen sind daher von geringer Aussagekraft. Weil der Franken aber dann zur Stärke neigt, wenn die Risikoneigung auf den internationalen Finanzmärkten gering ist, erlaubt eine Risikoanalyse zumindest gewisse Tendenzaussagen. Werden die nächsten Jahre durch Risikobereitschaft oder Risikoaversion geprägt sein?

Es kann sein, dass bei anhaltend tiefen Zinsen das Streben nach höheren Renditen institutionelle Investoren rasch wieder zu riskanteren Anlagen verleiten wird, analog zur Entwicklung 2003 bis 2008. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass das Marktumfeld tendenziell risikoavers bleiben wird. Der Deleveraging-Prozess, d.h. die Verkürzung der Bankbilanzen, dürfte sich noch einige Jahre fortsetzen; Haushalte, Unternehmen und nicht zuletzt Staaten müssen ihre Bilanzen in Ordnung bringen und

stossen an Grenzen der Finanzierung über Kredite. Bei den Finanzinstituten werden die Zügel durch strengere Eigenmittel- und Liquiditätsvorschriften sowie eine konsequentere Überwachung gestrafft. Die globalen Währungsungleichgewichte sind grösser geworden, ohne dass sich bisher Anpassungen abzeichnen, geschweige denn ein neues, stabiles Weltwährungssystem. Die Euro-Zone und auch die USA dürften krisenanfällig bleiben. In manchen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich auf verschiedenen Märkten – in China etwa auf dem Immobilienmarkt – Blasen gebildet, die irgendwann zu platzen drohen. Diese Entwicklungen werden die Weltwirtschaft in den nächsten Jahren prägen und die Verhältnisse auf den Güter- und Finanzmärkten beeinflussen.

Gleichzeitig wird die fiskalpolitische Sonderstellung der Schweiz andauern. Es ist wenig wahrscheinlich, dass in den kommenden Jahren starkes Wachstum die Sanie-

Abb. 9: Nominaler Wechselkurs CH/EUR und Kaufkraftparitäten 1982 - 2010



Quelle SNB (2011) und eigene Berechnungen

rung der Staatsfinanzen Europas, der USA und Japans beschleunigen wird; die Folgen der Finanzkrise dämpfen das Wachstum und belasten den Arbeitsmarkt. Anzunehmen ist deshalb, dass strukturelle, letztlich auf demografische Trends zurückzuführende Einflussfaktoren (Altersvorsorge, Gesundheit, sinkendes Erwerbspotenzial) die öffentlichen Haushalte zusätzlich und nachhaltig belasten werden. Potenziert würde das Problem durch weitere Stimulierungspakete, wie sie von der Politik und Teilen der Wissenschaft gefordert werden. Diese Tendenzen gelten grundsätzlich auch für die Schweiz, auch wenn die Ausgangslage hier besser ist. Alles in allem spricht aber vieles dafür, dass die Attraktivität des sicheren Hafens und die Anziehungskraft des Frankens nicht nachlassen werden.

Wenig spricht für eine nachhaltige Wende im langfristigen Abwärtstrend des US-Dollars. Die Hauptgründe liegen im Doppelmandat der amerikanischen Zentralbank, in der prekären Lage des Staatshaushalts und im Bestreben, die Schwäche der Binnenkonjunktur durch Exportsteigerungen mittels eines billigeren Dollars auszugleichen. Das Doppelmandat verpflichtet das Federal Reserve Board, der Vollbeschäftigung einen gleich hohen Stellenwert einzuräumen wie der Preisstabilität. Die nächsten Jahre werden durch den Abbau der Verschuldung vor allem der privaten Haushalte geprägt sein. Das schmälert den Spielraum für die Expansion des privaten Konsums, der bis zur Finanz- und Wirtschaftskrise der tragende Pfeiler der amerikanischen Konjunktur war, und hält die Arbeitslosenquote auf überdurchschnittlich hohem Niveau, zumal die Unternehmen ihre Strategie der Kostensenkung und Produktivitätssteigerung fortsetzen werden. Die Zentralbank dürfte daher die Wirtschaft weiterhin grosszügig mit Geld versorgen und die Zinsen tief halten, auch wenn die konjunkturelle Lage oder die Entwicklung auf den Finanzmärkten (Blasenbildung) eine restriktivere Gangart nahe legen würden. Es wäre nicht das erste Mal, dass das Federal Reserve Board den richtigen Zeitpunkt für eine geldpolitische

Kehrtwende verpasst. Sein geldpolitischer Expansionsgrad dürfte ungeachtet der ernsthaften Probleme in der Euro-Zone grösser sein als jener der Europäischen Zentralbank (EZB), die eindeutig dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist und dieses Ziel auch ernst nimmt.

Die Aussichten für den amerikanischen Staatshaushalt sind eher trübe, und einige finanzpolitische Entscheide (Verlängerung der Steuersenkungen, Gesundheitsreform) tragen nicht zur Entlastung bei, auch wenn sie in langfristiger Perspektive erwünscht sein mögen. Das hat Konsequenzen: Der Druck auf die Zentralbank zur Tiefhaltung der langfristigen Zinsen, um die Refinanzierung der Staatsschuld zu erleichtern und die Kreditkosten für Staat, Haushalte und Unternehmen zu senken, steigt (MINSCH et al. 2010). Es ist also denkbar, dass die Politik des Quantitative Easing fortgesetzt wird (QE2), obwohl bisher keine positiven Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt auszumachen sind. Wenn die Zentralbank dem Druck nachgibt, nimmt das Risiko steigender Inflationserwartungen zu. Wenn als Folge von QE2 die langfristigen Zinsen «künstlich» tief gehalten werden und somit höhere Inflationserwartungen nicht richtig widerspiegeln, verliert der Dollar für renditebewusste und in realen Werten rechnende Investoren zusätzlich an Attraktivität.

In Europa sieht die Situation etwas anders aus. Grundsätzlich kann man wohl davon ausgehen, dass seitens der zuständigen Verantwortlichen (EZB, EU-Kommission und vor allem der grossen Mitgliedsländer Deutschland und Frankreich) alles unternommen wird, um die Währungsunion zu retten, weil «der Euro seit mehr als 10 Jahren der sichtbarste und allgegenwärtigste Ausdruck europäischer Integration ist» (WEBER 2010). Das ist nur möglich, wenn die Währungsunion eine Stabilitätsgemeinschaft bleibt. Dazu bedarf es allerdings fast herkulischer Anstrengungen. Nicht nur braucht es eine glaubwürdige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, eine Reform des finanzpolitischen

Rahmenwerks, vor allem eine Härtung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, sondern auch einen ergänzenden Mechanismus zur Bewältigung von zukünftigen Schwierigkeiten. Die wettbewerbsschwächeren und überschuldeten Länder der Euro-Zone müssen in Ermangelung des währungspolitischen Instruments der Abwertung harte strukturelle Reformen durchführen. Sie betreffen so sensible Bereiche wie die Löhne und Renten. Ob dies alles binnen nützlicher Frist auf den Weg gebracht werden kann und ob sich die Finanzmärkte davon überzeugen lassen, ist schwierig vorherzusagen. Als Lichtblick kann gesehen werden, dass die Kapitalaufnahme zur Finanzierung der «European Financial Stability Facility» zufriedenstellend abläuft und auch von aussereuropäischen Ländern wie China und Japan im Rahmen ihrer Diversifizierungsstrategie unterstützt wird.

Auch wenn man am politischen Willen der Euroländer nicht zweifeln sollte, muss dennoch mit weiteren Spannungen an den Finanzmärkten gerechnet werden, die den Franken nicht unbeeinflusst lassen werden. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass innerhalb der Eurozone die wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Länder in nächster Zeit unterschiedlich verlaufen wird, während die EZB gehalten ist, die Geldpolitik an den mittelfristigen Inflationsaussichten der ganzen Zone auszurichten. Die Währungsunion hat wohl die Währungskrisen beseitigt, aber über die Hintertür die Kredit- bzw. Schuldenkrisen gebracht (WOLF 2010). Dessen ungeachtet wäre es aus Schweizer Sicht völlig unangebracht, über den Zusammenbruch des Euro-raums zu spekulieren oder gar zu frohlocken. So bleibt wohl nicht viel anderes übrig, als auf das Beste zu hoffen und sich auf das Schlimmste vorzubereiten.

06 Handlungsoptionen für Unternehmen

Sollte der Frankenkurs die heutigen Niveaus deutlich übertreffen und weiterhin unter nachhaltigem «Aufwertungsdruck» stehen, was die Marktchancen der Exportindustrie entsprechend gefährdete, so wird die Frage nach den Handlungsoptionen der Unternehmen und der Geldpolitik noch stärker in den Vordergrund rücken.

Die Unternehmen, die in einer ersten Phase rückläufige Margen in Kauf nehmen, um Märkte und Volumina zu halten, werden diese Verhaltensweise im Laufe der Zeit aufgeben. Sie werden erkennen, dass die Finanzierung kostensenkender bzw. produktivitätssteigernder Investitionen als Folge von Gewinneinbussen schwieriger wird und ein Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit droht. Sie können dann versuchen, die Kosten zu senken, wobei ein starker Franken dank der Verbilligung der Importe nach Branchen und Unternehmen unterschiedliche Kostensenkungspotenziale eröffnet. Sie können an die Einsicht und «Opferbereitschaft» der Belegschaften und Gewerkschaften appellieren und Lohnzugeständnisse einfordern. Sie können Personal abbauen, oder sie können ihre Bezugsquellen weiter diversifizieren.

Diese Strategien mögen eine Zeit lang Erfolg bringen. Bei anhaltender Höherbewertung stossen sie aber an Grenzen, und radikalere Massnahmen wie Produktionsverlagerungen ins Ausland dürften ins Visier genommen werden. Schon heute machen sich zahlreiche Unternehmen solche Überlegungen. Zwei Argumente sprechen dafür, dass diese Strategie an Attraktivität gewinnt.

Erstens muss die Aussage, die Schweizer Industrie könne dank ihrer Wertschöpfungskraft und Nischenproduktion (Hochtechnologiegüter) wechselkursbedingte Wettbewerbsnachteile laufend vermeiden, relativiert werden. Grundsätzlich gilt dies zwar nach wie vor; diese Stärke darf aber mit Blick auf die grossen Fortschritte der aufstrebenden Volkswirtschaften in Richtung höhere Wertschöpfung nicht überschätzt bzw. überstrapaziert werden. Globalisierungsbedingt hat sich als Folge

von Joint Ventures der Transfer von Know how aus den alten Industriestaaten in die Emerging Markets beschleunigt. Forscher und Entwickler aus aufstrebenden Volkswirtschaften bilden sich an führenden westlichen Universitäten und technischen Hochschulen aus. Der technologische Vorsprung der klassischen Industriestaaten schrumpft als Folge dieser Entwicklungen. Dabei verfügen die aufstrebenden Regionen immer noch über Kostenvorteile, auch wenn diese im Laufe der letzten beiden Jahrzehnte kleiner geworden sind und sich weiter verringern werden. Alles in allem wächst der Konkurrenzdruck auch im Hochtechnologiebereich, der bisher ein Schutzschild gegen starke Frankenaufwertungen war.

Zweitens haben zahlreiche Staaten, wiederum nicht zuletzt Schwellenländer, ihre Standortattraktivität gesteigert. Das zeigt eine jährliche Erhebung der International Finance Corporation (IFC), einer Tochter der Weltbank (IFC 2010). Der umfassende Überblick untersucht zwar nicht alle für Investitionsentscheide wichtigen Faktoren. So fliessen etwas die makroökonomische Stabilität eines Landes, der Ausbildungsstand der Bevölkerung, die Qualität der Infrastruktur und die Anfälligkeit für Korruption nicht in die Ratings ein. Dennoch wird eindrücklich gezeigt, dass der Wettbewerb um Unternehmensansiedelungen auf allen Kontinenten intensiver wird. Im neuesten Bericht «Doing Business 2010» kommt die IFC zum Schluss, dass die Volkswirtschaften mit niedrigen und mittleren Einkommen besonders reformfreudig sind. Es wurde in allen Teilen der Welt einfacher, Niederlassungen zu errichten. Vorschriften über Gewinntransfers wurden gelockert, und Investitionen in die Ausbildung hoben das Qualifikationsniveau der Arbeitnehmer an. Der administrative Aufwand für Firmenneugründungen und Firmenschliessungen wurde reduziert. Die vorher oft rigiden Arbeitsmärkte wurden dereguliert, die Rechtssicherheit für Investoren wurde verbessert. Damit werden Produktionsverlagerungen attraktiver. Es ist deshalb nicht erstaunlich, wenn in ei-

ner neueren Umfrage Emerging Markets als präferierte Industriestandorte in den Vordergrund rücken (DELOITTE 2010). Es ist anzunehmen, dass Schweizer Unternehmen solche Opportunitäten nutzen. Sie tun dies nicht nur wegen des Wechselkurses. Ein harter Franken dürfte aber als wichtiges Argument zu andern Motiven, wie der Grösse der Absatzmärkte, dem Einkommenswachstum der Haushalte, der Nähe zu den Kunden, der Aufgeschlossenheit gegenüber modernen Technologien usw., hinzukommen. Obwohl schweizerische Industrievertreter bisher eher gelassen auf die Höherbewertung des Frankens reagieren, erwähnen sie doch Produktionsverlagerungen zunehmend als realistische Option.

Dem ist allenfalls entgegenzuhalten, dass die Schweizer Unternehmen sich besonders seit Mitte der 1990er Jahre gegen grössere Wechselkursschwankungen stark immunisiert haben. Zumindest zeigen ökonometrische Untersuchungen, dass die Wechselkurssensitivität zwar weiterhin hoch ist, aber eher abgenommen hat. In der gegenwärtigen Situation kommt hinzu, dass die Exporte aus dem Euroraum aufgrund der Tieferbewertung des Euro auch gegenüber anderen Währungen als dem Schweizer Franken stark profitieren. Da viele Schweizer Unternehmen Vorleistungen in den Euroraum liefern, profitieren sie indirekt von der relativen Euroschwäche. Diese Entwicklung ist wesentlich für das gegenwärtig über Erwarten starke Abschneiden des schweizerischen Aussenhandels verantwortlich.

Dennoch hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass eine über dem säkularen Trend liegende, durch Wechselkursschwankungen forcierte Deindustrialisierung in der Regel irreversibel war. Das heisst, industrielle Tätigkeiten sind bei auf Höherbewertungen folgenden Tieferbewertungen des Frankens nicht an den Schweizer Standort zurückgekehrt. So gesehen ist die Reaktion der Unternehmen inhärent asymmetrisch.

07 Handlungsoptionen für die Geldpolitik

Die SNB machte mehrere Male die Erfahrung, dass sie sich auch mit massiven Interventionen auf den Devisenmärkten nicht gegen eine Höherbewertung des Frankens stemmen konnte. Sie dürfte deshalb von einer Wiederholung dieser Politik absehen. Wenn es ihr Ziel ist, ihre Eigenständigkeit nicht aufzugeben, und sei es auch nur vorübergehend, wird sie den Wechselkurs des Frankens ohne Markteingriffe in Form des Kaufs von Fremdwährungen frei schwanken lassen und damit der autonomen Geldpolitik bei freiem Kapitalverkehr gegenüber der Wechselkursstabilisierung den Vorzug geben. Bei starkem und nachhaltigem «Aufwertungsdruck» ist dies aber mit beträchtlichen Risiken verbunden, in Form rezessiver und deflatorischer Tendenzen und der damit einhergehenden Entwertung des Produktionspotenzials wegen brachliegender beziehungsweise schrumpfender Produktionsfaktoren und ausbleibender Investitionen.

Die Vor- und Nachteile einer autonomen Geldpolitik im Kontext eines starken «Aufwertungsdrucks» werden zurzeit intensiv diskutiert. Die Debatte ist nicht frei von Missverständnissen und Fehlinterpretationen. Einzelne Kommentatoren sehen in der Durchführung einer autonomen Geld- und Währungspolitik die oberste Pflicht der Nationalbank. Das ist jedoch ein Irrtum. Artikel 99 der Bundesverfassung sagt: «Die Schweizerische Nationalbank führt als unabhängige Zentralbank eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient; ...». Art 5.1 des Nationalbankgesetzes formuliert das Mandat folgendermassen: «Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.»⁶

Die Preisstabilität (präziser wäre: Preisniveaustabilität) ist sowohl durch inflationäre wie auch deflationäre Tendenzen bedroht. In der Wahl der zur Erreichung des Stabilitätsziels verwendeten Strategien und Instrumente ist die SNB frei, d.h. sie kann auch autonom auf die Autonomie vorübergehend verzichten, wenn es das «Gesamt-

interesse» geboten erscheinen liesse. Eine autonome Geldpolitik ist kein Selbstzweck, sondern ein Mittel, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen.

Die klassischen Argumente für eine autonome Geld- und Währungspolitik lauten:

1. Die Geldpolitik kann nach den Bedürfnissen der Schweizer Wirtschaft ausgerichtet werden. Sie ist das Pendant zur konjunkturellen und fiskalpolitischen Eigenständigkeit.
2. Die niedrigen Frankenzinsen sind ein Vorteil für die Exportwirtschaft, die Hausbesitzer und die öffentliche Hand. Die Anpassungskosten bei einer Anhebung des Schweizer Zinsniveaus auf das Euroniveau wären hoch.
3. Die Perspektiven des Euro-Raumes sind unsicher. Deshalb ist die hohe Volatilität des Euro-Frankenkurses ungewöhnlich beunruhigend.
4. Die Volkswirtschaften der Schweiz und der Euro-Zone entwickeln sich nicht zwangsläufig parallel. Deshalb braucht es Flexibilität in der Anwendung der geldpolitischen Instrumente.
5. Die Geldpolitik in der Euro-Zone wird durch stark divergierende Wachstumsraten der einzelnen Länder erschwert und basiert deshalb auf nicht optimalen Voraussetzungen.

Eine Überprüfung der Argumente ergibt folgendes:

Ad 1. Das Argument trifft tendenziell zu. Allerdings steigt mit der Globalisierung der Realwirtschaft und der Finanzmärkte der Zwang zur Reaktion auf ausländische Massnahmen. Die SNB ist mehr und mehr in ein internationales Umfeld eingebettet (siehe Finanzkrise). Das gilt der Tendenz nach auch für geldpolitische Entscheide. Die letzten Jahre bestätigen dies. Die SNB hat kaum wesentliche eigenständige Schritte unternommen, obwohl die realwirtschaftlichen Voraussetzungen verschieden waren. Die Schweiz war von der Finanz- und Wirtschaftskrise unterdurchschnittlich betroffen, und man kann sich

fragen, ob die «Bedürfnisse der Schweizer Wirtschaft» nicht eine weniger expansive Geldpolitik erfordert hätten.

Ad 2. Gewiss sind niedrige Zinsen grundsätzlich ein Vorteil für die Schuldner. Man muss aber auch die Kehr- oder sogar Schattenseite des so genannten Zinsbonus sehen, gerade in einem Umfeld extrem niedriger Zinsen: Fehlallokationen, Risiko der Überhitzung auf dem Immobilienmarkt, langfristige Inflationsrisiken, tiefe nominale Zinserträge für die Gläubiger, darunter nicht zuletzt die Pensionskassen und Versicherer, die auf angemessene Renditen angewiesen sind. Das Argument der hohen Anpassungskosten ist zumal in einem Umfeld extrem niedriger Zinsen zu relativieren. Es würde sich um einen einmaligen Schub handeln. Und höheren Kosten für die Schuldner stehen höhere Erträge der Gläubiger gegenüber. Nicht unterschätzt werden dürfen allerdings die Anpassungen auf den Immobilienmärkten, wo es bei einem höheren Zinsniveau zu Vermögensverlusten bei den Immobilieneigentümern käme.

Ad 3. Wegen der gravierenden Haushaltssorgen einiger Euro-Länder haben sich die Aussichten der Euro-Zone ohne Zweifel verdüstert, auch wenn nicht mit dem Austritt einzelner Länder oder gar dem Auseinanderbrechen der Euro-Zone zu rechnen ist.

Ad 4. Das Argument trifft auf die Euro-Zone als Ganzes zu, weniger aber auf Deutschland, den wichtigsten Handelspartner der Schweiz und die grösste Volkswirtschaft der EU.

Ad 5. Das ist das Grundproblem jeder Währungsunion. Die Geldpolitik der EZB gilt für den gesamten Euro-Raum. Das kann heissen, dass sie für einzelne Länder zu expansiv und für andere zu restriktiv ist. Aber dies war seit der Gründung der Euro-Zone bekannt, nur wollte es die Politik nicht wahrhaben. Eigentlich benötigt eine Währungsunion eine gemeinsame Finanzpolitik. Vorerst scheint jedoch kein Euro-Land bereit zu sein, wirkliche Befugnisse der Steuer- und Haushaltspolitik an Brüssel abzutreten.

Geldtheorie und praktische Erfahrungen zeigen trotz dieser Relativierungen, dass ein Regime mit flexiblen Wechselkursen bei freiem Kapitalverkehr und autonomer Geld- und Währungspolitik stabilitätspolitisch die besten Ergebnisse zeitigt. Es kann der unterschiedlichen Leistungskraft der Volkswirtschaften und ihren unterschiedlichen Positionierungen im Konjunkturzyklus am besten Rechnung tragen, und es gilt deshalb zu Recht als höchst leistungsfähiges System, das nicht leichtfertig aufs Spiel gesetzt werden sollte.

Gleichwohl ist nicht auszuschliessen, dass ein massiver «Aufwertungsdruck» direkt und indirekt deflationär wirkt und damit die Preisniveaustabilität gefährdet. Direkt geschieht dies über die preissenkenden Auswirkungen verbilligter Importe, indirekt über einen starken Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit sowie die daraus folgenden rezessiven Tendenzen mit einem starken Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und der Beschäftigung. Vor allem Letzteres kann in einen deflationären Prozess mit möglichen Auswirkungen auf das Niveau der Nominallöhne münden. Ziemlich zuverlässige Indikatoren für diese Entwicklung wären ein massiver Anstieg der Arbeitslosenquote, nicht zuletzt unter den hoch qualifizierten Arbeitnehmern, über den bisherigen Höchststand hinaus und ein sich über mehrere Quartale erstreckender starker Rückgang des realen BIP.

Es ist wichtig, genau zu erkennen, was wir unter einem deflationären Prozess verstehen. Es handelt sich dabei nicht um einen vorübergehenden und massvollen Rückgang des Konsumentenpreisniveaus, vor allem dann nicht, wenn für den Rückgang ein einzelnes Produkt (z.B. Erdöl) verantwortlich ist oder wenn der Preisrückgang durch Produktivitätsgewinne (z.B. im Detailhandel) ermöglicht wird. Ein deflationärer Prozess ist durch Investitionszurückhaltung der Unternehmen als Folge von Gewinneinbrüchen und negativen Gewinnerwartungen geprägt, ferner durch Konsumzurückhaltung

der Haushalte wegen der Erwartung sinkender Verbraucherpreise und der Befürchtung fallender Löhne und Beschäftigung, sowie durch Rückschläge im Export und durch rückläufige Kreditnachfrage als Folge der hohen realen Belastung der Schuldner.

Als Folge einer solchen Entwicklung droht ein unerwünschter, nicht durch realwirtschaftliche Triebkräfte, sondern durch exzessive Wechselkursveränderungen ausgelöster Strukturwandel. Seine Merkmale sind unterausgelastete Produktionsfaktoren, ausbleibende Investitionen, die Alterung des Produktionsapparats, der Verlust von Wissen und Fähigkeiten und damit eine Verschlechterung der Standortqualität und der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die Erosion der industriellen Basis macht das Land auch als Dienstleistungs- und Forschungsstandort weniger attraktiv.

In einem solchen Szenario stösst die eigenständige Geldpolitik vor allem dann an Grenzen, wenn die Zinsen schon sehr tief sind. Verstärkt würden die rezessiven und deflatorischen Tendenzen, wenn der massive «Aufwertungsdruck» mit einem internationalen Konjunkturerinbruch zusammenfiel. Die Evaluation anderer Strategien als des Festhaltens an einem flexiblen Wechselkursregime ist in einem solchen Kontext deshalb legitim.

Von einzelnen Ländern eingeführte Kapitalverkehrskontrollen sind bei globalisierten Finanzmärkten nahezu wirkungslos. Eingriffe wie Steuererleichterungen und Subventionen für die vom «Aufwertungsdruck» besonders betroffenen Industrien verzerren den Wettbewerb und sind ordnungspolitisch nicht zu verantworten. Abgesehen davon zeigen ausländische Erfahrungen, dass dies kein erfolversprechender Weg ist. Für die Schweiz kommt hinzu, dass der Franken eben international gehandelt wird (Schätzungen zufolge befinden sich gegen 60 Prozent des Frankenmarktes im Ausland).

Hingegen könnte die temporäre Festlegung einer Untergrenze für den Wechselkurs des Euro gegenüber dem Franken als der wichtigsten Handelspartnerwährung der Schweiz eine Entlastung bewirken. Diese Untergrenze müsste dann von der Nationalbank konsequent verteidigt werden.

Eine solche Politik ist selbstverständlich nicht risikolos. Möglicherweise muss die SNB ihre Konsequenz mit massiven Käufen von Devisen – was einer Ausweitung der Geldmenge gleichkommt – unter Beweis stellen und ein höheres Niveau der kurzfristigen Zinsen in Kauf nehmen.⁷ Das aus solchen Interventionen resultierende Inflationspotenzial kann zwar entschärft werden, lässt sich aber kaum völlig beseitigen. Und nicht zuletzt ist es schwierig, eine Exit-Strategie zu definieren und glaubwürdig umzusetzen, wenn die Umstände eine Rückkehr zur autonomen Geldpolitik zulassen. Entsprechend stellt diese Politik hohe Anforderungen an eine glaubwürdige Kommunikation durch die SNB. Sie entschärft aber das noch grössere Risiko einer Deflationsfalle und verhindert die Gefahr einer ordnungspolitisch fragwürdigen Bewirtschaftung des Kapitalverkehrs. Gleichzeitig lässt sie den Ruf nach ebenfalls systemwidrigen Subventionen zu Gunsten der Exportwirtschaft verstummen. Schliesslich kommt die SNB dem Auftrag nach, die konjunkturelle Entwicklung zu berücksichtigen.

Wir sind überzeugt, dass in der Schweiz das Risiko des Abgleitens in eine Deflationsspirale zurzeit nicht besteht und eine Wechselkursfixierung deshalb noch nicht angebracht ist. Die Preisniveaus steigen massvoll, die Exporte wachsen verlangsamt, aber noch mit ansehnlichen Zuwachsraten, die Produktionsfaktoren sind gut ausgelastet, und von generellem Druck auf die Löhne kann keine Rede sein. Vielmehr mehren sich Warnungen vor Inflationsrisiken. Das kann sich aber ändern, wenn sich die Krise in der Euro-Zone verschärft, die weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte als gefährlich erachtet werden und sich deshalb die Flucht in den Franken

verstärkt. Dann muss die Nationalbank in voller Unabhängigkeit auch alternative Strategien implementieren können.

Saldo der Überlegungen: Eine Notenbank mit einem klaren Leistungsauftrag muss im Interesse der Erwartungsbildung berechenbar und verlässlich sein. Sie muss deshalb ihre Ziele auch klar kommunizieren. Die Geld- und Währungspolitik kann deshalb auch kein Experimentierfeld sein. Auch wenn die Bedeutung der eigenständigen Geldpolitik der SNB auf Grund der Erfahrungen der letzten Jahre und der globalen Trends etwas relativiert werden muss, spricht vieles für deren Beibehaltung. Zu den wichtigsten Gründen zählen die unsicheren Perspektiven der Euro-Zone und damit der EZB. Allerdings ist wichtig, dass die Geldpolitik ihre Eigenständigkeit auch unter Beweis stellt, zum Beispiel durch die Vermeidung von Asymmetrien, den konsequenten Einsatz bewährter, nicht marktverzerrender Instrumente und die frühzeitige Abschöpfung überschüssiger Liquidität⁸, selbst wenn andere Zentralbanken diese Abschöpfung auf die lange Bank schieben.

Der «Aufwertungsdruck» kann in einem sehr ungünstigen Fall allerdings ein solches Tempo und Ausmass annehmen, dass Teile der Wirtschaft existenziell gefährdet werden, dass es zu Beschäftigungs- und Investitionseinbrüchen kommt und dass dadurch das Produktionspotenzial der schweizerischen Volkswirtschaft langfristig beschädigt wird. Dieser krisenhafte Zustand scheint uns jedoch noch nicht eingetreten zu sein.

o8 Wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf

Es trifft zwar zu, dass der Geldpolitik bzw. der SNB in der aktuellen Situation eine ganz besondere Bedeutung zukommt. Das heisst aber nicht, dass die Wirtschaftspolitik deswegen die Hände in den Schoss legen kann – im Gegenteil. Eine überzeugende Standortpolitik, die von einem gesunden Staatshaushalt, einem innovations- und investitionsfreundlichen Steuersystem sowie offenen Produkte- und Arbeitsmärkten über eine leistungsfähige Infrastruktur und ein erstklassiges Bildungs- und Forschungssystem bis hin zu einem kostengünstigen Regulierungsumfeld führt, ist mehr denn je gefordert, wenn die Schweizer Unternehmen mit den auch in Zukunft zu erwartenden exogenen Schocks fertig werden sollen. Zukunftsorientierte Unternehmen müssen sich mehr denn je auf einen verlässlichen Ordnungsrahmen verlassen können. Im Interesse der Stärkung des wirtschaftlichen Wachstumspotenzials müssen deshalb die Anpassungen der Rahmenbedingungen im Fokus der staatlichen Wirtschaftspolitik stehen. Es mutet irgendwie seltsam an, dass in Situationen wie heute der Ruf nach Subventionen, protektionistischen und dirigistischen Eingriffen oder gar nach einer staatlichen Industriepolitik immer lauter ertönt als nach einem dynamischen Ordnungsrahmen, obwohl genügend ausländisches Anschauungsmaterial darüber besteht, wohin es führt, wenn der Staat Prozess- und nicht Ordnungspolitik betreibt.

Ein wichtiger Beitrag der Wirtschaftspolitik müsste daher darin bestehen, die Rahmenbedingungen weiter zu optimieren und eine wachstumsorientierte Politik zu betreiben. Definitiv abgesehen werden sollte vom Einsatz von Steuererleichterungen oder anderweitigen verzerrenden Subventionen zu Gunsten einzelner Wirtschaftszweige. Schliesslich ist auch als wichtiger Punkt zu erwähnen, dass die Schweiz nicht allein aus exportierenden Unternehmen besteht, sondern ebenso aus Konsumenten. Gerade diesen wäre auch gedient, wenn wechselkursbedingte Preisvorteile an sie weiter gegeben würden, was wiederum am besten durch eine Optimierung der wettbewerblichen Rahmenbedingungen er-

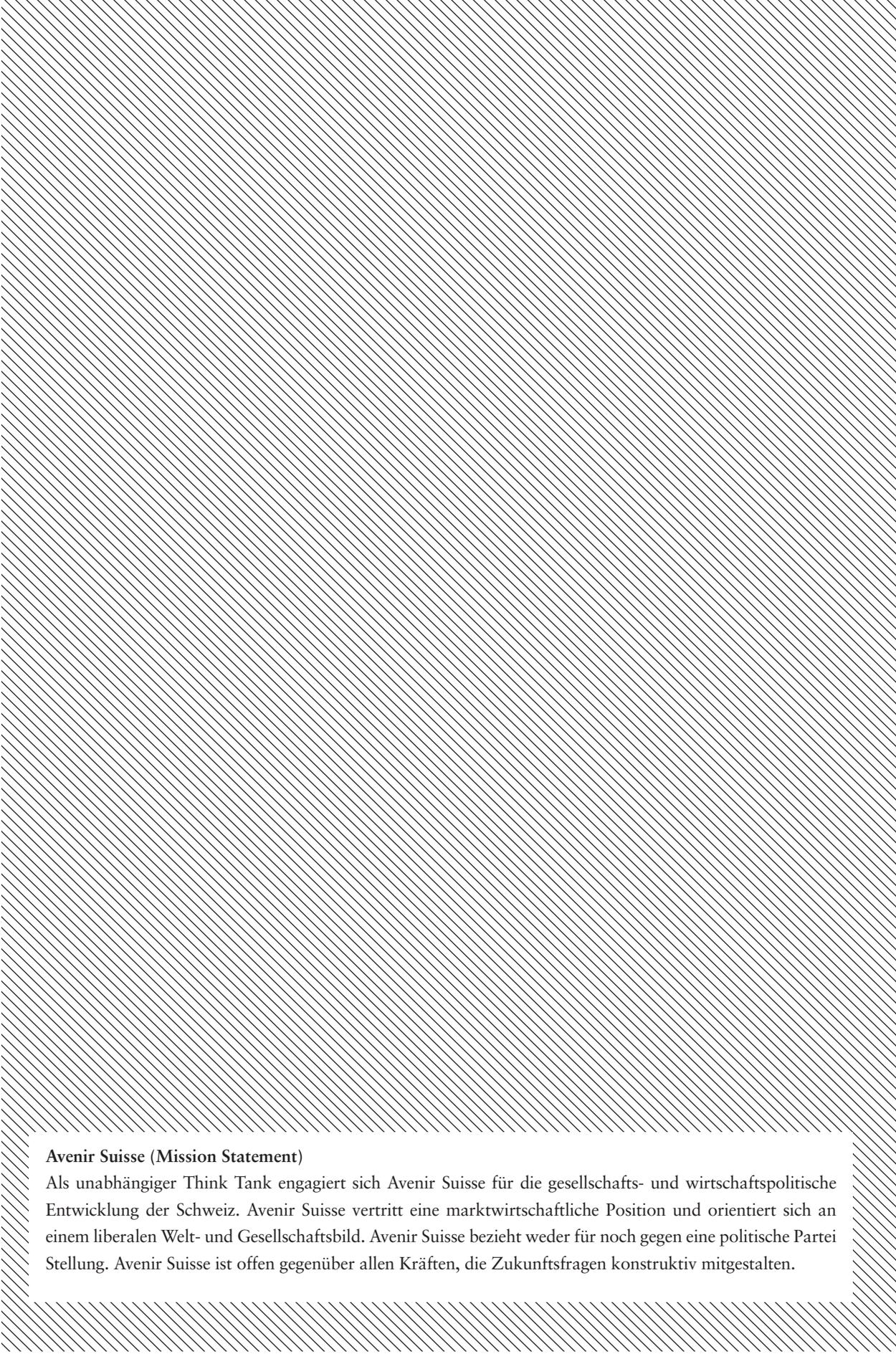
reicht werden kann. Geeignete Massnahmen in diesem Bereich wären die Vereinfachung von Parallelimporten, die Senkung von Markt-Zutrittsbarrieren sowie weitere Marktöffnungen im internationalen Handel.

Endnoten

1. Zu diesem Konsens gehören die Überzeugung, dass es besser sei, Vermögenspreisblasen «platzen» zu lassen und die Folgen dann mit einer expansiven Geldpolitik zu bekämpfen, sowie die Vorstellung, dass die Verbriefung auf den Kreditmärkten eine stabilisierende Wirkung habe und dass die komplementäre Beziehung zwischen Preis- und Finanzmarktstabilität bestehe.
2. Zum QE siehe BISCHOFBERGER et al. (2009) und vor allem BUITER (2009).
3. Durch den Zusammenbruch des Interbankenmarktes und die Übernahme von dessen Funktion durch die SNB verdoppelte sich die Notenbankgeldmenge zwangsläufig, weil die SNB nun direkt als Intermediär agierte und neu den Geschäftsbanken Liquidität zuteilte. Bei normaler Funktionsweise des Interbankenmarktes erfolgen die Ausleihungen von Bank zu Bank ohne Beteiligung der SNB. Effektiv hat sich die Notenbankgeldmenge in der Schweiz im Laufe der Finanzmarktkrise beinahe verdreifacht.
4. In diesem Zusammenhang kann nicht von einer eigentlichen Sterilisation gesprochen werden, da diese effektiv nur auf die Notenbankgeldmenge wirken würde. Aber vom Prinzip her bestehen Ähnlichkeiten.
5. Durch die vermehrte Haltung von Franken durch das Publikum fließen der SNB auch entsprechende Seignorage-Gewinne zu.
6. Bezüglich des Begriffs der Autonomie der Geldpolitik sind zwei Bedeutungen zu unterscheiden: Einerseits ist gemäss dem zitierten Verfassungsauftrag mit Autonomie die politische Unabhängigkeit der Währungsbehörden gemeint. In diesem Sinn führen die Behörden ihre Politik ohne Instruktion durch politische Behörden. Im Folgenden ist jedoch mit Autonomie die selbständige Führung der Geldpolitik im Sinne des fundamentalen Trilemmas gemeint.
7. Das Argument, wonach ein Wechselkursziel den Zinsvorteil der Schweiz zunichte machen könnte, ist aber gerade angesichts rekordtiefer Zinsen in mehreren EWU-Ländern zu relativieren.
8. Etwa auch durch eine Erhöhung des Mindestreservesatzes für Geschäftsbanken.

Literaturangaben

- BISCHOFBERGER, A., WALSER, R. UND B. ZÜRCHER (2009): *Das Inflationsgespenst rechtzeitig bannen. Für eine Koalition der Inflationsgeschädigten*. Diskussionspapier. Avenir Suisse, Zürich. http://www.avenir-suisse.ch/content/themen/krisenbewaeltigung/policybrief-inflation/mainColumnParagraphs/0/document1/inflationsgespenst_def.pdf
- BUITER, W. (2009): *Quantitative and qualitative easing again*. <http://blogs.ft.com/maverecon/2009/01/quantitative-and-qualitative-easing-again/>
- CREDIT SUISSE (2010): *Research News. Schweizer Exporte und der Schweizer Franken*. <https://marketdata-research.credit-suisse.com/cs/mdr/p/d/qrr/research/files/getfiles.do?fileName=F100208000263.pdf>.
- CLARIDA, R.H. (2010): *What Has-and Has Not-Been Learned about Monetary Policy in a Low Inflation Environment?* A Review of the 2000s. Vortrag Federal Reserve Bank of Boston, 15. October
- DELOITTE Research (2010): *Global Manufacturing Competitiveness Index*. http://www.deloitte.com/assets/Dcom-Global/Local%20Assets/Documents/Manufacturing/dtt_2010%20Global%20Manufacturing%20Competitiveness%20Index_06_28_10.pdf
- HILDEBRAND, P. (2011): *Die Schweizerische Nationalbank und die Finanzkrise*, Referat Club of Rome, Zürich, 20. Januar 2011. http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20110120_pmh
- HILDEBRAND, P. (2010): *Geldpolitische Herausforderungen: Die Schweizer Exporte in einer globalisierten Welt*. Referat Mission der Schweiz bei der Europäischen Union, Brüssel, 23.11.2010. http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20101123_pmh
- HILDEBRAND, P. (2004): *10 Thesen zum wirtschaftlichen Verhältnis Schweiz-Europa*. Referat Arbeitgeberverband Basel, 8. September
- INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (2010): *Doing Business 2010 – Reforming through difficult times*. Washington DC. <http://www.doingbusiness.org/reports/doing-business/doing-business-2010>
- IMF (2009): *Global Financial Stability Report 2009*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2009/01/pdf/text.pdf>
- KOHLI, U. (2002): *Terms-of-Trade Changes and Real GDP: Evidence from Switzerland*. Text of the farewell lecture held at the University of Geneva on April 30, 2002. Zürich.
- LACK, C. (2010): *Der Franken - ein sicherer Hafen vor und nach der Finanzkrise*. In: UBS Investors'guide vom 8. Oktober 2010.
- MINSCH, R. UND F. SCHNELL (2010): *Kehrt die Inflation zurück?* Ein Thesenpapier. Economiesuisse, Zürich. http://www.economiesuisse.ch/web/de/PDF%20Download%20Files/studie_geldpolitik_20101201.pdf
- OBSTFELD, M. und A.M. TAYLOR (2005): *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge University Press.
- ROTH, J.-P. (2009): *Geldpolitik ohne Grenzen - Vom Kampf gegen die Internationalisierung des Frankens zur Internationalisierung der Geldpolitik*. Referat Schweizerisches Institut für Auslandsforschung, Zürich, 06.05.2009. http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20090506_jpr
- SCHILTKNECHT, K. (2010): *Die Nationalbank ist gescheitert*. In: Weltwoche Nr. 29.10
- SCHILTKNECHT, K. (1994): *Geldmengenpolitik und Wechselkurs – der schweizerische Weg*. In: Schweizer Geldpolitik im Dilemma, Geldmenge oder Wechselkurs?, Hrsg. von Flurin von ALBERTINI, Chur.
- SNB (2007): *Die Schweizerische Nationalbank 1907-2007*. Verlag Neue Zürcher Zeitung.
- SNB (2010): *Quartalsheft 4/2010*. Zürich. http://www.snb.ch/de/mmr/reference/quartbul_2010_4_komplett/source/quartbul_2010_4_komplett.de.pdf
- SNB (2010a): *Halbjährliche Medienkonferenzen*. <http://www.snb.ch>
- WEBER, A. (2010): *Die Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft*. In: Figaro 25.11., Auszüge aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank Nr.50
- WOLF, M. (2010): *Why the Irish crisis is such a huge test for the Euro zone*. In: Financial Times, 30. November
- ZÜRCHER, B. (2009): *Automatische Stabilisatoren stärken und wirken lassen*. In: Die Volkswirtschaft 3/2009. <http://www.dievolkswirtschaft.ch/editions/200903/pdf/Zuercher.pdf>



Avenir Suisse (Mission Statement)

Als unabhängiger Think Tank engagiert sich Avenir Suisse für die gesellschafts- und wirtschaftspolitische Entwicklung der Schweiz. Avenir Suisse vertritt eine marktwirtschaftliche Position und orientiert sich an einem liberalen Welt- und Gesellschaftsbild. Avenir Suisse bezieht weder für noch gegen eine politische Partei Stellung. Avenir Suisse ist offen gegenüber allen Kräften, die Zukunftsfragen konstruktiv mitgestalten.