

# Der Frankenwechselkurs: eine Bedrohung für die Schweiz?

## dossierpolitik

7. Juni 2010

Nummer 8

**Wechselkurs im Fokus.** Der Wechselkurs des Schweizer Frankens ist zunehmend im Fokus der Öffentlichkeit. Die jüngste Aufwertung ist für die Exportindustrie mit hohen Kosten verbunden. Dies, nachdem die Exportwirtschaft im letzten Jahr ein eigentliches «Annus horribilis» erlebt hat. Ein Blick auf die Entwicklung des realen Wechselkurses zeigt allerdings, dass der Franken nicht massiv überbewertet ist. Ausserdem lässt sich die momentane Stärke des Frankens mit den gängigen Erklärungsmodellen durchaus nachvollziehen. Die Schweiz mit ihrer tiefen Verschuldung und hohen Exportproduktivität ist diesbezüglich ein Opfer ihres eigenen Erfolgs. Entsprechend ist auch langfristig mit einer Aufwertung des Frankens zu rechnen. Dieser mit einer Anbindung an den Euro entgegenzutreten, wäre gefährlich und würde das Ende der Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank (SNB) und des Zinsvorteils bedeuten.

### Position economiessuisse

- ▶ Der gegenüber dem Euro starke Franken belastet den Exportsektor und den Tourismus. Andere Faktoren wie etwa die Weltkonjunktur sind aber entscheidender. Langfristig kann sich die Wirtschaft an eine Aufwertung des Frankens anpassen. Belastend sind kurzfristige Schocks.
- ▶ Die guten fiskalischen Verhältnisse der Schweiz sowie die hohe Produktivität im Exportsektor stützen den Franken weiterhin. Langfristig ist daher mit einer weiteren Aufwertung des Frankens zu rechnen.
- ▶ Die SNB kann zwar gegen ein temporäres Überschiessen, nicht aber gegen eine langfristige Aufwertung des Frankens erfolgreich ankämpfen. Eine Anbindung an den Euro lehnt economiessuisse ab. Dies würde das Ende der Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank sowie des schweizerischen Zinsvorteils bedeuten.
- ▶ Eine Abschwächung des Frankens könnte und sollte daher durch eine höhere Produktivität des Binnensektors erreicht werden.



## Der Frankenwechselkurs im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion

► Die Schwankungen des Wechselkurses sind für die Wirtschaftspolitik von grosser Bedeutung.

Der Wechselkurs spielt in der Wirtschaftspolitik eine grosse Rolle. Wechselkursschwankungen verändern die Preise zwischen Gütern und Dienstleistungen, die im Inland produziert werden, relativ zu den ausländischen Gütern. Eine Aufwertung des Frankens hat zur Folge, dass sich die Schweizer Exportgüter im Ausland verteuern. Um ihre Kunden nicht zu verlieren, sind die Exporteure meist gezwungen, ihre Preise im Ausland konstant zu halten und eine tiefere Marge in Kauf zu nehmen. Auch der Tourismus leidet unter einem starken Franken. Eine starke Währung hat aber auch positive Seiten: Die Importe, wie z.B. Benzin oder Textilien, werden billiger. Darüber hinaus gehört der Franken auf den Finanzmärkten zu den meistgehandelten Währungen. Die Schweizer Währung ist also auch international von Bedeutung.

Seit ein paar Monaten ist der Frankenwechselkurs, insbesondere relativ zum Euro, im Fokus der wirtschaftspolitischen Diskussion. Die Aufwertung der einheimischen Währung wird kritisch beobachtet, die Nationalbank interveniert im grossen Stil, um einer weiteren Erstarkung des Frankens entgegenzuwirken. Die Situation ist aussergewöhnlich, umso wichtiger ist eine genaue Betrachtung. Wir beginnen mit einer des Übergangs von fixen zu flexiblen Wechselkursen und den Implikationen dieser zwei Systeme. Dies führt zur Analyse der Faktoren, die den Wechselkurs beeinflussen. Schliesslich gehen wir der Frage nach, ob der Franken derzeit überbewertet ist und welche künftige Entwicklung sich abzeichnet.

## Vom fixen zum flexiblen Wechselkurssystem

### Bretton Woods

► System fixer Wechselkurse nach dem 2. Weltkrieg.

Nach dem 2. Weltkrieg bestand unter den Industrienationen grundsätzlich Einigkeit darüber, dass ein stabiles Weltfinanzsystem die Implementierung fixer Wechselkurse bedinge. Die genauen Konditionen eines solchen Systems wurden 1944 im Abkommen von Bretton Woods festgehalten. Dieses System funktionierte in Zeiten des Wiederaufbaus in Europa relativ gut, der Dollar war eine knappe Währung. Im Zuge des Vietnam-Krieges nahmen die USA jedoch keine Rücksicht mehr auf die internationalen Verpflichtungen und betrieben eine auf interne Prioritäten gerichtete expansive Geldpolitik. In der Folge waren die Inflationsraten in den USA deutlich höher als in Europa. Dies wiederum brachte die europäischen Währungen, insbesondere auch den Schweizer Franken, zunehmend unter Aufwertungsdruck. Um den aus dem Bretton-Woods-Abkommen vorgegebenen Wechselkurs zu halten, musste auch die Schweiz eine expansive Geldpolitik betreiben und hätte dadurch eine höhere Inflation akzeptieren müssen.

► Kampf gegen drohende Inflation.

Um das Inflationsproblem zu vermeiden, wurde versucht, die hohe Frankenliquidität mittels Sterilisierung wieder abzuschöpfen. Diese Strategie funktionierte folgendermassen: Durch die Herausgabe von Staatsobligationen und Verkäufen von Nicht-Dollar-Devisen wurde die durch die Dollarkäufe entstandene «Frankenschwemme» wieder dem Markt entzogen (sterilisiert). Mit der Sterilisierungsstrategie konnte zwar das Inflationsproblem gelöst werden, aber auf Kosten eines Aufwertungsdrucks auf den Franken. So wurde durch regulatorische Eingriffe versucht, der hohen Nachfrage nach Schweizer Franken (und damit dem Aufwertungsdruck) entgegenzutreten (z.B. «Gesetze zur Abwehr fremder Gelder»). 1971 war der Druck zu gross und die Verpflichtung zur Stabi-

lisierung des Wechselkurses wurde ausser Kraft gesetzt. Der Franken wertete sich unmittelbar gegenüber dem Dollar stark auf.

### Das makroökonomische Trilemma

Die Geschehnisse rund um das Bretton-Woods-System eignen sich hervorragend, um ein zentrales Prinzip der internationalen Makroökonomik zu illustrieren. Die drei Politikziele *Offene Kapitalmärkte*, *Fixer Wechselkurs* und *Unabhängige Geldpolitik* lassen sich nicht gleichzeitig erreichen. Dieses Phänomen ist als das makroökonomische Trilemma bekannt.<sup>1</sup>

#### Grafik 1

► Nur zwei Ziele sind gleichzeitig erreichbar.

#### Das makroökonomische Trilemma



Quelle: eigene Darstellung.

► Offene Kapitalmärkte, fixer Wechselkurs oder unabhängige Geldpolitik.

Das Trilemma zeigt sich am einfachsten, wenn man sich eine Situation vorstellt, in der ein Staat alle drei Ziele zu verfolgen versucht. Angenommen ein Unternehmen exportiert Güter in die USA und lässt sich in Dollar bezahlen. Da sie jedoch ansonsten im Inland aktiv ist, möchte sie die Dollars gegen die inländische Währung tauschen. Diese zusätzliche Nachfrage nach inländischem Geld führt bei flexiblen Wechselkursen zu einer Aufwertung der eigenen Währung (natürlich wäre bei einem einzigen Unternehmen diese Aufwertung sehr klein). Da aber das Ziel eines fixen Wechselkurses verfolgt wird, interveniert die Zentralbank am Devisenmarkt, indem sie mit inländischem Geld Dollars aufkauft. Dieses zusätzliche Geld führt aber zu einer Ausweitung der inländischen Geldmenge und verzögert zu erhöhter Inflation. Das Wechselkursziel macht demnach eine unabhängige Geldpolitik unmöglich. Aufgrund der offenen Märkte muss sich die Zentralbank für eines der beiden Ziele entscheiden.

► Schweiz war unter Bretton Woods «im Trilemma».

Das Verhalten der Schweiz unter dem Bretton-Woods-System zeigt die unmittelbare Relevanz des Trilemmas in der Realität. Regulatorische Massnahmen sollten den Kapitalverkehr einschränken (und damit die Nachfrage nach Schweizer Franken dämpfen), und die Ausgabe von Anleihen zielte auf eine Reduktion der Liquiditätsschwemme, die durch die Dollarankäufe verursacht wurde. Genau dies verhinderte aber eine Anpassung der Relativpreise, d.h. Schweizer Produkte waren im Ausland weiterhin günstig, ausländische in der Schweiz

<sup>1</sup> Obstfeld, M. & Taylor, A. M. (2002). Globalization and Capital Markets. NBER Working Paper Series. Working Paper No. 8846.

aber immer noch *relativ* teuer (einen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus wollte man ja durch die Abschöpfung der Liquidität verhindern). Dies erhöhte die Nachfrage nach Schweizer Franken relativ zum Dollar zusätzlich (der Exporteur möchte die US-Dollars in Franken umtauschen). Salopp gesagt hatte man sich in einen Teufelskreis manövriert. Schliesslich wurde der Druck auf die Währung zu gross und ein Politikziel (der fixe Wechselkurs) musste aufgegeben werden.

► Umgehung des Trilemmas nur kurzfristig möglich.

Das Beispiel der Schweiz zeigt im Übrigen auch, dass das makroökonomische Trilemma nicht allzu stilisiert betrachtet werden darf. In der Realität sind zwei Punkte zu beachten: Erstens gibt es unter dem Begriff «Fixer Wechselkurs» diverse Abstufungen. Typische Beispiele sind Zielbänder oder auch kontrollierte Auf- und Abwertungen. Tatsächlich beachtet fast jede Zentralbank aus konjunkturpolitischen Überlegungen auch den Wechselkurs. Zweitens kann das Trilemma kurzfristig umgangen werden. Durch die Ausgabe von Staatsanleihen lässt sich die Inflationsgefahr, die durch die Verhinderung einer Aufwertung der eigenen Währung erzeugt wurde, wirksam bekämpfen. Allerdings ist diese Politik beschränkt und verschiebt das Problem des Trilemmas nur in die Zukunft, wobei dies durchaus einige Jahre sein können. Irgendwann wird der Markt für Staatsanleihen nämlich gesättigt, der Druck auf die Währung zu gross (oft auch verursacht durch spekulative Attacken) oder die Zinszahlungen werden in Anbetracht des Nutzens schlicht zu hoch sein.

► Flexibler Wechselkurs kein Nachteil für die Exportindustrie.

#### **Flexible Wechselkurse und die Euro-Einführung**

Die Aufgabe des fixen Wechselkurses erlaubte der Nationalbank, eine unabhängige Geldpolitik zu betreiben und diese auf die Bekämpfung der Inflation auszurichten. Lange Zeit blieb der Wechselkurs aber trotzdem eine zentrale Steuerungsgrösse, da dieser in einer kleinen offenen Volkswirtschaft einen erheblichen Einfluss auf Konjunktur und Preise ausübt. In diesem Sinne kann die Schweizerische Nationalbank bis heute keine Geldpolitik völlig losgelöst von den Wechselkursentwicklungen betreiben. Grundsätzlich konnte jedoch entgegen vielen Befürchtungen erfreulicherweise festgestellt werden, dass der Übergang zu flexiblen Wechselkursen keinen Nachteil für die Exportindustrie darstellte.

► Problem der asymmetrischen Konjunkturzyklen bei fixen Wechselkursen.

Um die Schweiz herum versuchten die Staaten der Europäischen Gemeinschaft hingegen, ein eigenes System fixer Wechselkurse zu entwickeln (sogenanntes «Europäisches Währungssystem», EWS). Ähnlich wie das Bretton-Woods-System kämpfte das EWS aber mit der Tatsache, dass ein «Leitland» die Geldpolitik mehr oder weniger unabhängig bestimmen konnte (im Falle des EWS war dies Deutschland). Als Deutschland nach der Wiedervereinigung aufgrund inflationärer Tendenzen eine restriktive Geldpolitik betrieb, lief dies den Interessen anderer EWS-Staaten diametral entgegen. Vor allem in Italien und Grossbritannien bevorzugte man eine expansive Geldpolitik zur Unterstützung der schwachen Konjunktur. Die Abwertungserwartungen gegenüber den Währungen dieser Länder setzten sich schliesslich durch. 1993 mussten die Schwankungsbandbreiten der Wechselkurse stark erweitert werden. Dadurch kam es zu einer faktischen Aufhebung des EWS. Die Erfahrungen mit dem Zusammenbruch des EWS haben dazu geführt, dass die EU schliesslich die Einführung einer Einheitswährung beschlossen hat.

► Keine extreme Aufwertung seit der Euro-Einführung.

In die gleiche Zeit wie die Euro-Einführung fiel auch die Erneuerung des geldpolitischen Konzepts in der Schweiz. In der Folge sollte sich das geldpolitische Instrumentarium der SNB auf den kurzfristigen Refinanzierungssatz der Banken als Politikinstrument konzentrieren. Hingegen wollte man zum Beispiel auf

Devisen-Swaps verzichten. Die Einführung des Euros bedeutete wiederum die Einsetzung einer einzigen europaweiten Zentralbank. Man kann durchaus sagen, dass mit der Europäischen Zentralbank eine Notenbank geschaffen wurde, deren Einfluss sich die SNB zumindest indirekt auch nicht entziehen kann. Immerhin haben sich Befürchtungen über eine übertriebene Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro nach dessen Einführung als unbegründet erwiesen. Im Gegenteil, über weite Strecken war die SNB mit dem Phänomen einer gegenüber dem Franken erstarkenden europäischen Währung konfrontiert.

### **Die Finanzkrise und ihre unmittelbaren Folgen für die Geldpolitik**

▶ Problem der Null-Zins-Grenze.

Mit der jüngsten Finanzkrise und der folgenden Rezession wurden sämtliche Notenbanken der Welt vor grosse Herausforderungen gestellt. Die klassische Geldpolitik ist durch die Grenze des Null-Zinses restringiert. Die Schweiz war darüber hinaus mit der (in Krisenzeiten typischen) Aufwertung des Frankens als sicheren Hafen konfrontiert. Eine starke Frankenaufwertung hätte zum einen die Exportwirtschaft in einer Phase von einbrechenden Weltmärkten zusätzlich belastet. Zum anderen hätte eine starke Aufwertung zu einer Senkung der Importpreise geführt. Zusammen mit einem ohnehin tendenziell sinkenden Preisniveau hatte man Angst vor der Auslösung einer Deflationsspirale mit all ihren negativen Auswirkungen (vgl. Japan).

▶ Intervention am Devisenmarkt zur Abwendung der Deflationsgefahr.

Diesem Szenario wollte die SNB entschieden entgegentreten und beschloss deshalb, zu unorthodoxen Mitteln zu greifen. Mit direkten Interventionen am Devisenmarkt wurde die Aufwertung der einheimischen Währung gebremst und die unmittelbare Deflationsgefahr abgewendet. Gleichzeitig kommunizierte die SNB aber auch unmissverständlich, dass es sich dabei nur um eine ausserordentliche Massnahme handelte, die aufgrund der ausserordentlichen Situation unumgänglich gewesen sei.

▶ Übermässige Aufwertung soll verhindert werden.

Mit der Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro in den letzten Monaten wurden nun zunehmend auch Stimmen laut, die generell eine stärkere Steuerung des Wechselkurses durch die SNB fordern. Auch offiziell möchte die Nationalbank weiterhin einer übermässigen Aufwertung entgegentreten, wobei dies nicht näher definiert ist. Immerhin kam es auch in jüngster Vergangenheit zu massiven Interventionen der SNB an den Devisenmärkten. Die Frage bleibt jedoch offen, welche langfristige Strategie die SNB bezüglich des Wechselkurses verfolgt. Dass die Schweiz grundsätzlich an einem System flexibler Wechselkurse festhalten sollte, dürfte nicht in Zweifel gezogen werden.

## Fakten über die Entwicklung des Wechselkurses

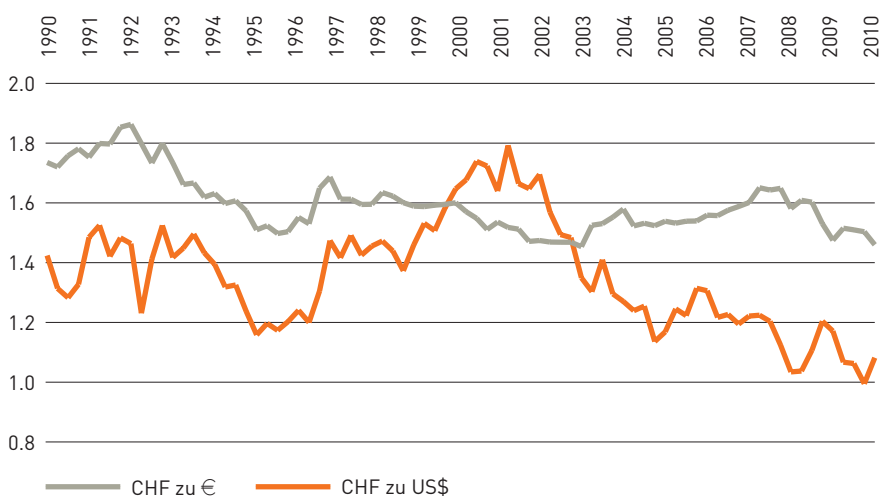
► Nominaler Wechselkurs, realer Wechselkurs und Kaufkraftparität.

Die Entwicklung des Wechselkurses ist weniger einfach zu erfassen, als dies auf den ersten Blick erscheinen mag. Neben dem nominalen Wechselkurs ist aus ökonomischer Sicht besonders der reale, also kaufkraftbereinigte Wechselkurs bzw. die Kaufkraftparität («Purchasing Power Parity», kurz PPP) von zentraler Bedeutung. In der Öffentlichkeit primär wahrgenommen und politisch diskutiert wird der nominale Wechselkurs, der alltäglich an den Finanzmärkten bestimmt wird. Grafik 2 zeigt die Entwicklung des Dollar- bzw. Euro-Wechselkurses für die Zeit seit 1990.

**Grafik 2**

► Nominal starker Franken.

**Wechselkurs CHF/Euro und CHF/US\$, nominal**



Quelle: Thomson Datastream.

► Langfristiger Aufwertungs-trend.

Tatsächlich befindet sich der Franken relativ zum Euro aktuell auf einem historischen Tiefststand. Grafik 2 zeigt darüber hinaus aber zwei wichtige Fakten. Erstens gab es in der Vergangenheit immer wieder Phasen mit einem starken Franken. Zweitens kann ein Abwärtstrend des Wechselkurses, d.h. eine langfristige Aufwertung, beobachtet werden. Ähnlich präsentiert sich die Lage für den US-Dollar. Zwar ist das Verhältnis zum Franken etwas volatiler als beim Euro, jedoch ist es auch hier nicht übertrieben, von einem langfristigen Aufwertungs-trend zu sprechen.

► Nominaler Wechselkurs greift ökonomisch zu kurz.

Der beobachtete Aufwertungs-trend des nominalen Wechselkurses aber führt zu falschen Schlüssen. In der langfristigen Betrachtung muss berücksichtigt werden, dass die Inflationsraten in der Schweiz im Vergleich zum Ausland in der Vergangenheit tiefer waren. Steigt aber das allgemeine Preisniveau im Ausland stärker, kann der Schweizer Exporteur in der Regel auch höhere Preise für seine Produkte verlangen. Trotz des tieferen nominalen Wechselkurses würde so der Ertrag in Schweizer Franken derselbe bleiben. Für die tatsächlichen Austauschverhältnisse sind demnach nicht die *nominalen* Wechselkurse, sondern die *realen* – d.h. inflationsbereinigten – Wechselkurse relevant.

► «Schmerzgrenze» hätte sich verschieben müssen.

Trotzdem scheint es in der menschlichen Natur zu liegen, dass wir uns an nominalen Grössen orientieren. Dieses Phänomen wird von den Ökonomen als Geldillusion bezeichnet. So vermeldete die SDA am 27. März 2002, dass die

«Schmerzgrenze» des Euro-Wechselkurses für diverse Branchen der Exportwirtschaft bei 1.50 Franken liege. Acht Jahre sind inzwischen vergangen, in denen die Euro-Zone praktisch durchgehend höhere Inflationsraten auswies als die Schweiz. So stieg der Konsumentenpreisindex der Euro-Zone in den acht Jahren total um fast zwanzig Prozent mehr als der Landesindex der Konsumentenpreise in der Schweiz. Trotzdem konnte man am 13. Februar 2010 in der «Neuen Zürcher Zeitung» fast die gleiche Aussage wie acht Jahre zuvor lesen: «Sinkt der Euro während mehrerer Wochen unter 1.50 Franken, dann tut es weh.» Aufgrund der Inflationsdifferenzen hätte sich die «Schmerzgrenze» eigentlich klar nach unten verschieben müssen.

► Real ist der Franken nicht ausserordentlich stark.

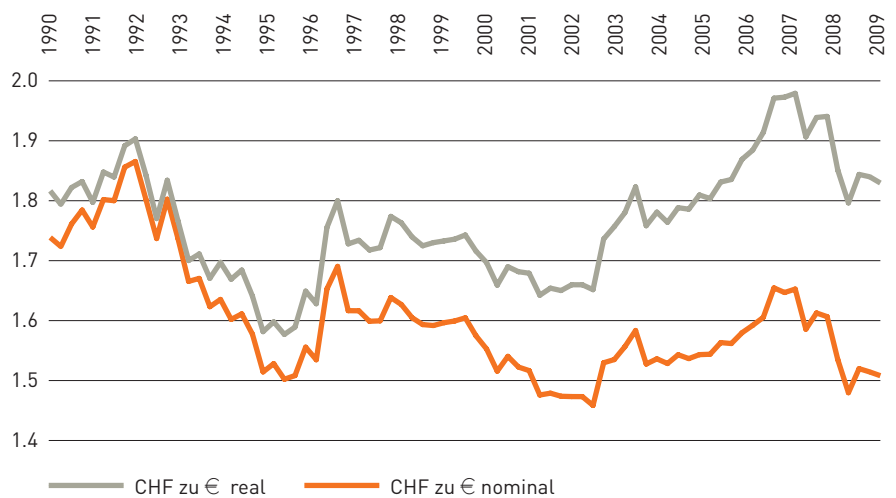
Die Grafik 3 zeigt die Entwicklung des realen, inflationsbereinigten CHF/Euro-Wechselkurses.<sup>2</sup> Offensichtlich ist der Franken derzeit keineswegs aussergewöhnlich stark. Mitte der 90er-Jahre und in den Jahren vor und nach der Euro-Einführung im Jahr 2002 war der Franken gegenüber dem Euro real deutlich stärker, als dies in den letzten Monaten der Fall war. Etwas anders sieht die Lage interessanterweise beim Dollar aus (siehe Grafik 4). Dieser hat sich zwar nominal gegenüber dem Schweizer Franken in den letzten Jahrzehnten stark abgewertet, real allerdings ist er in Relation zum Schweizer Franken relativ stabil geblieben.

**Grafik 3**

► Reale Aufwertung moderat.

**Realer und nominaler Wechselkurs CHF/Euro im Vergleich**

Basis CPI: 1985



Quelle: Thomson Datastream.

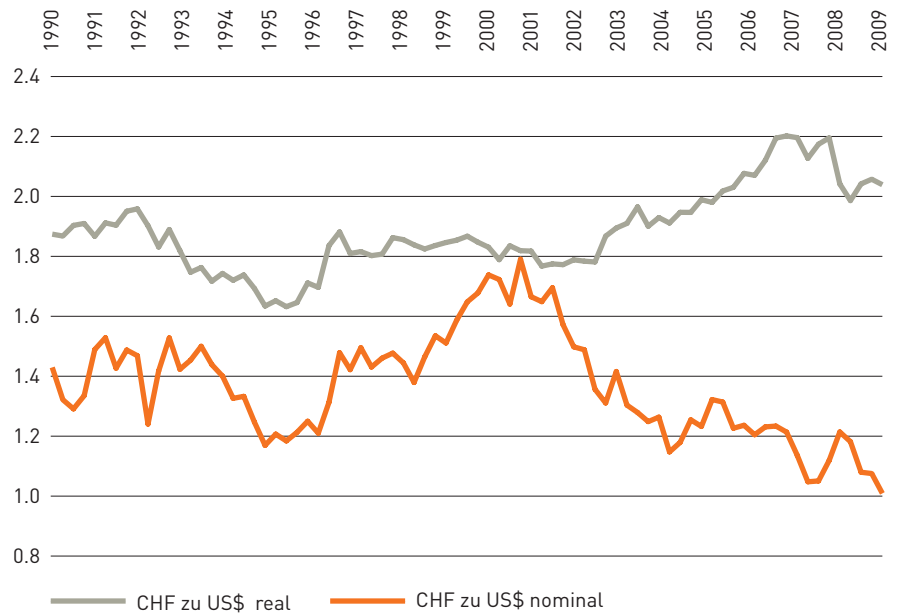
<sup>2</sup> Der reale Wechselkurs berechnet sich wie folgt: Realer Wechselkurs = Nominaler Wechselkurs x Preisniveau Ausland / Preisniveau Inland



**Grafik 4**

► Real keine ausserordentliche Aufwertung.

**Realer und nominaler Wechselkurs CHF/US\$ im Vergleich**  
Basis CPI: 1985



Quelle: Thomson Datastream.

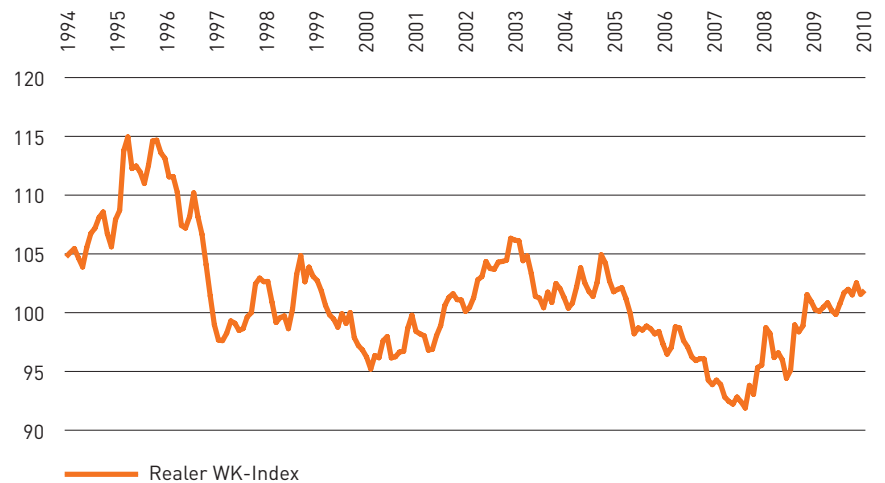
► Realer Wechselkursindex im langjährigen Durchschnitt.

Noch eindrücklicher ist ein Blick auf den realen, handelsgewichteten Wechselkursindex der Bank für internationalen Zahlungsverkehr. Dieser gewichtet die einzelnen, realen Währungsverhältnisse mit dem entsprechenden Anteil an den totalen Exporten bzw. Importen. So lässt sich ein ziemlich exaktes Bild der Bewertung des Frankens im internationalen Vergleich erstellen. Grafik 5 bestätigt die bisherigen Feststellungen: Auch nach dieser Berechnungsmethode ist der Franken nicht speziell stark bewertet, sondern befindet sich im langjährigen Durchschnitt.

**Grafik 5**

► Kein ausserordentlich starker Franken.

**Handelsgewichteter Wechselkursindex**



Quelle: www.bis.org

► Gleicher Preis für gleiche Güter.

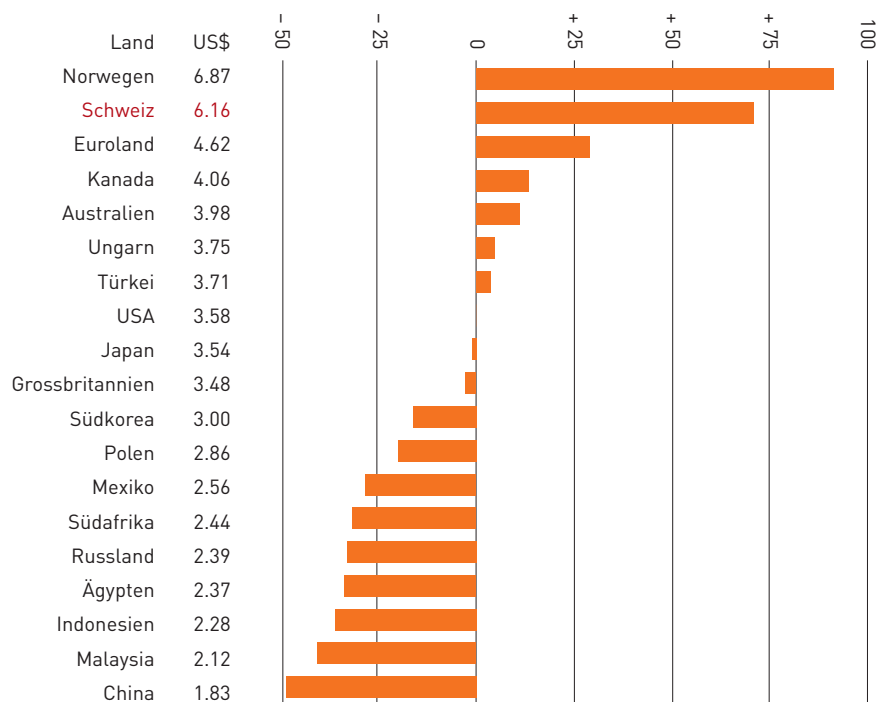
Schliesslich gibt es noch einen dritten Ansatz, um die monetären Relationen zwischen zwei Ländern zu beschreiben: die sogenannte Kaufkraftparität («Purchasing Power Parity», PPP). Konkret werden dabei die Preisniveaus eines bestimmten repräsentativen Warenkorbs in verschiedenen Ländern miteinander verglichen. Gäbe es keine regulatorischen Handelshemmnisse und wären alle Güter (kostenlos) handelbar, würde die Theorie voraussagen, dass für den gleichen Warenkorb der gleiche (Markt-)Preis (nach Umrechnung in die gleiche Währung) bezahlt werden müsste. Dieses sogenannte Gesetz des einheitlichen Preises («Law of one Price») hält dem Realitätstest aber häufig nicht stand. Eine populäre Darstellung dieser Tatsache ist der sogenannte «Big-Mac-Index», der die Preise (in US-Dollar) eines «Big Macs» in verschiedenen Ländern der Welt miteinander vergleicht. Ein «Big Mac» eignet sich deshalb sehr gut, weil er ein weltweit standardisiertes und damit homogenes Gut repräsentiert.

**Grafik 6**

► Teurer «Big Mac» in der Schweiz.

**Der «Big-Mac-Index»**

Abweichungen in Prozent



Quelle: The Economist.

► Handelsbarrieren erhöhen Preis.

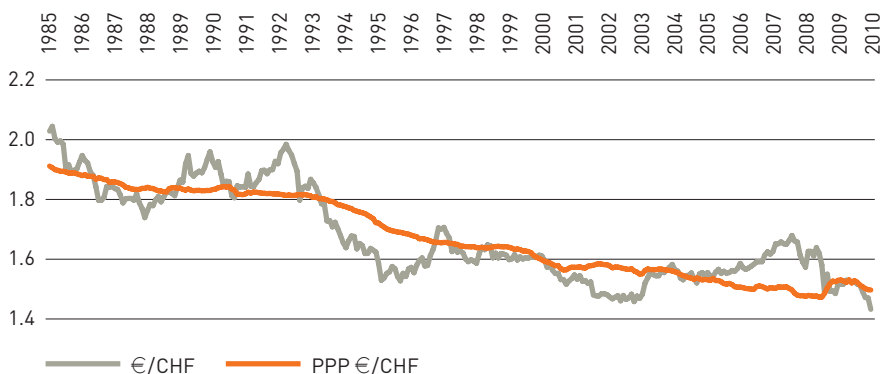
Die Aufstellung zeigt den vergleichsweise hohen Preis für einen «Big Mac» in der Schweiz. Der «Big-Mac-Index» unterstellt somit, dass der Franken gegenüber dem Dollar stark überbewertet sei. Allerdings ist der «Big-Mac-Index» im Falle der Schweiz etwas verzerrt, weil der abgeschottete Agrarmarkt die Nahrungsmittelpreise und damit den «Big Mac» verteuert. Trotz dieser Schwäche verdeutlicht er das Prinzip der Kaufkraftparität. Es zeigt den kaufkraftbereinigten Wert jedes Euros oder Dollars an, den ein Exporteur im Ausland verdient.

► Kaufkraftparität zeigt keine extreme Überbewertung.

Ein Blick auf die Entwicklung der Kaufkraftparität zeigt, dass die PPP im Vergleich zum Euro tatsächlich über dem Wechselkurs liegt (vgl. Grafik 7). Gemäss diesen Schätzungen ist der Franken momentan etwas überbewertet. Allerdings ist die Überbewertung nicht ausserordentlich hoch. So war die Diskrepanz in den 90er-Jahren ab und zu wesentlich ausgeprägter.

**Grafik 7**

▶ Diskrepanz in den 90er-Jahren wesentlich grösser.

**Kaufkraftparität versus nominaler Wechselkurs**

Quelle: UBS Wealth Management.

**Bestimmungsfaktoren für den Wechselkurs**

Im vorigen Abschnitt wurde die hohe Bedeutung der Preisniveaudifferenzen zwischen In- und Ausland für die Bestimmung der Wechselkurse diskutiert. Welche weiteren Faktoren beeinflussen den Wechselkurs in einem System mit flexiblen Wechselkursen?

▶ Zinsen spielen eine zentrale Rolle.

**Geldpolitik/Zinsdifferenz**

Mit ihrer Geldpolitik nimmt die Nationalbank entscheidend Einfluss auf die Entwicklung des Wechselkurses. Der dahinterliegende Mechanismus ist im Prinzip einfach: Je höher das Zinsniveau in der Schweiz (insbesondere im Vergleich zum Ausland) ist, desto attraktiver sind Anlagen in Schweizer Franken. Dies erhöht die Nachfrage nach diesen Anlagen und mündet in einer Aufwertung der einheimischen Währung.

▶ Guter Erklärungsansatz für viele Wechselkursbewegungen.

Geldpolitische Entscheidungen führen oft zu unmittelbaren Reaktionen an den Devisenmärkten, die aber nicht über längere Zeit andauern müssen. Dies liegt daran, dass andere Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses oft stärker sind. Trotzdem lässt sich empirisch für einige Perioden die Geldpolitik als dominierender Faktor ausmachen. Lenz und Savioz (2009)<sup>3</sup> zeigen in ihrer Arbeit, dass die Abwertung des Schweizer Francs zwischen 2003 und 2005 in erster Linie auf die relativ expansive Geldpolitik der SNB zurückzuführen war. Sie stellen jedoch auch fest, dass der «Beitrag» der Geldpolitik an die Wechselkursbewegungen im Durchschnitt maximal 15 Prozent betragen haben kann. Die klassische Geldpolitik mittels Zinssteuerung scheint also in der langen Frist nur beschränkten Einfluss auf den Wechselkurs zu haben. Nicht monetäre Faktoren spielen eine grössere Rolle.

<sup>3</sup> Zum Einfluss der schweizerischen Geldpolitik auf den Wechselkurs vgl. Lenz, C. & Savioz, M. (2009). Monetary determinants of the Swiss franc. Swiss National Bank Working paper No. 2009-16.

- ▶ Höhere Inflation schwächt Währung.

### Inflationsdifferenzen

Bei konstanten nominalen Wechselkursen führen Inflationsdifferenzen zwischen zwei Ländern zu einer Veränderung der realen Wechselkurse. Dieser Zusammenhang ist natürlich auch den Anlegern bekannt und sie werden auf unterschiedliche Preisentwicklungen reagieren. Die Reaktion der Anleger beeinflusst nun seinerseits den nominalen Wechselkurs: Für einen Anleger ist in jedem Fall nur der reale Ertrag von Bedeutung, d.h. die Differenz des nominalen Zinssatzes zur Inflationsrate. Eine höhere Inflation (sogar schon eine höhere Inflationserwartung) ist daher gleichbedeutend mit tieferen Ertragsmöglichkeiten. Ist man nun zum Beispiel in der Euro-Zone mit einer höheren Inflation als in der Schweiz konfrontiert, ohne dass sich die nominalen Zinssätze ändern, sinken die realen Renditen in der Euro-Zone und die Anlagen in Schweizer Franken werden attraktiver, da sie inflationsbereinigt einen höheren Ertrag abwerfen. Dies erhöht die Nachfrage nach der schweizerischen Währung, was in der Folge zu einer entsprechenden Aufwertung führt.

- ▶ Schweiz exportiert mehr als sie importiert.

### Ungleichgewichte in der Handelsbilanz

Ein Blick auf die Aussenhandelsstatistik der Schweiz zeigt die starke internationale Verflechtung unseres Landes. Gesamthaft exportieren wir jedoch mehr Güter und Dienstleistungen als wir importieren, d.h. die Handelsbilanz weist total einen Überschuss aus. Betrachtet man nur den wichtigsten Handelspartner, d.h. die Europäische Union, sieht die Sache anders aus. Hier ist die Bilanz seit einigen Jahren defizitär.

- ▶ Handelsbilanzüberschuss nicht a priori «gut» oder «schlecht».

A priori ist ein Handelsbilanzüberschuss oder -defizit volkswirtschaftlich betrachtet weder «gut» noch «schlecht». Langfristig drücken solche Ungleichgewichte primär die Erwartungen bzw. Präferenzen der beteiligten Akteure aus. Die Schweiz hat zum Beispiel eine relativ hohe Sparquote, unter anderem aufgrund der demografischen Entwicklung. Es ist denkbar, dass sich im Zuge des Abbaus dieser «Altersguthaben» der Konsum von Importgütern erhöht und dies künftig zu einer Reduktion des Handelsbilanzüberschusses führt.

- ▶ Wechselkurs beeinflusst Handelsbilanz, nicht umgekehrt.

Was ergibt sich daraus für den Wechselkurs? Ein Überschuss führt tendenziell zu einer Aufwertung der einheimischen Währung (Importe werden günstiger) bzw. ein Defizit zu einer Abwertung. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, dass dieser Mechanismus nur sehr schwach ausgeprägt ist.<sup>4</sup> Der Grund dafür ist, dass in der langen Frist andere Faktoren wie zum Beispiel das Wirtschaftswachstum des Handelspartners für die Struktur der Handelsbilanz relevant sind. Kurz- und mittelfristig ist es eher so, dass der Wechselkurs die Handelsbilanz beeinflusst, statt umgekehrt.

- ▶ Warum hält «Law of one Price» nicht?

### «Balassa-Samuelson-Effekt»

Schon in den 60er-Jahren fragten sich viele Ökonomen, weshalb das «Law of one Price», d.h. die Übereinstimmung des nominalen Wechselkurses mit der Kaufkraftparität, nicht hält. Es ist einleuchtend, dass neben Faktoren wie Transportkosten, Regulierungen usw. auch die Tatsache, dass nicht alle Güter handelbar sind, eine Rolle spielt. Die daraus folgende Konsequenz für den Wechselkurs wurde von den beiden Ökonomen Béla Balassa und Paul Samuelson analysiert und ist daher unter dem Namen «Balassa-Samuelson-Effekt» bekannt. Ursprünglich wurde die Theorie entwickelt, um Wechselkursentwicklungen zwischen den Entwicklungs- und Industrieländern zu erklären, die Empirie zeigt allerdings, dass das Prinzip bei allen Währungsrelationen zum Tragen kommt.

<sup>4</sup> Vgl. Reynard, S. (2009). What drives the Swiss franc? Aussenwirtschaft, 64, 4. S. 335–363.

- ▶ Unterscheidung handelbare/nicht handelbare Güter zentral.
- Ausgangspunkt des «Balassa-Samuelson-Effekts» ist die Unterscheidung in zwei Güterarten: Güter, die international handelbar sind, z.B. Uhren, Autos, Maschinen usw., und solche, die vor Ort produziert werden müssen und daher nicht handelbar sind, z.B. Haarschnitte, verderbliche Ware, generell vor allem Dienstleistungen. Die Nichthandelbarkeit kann sich auch aufgrund sehr hoher Transaktionskosten ergeben. Es würde zum Beispiel keinen Sinn machen, einen Schreiner aus China einfliegen zu lassen, auch wenn dieser die geforderte Arbeit eventuell günstiger verrichtet.
- ▶ Höhere Produktivität führt zu tendenziell tieferen Preisen.
- In einem nächsten Schritt betrachten Balassa und Samuelson das Verhältnis der Preisniveaus zwischen den Gütern des handelbaren und des nicht handelbaren Sektors. Dieses ergibt sich unmittelbar aus der Produktivität der beiden Sektoren. Ein (vereinfachtes) Beispiel: Erhöht sich die Produktivität von handelbaren Gütern, d.h. die Kosten der Produktion sinken, erlaubt dies den Produzenten, die entsprechenden Preise zu senken. Da die Preise von handelbaren Gütern relativ zu nicht handelbaren tiefer geworden sind, sinkt auch das Verhältnis zwischen diesen beiden. Mit anderen Worten: Je höher die Produktivität im handelbaren Sektor, desto tiefer das Verhältnis zwischen den Preisniveaus der beiden Güterarten, und vice versa.
- ▶ Preise für handelbare Güter international ähnlich.
- Die letzte Annahme des «Balassa-Samuelson-Effekts» beruht auf der Idee, dass sich die Preise für handelbare Güter international tendenziell angleichen. Falls diese Annahme in der Realität zutrifft, wird sich der Preis für die handelbaren Güter aber auch bei einer Veränderung der Produktivität nicht anpassen. Wenn im Normalfall Produktivitätssteigerungen in einem Sektor zu sinkenden Preisen führen, wohin fließen nun bei gleichbleibenden Preisen die Gewinne aus der Produktivitätssteigerung?
- ▶ Produktivitätssteigerung wirkt sich auf den Binnensektor aus.
- Die Produktivitätssteigerung wirkt sich erstens auf den Binnensektor aus, weil hier die Preise steigen. Plausibel wird dieser Effekt bei den Löhnen im Binnenmarkt, von den Coiffure-Dienstleistungen bis hin zum Gastgewerbe. Im nicht handelbaren Sektor müssen höhere Löhne bezahlt werden, um mit dem handelbaren Sektor konkurrenzfähig zu bleiben. Dies erhöht schliesslich die Preise im Binnenmarkt.
- ▶ Höhere Produktivität im Exportsektor führt zu Aufwertung.
- Der «Balassa-Samuelson-Effekt» prognostiziert also für die Schweiz, dass der Produktivitätsfortschritt im produktiven Exportsektor zu einem Preisanstieg im Binnenmarkt führt. Dies bedeutet aber nichts anderes, als dass die Preise für handelbare Güter relativ zu den nicht handelbaren im Inland relativ wieder günstiger werden. Die Produktivitätssteigerung bewirkt zweitens eine Aufwertung der inländischen Währung. Die Preise bleiben auf dem internationalen Markt trotz der unterstellten höheren Produktivität der Inländer nur dann gleich, wenn sich die einheimische Währung aufwertet. (Erinnern wir uns: Je stärker der Schweizer Franken, desto günstiger die Importe, oder eben die handelbaren Güter.)
- ▶ Exportsektor ist Opfer seines eigenen Erfolgs.
- Fassen wir zusammen: Je höher der Produktivitätsfortschritt im Markt für handelbare Güter relativ zum Produktivitätswachstum im Binnenmarkt ist, desto eher wertet sich die einheimische Währung auf. Für die Schweiz bedeutet der «Balassa-Samuelson-Effekt» nichts anderes, als dass der Exportsektor immer ein wenig Opfer seines eigenen Erfolgs sein wird. Je innovativer, fortschrittlicher und damit produktiver (relativ zum Binnensektor) er ist, desto mehr trägt er zur Aufwertung des Schweizer Frankens bei. Der «Balassa-Samuelson-Ef-

fekt» zeigt somit auf, dass unsere international agierenden, produktiven Firmen die Aufwertung des Frankens mitverursachen. Aufgrund des gleichen Argumentationsmusters führt eine Produktivitätssteigerung im Binnenmarkt zu einer Abwertung der Schweizer Währung.

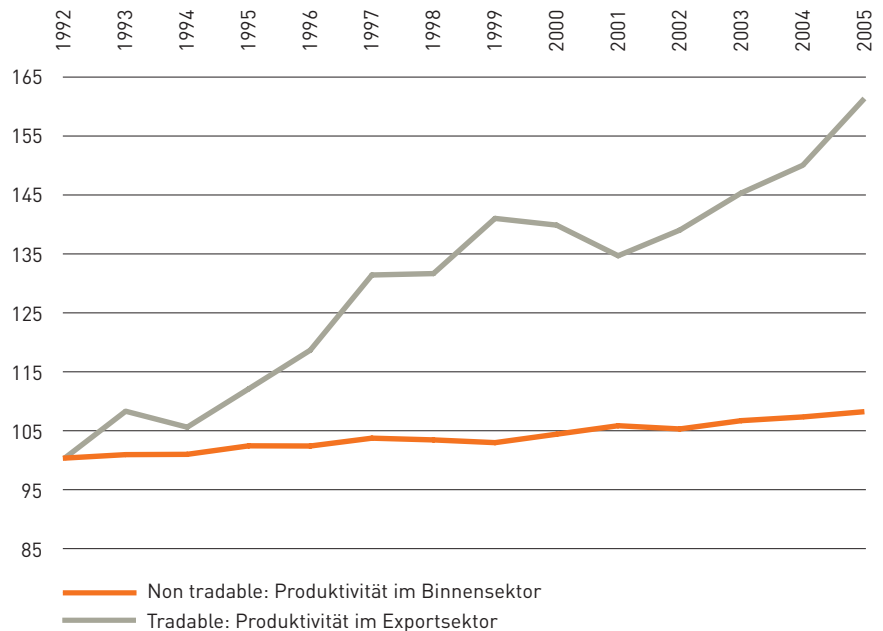
► Produktivität im Exportsektor wächst schneller als im Binnensektor.

Was würde diese Erkenntnis aus theoretischer Sicht nun für die Schweiz bedeuten? Ein Blick auf die Entwicklung der Produktivität des schweizerischen Export- bzw. Binnensektors deutet auf einen grossen Unterschied zwischen den beiden Bereichen. Grafik 8 zeigt, dass die Produktivität im international tätigen Sektor wesentlich schneller wächst als im Binnenmarkt. Der «Balassa-Samuelson-Effekt» liefert daher eine Erklärung für die Aufwertungstendenz des Schweizer Frankens.

**Grafik 8**

► Produktiver Exportsektor.

**Produktivität im Export- und Binnensektor 1992–2005**



Quelle: Reynard (2009).

► Empirie zeigt zentrale Rolle des «Balassa-Samuelson-Effekts».

Empirische Beispiele zeigen, dass der «Balassa-Samuelson-Effekt» nicht nur eine theoretische Spielerei, sondern ein entscheidender Faktor ist. Ein bekanntes Beispiel ist die Aufwertung des japanischen Yen relativ zum US-Dollar in der Zeit zwischen 1970 und 1990. Ökonometrische Studien für die Schweiz zeigen, dass besonders die langfristige Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber den europäischen Währungen auf den erläuterten Mechanismus zurückzuführen ist.<sup>5</sup> Vorübergehende Abschwächungen, wie in der Mitte des letzten Jahrzehnts, lassen sich wiederum immerhin teilweise mit Produktivitätsfortschritten im Binnensektor erklären.

<sup>5</sup> Vgl. Reynard (2009).

▶ Ausserordentliche Reputation des Schweizer Frankens.

### «Safe-haven-Effekt»

Der Schweizer Franken hat international eine ausserordentliche Reputation und ist eine der meistgehandelten Währungen. Politische Stabilität, der hohe Stellenwert des Privateigentums (Stichwort «Bankgeheimnis»), tiefe Staatsverschuldung und eine unabhängige, konservative Zentralbank haben dem Franken diesen Status verschafft. Allgemein spricht man in diesem Zusammenhang davon, dass es sich beim Franken um einen sicheren Hafen, d.h. eine «Safe-haven-Währung» handelt. Dies widerspiegelt sich darin, dass sich der Franken in Krisenfällen immer relativ stark aufwertet (vgl. zum Beispiel 9/11, Griechenlandkrise, erhöhte Finanzmarktvolatilitäten usw.).

▶ «Safe-haven-Effekt» führt zu Aufwertung in Krisenzeiten.

Mit dem «Safe-haven-Effekt» wird die Umschichtung von Anlegern in Assets einer spezifischen Währung im Krisenfall bezeichnet. Diese Kapitalbewegungen führen dann zu einer erhöhten Nachfrage nach der betroffenen Währung und in der Folge zu einer entsprechenden Aufwertung. Dies passiert relativ rasch, weshalb sich der «Safe-haven-Effekt» durchaus eignet, um Teilerklärungen für kurz- und mittelfristige Wechselkursschwankungen zu liefern. Der Mechanismus funktioniert im Übrigen auch in die entgegengesetzte Richtung. In Hochkonjunkturphasen werten sich «Safe-haven-Währungen» tendenziell eher ab.

▶ Euro hat «Safe-haven-Status» verloren.

Der Schweizer Franken war nie die einzige «Safe-haven-Währung». Die Empirie zeigt, dass in der Vergangenheit auch der Euro oder der japanische Yen entsprechende Eigenschaften zeigten.<sup>6</sup> Der Franken hatte von den wichtigen Währungen jedoch immer die ausgeprägtesten «Safe-haven-Eigenschaften». Die hohe Staatsverschuldung und insbesondere die Krise in Griechenland dürften in jüngster Vergangenheit ausserdem noch dazu beigetragen haben, dass sich der Status des Frankens als «Safe-haven-Währung», insbesondere im Vergleich zum Euro, nochmals verstärkt hat.

▶ Stärke des Frankens ist Schwäche des Euros.

Die gegenwärtige Stärke des Frankens gegenüber dem Euro ist daher auch primär als Schwäche des Euros selbst zu verstehen. Die hohe Staatsverschuldung in vielen Ländern (Griechenland, Portugal, Spanien usw.) führt quasi zu einem umgekehrten «Safe-haven-Effekt», d.h. zu einer drastischen Verschlechterung der Erwartungen der Anleger. Einerseits führen die Finanzprobleme der betroffenen Staaten dazu, dass das Ausfallrisiko höher bewertet wird. Die dafür verlangte Risikoprämie macht entsprechende Anlagen weniger attraktiv. Andererseits erhöht sich auch der Anreiz für die Zentralbank, höhere Inflationsraten zuzulassen, was die Inflationserwartungen steigen lässt. Beide Effekte haben einen erhöhten Abwertungsdruck auf den Euro als Konsequenz.

▶ Schweiz wiederum Opfer des eigenen Erfolgs.

In gewissem Masse ist die Schweiz also (wie schon aufgrund der hohen Produktivität des Exportsektors) ein wenig Opfer des eigenen Erfolgs. Der «Safe-haven-Effekt» kann, insbesondere wenn er in einer Rezession zum Tragen kommt, kurzfristig für die Exportindustrie relativ unangenehm sein. Allerdings profitiert der Finanzplatz klar von der Reputation der Schweizer Währung, und auch die im europäischen Vergleich tieferen Realzinsen sind zum Teil auf diesen Status zurückzuführen. Der «Safe-haven-Effekt» hat also durchaus auch seine positiven Seiten.

<sup>6</sup> Vgl. Ranaldo, A. & Söderlind, P. (2007). Safe haven currencies. Swiss National Bank Working Papers No. 2007-17.

▶ «Carry traders» verschulden sich in einer Währung mit tiefen Zinsen.

▶ Guter Erklärungsansatz für die Frankenschwäche 2000 bis 2008.

▶ Kurzfristige Prognosen schwierig.

**«Carry trades»**

Ein Phänomen, das insbesondere 2005 bis 2008 beobachtet werden konnte, waren die sogenannten «Carry trades». Dabei verschulden sich Anleger in einer Währung mit tiefem Zinsniveau, um es danach in einer Währung mit höheren Zinsen anzulegen. Wertet sich die Währung mit dem tiefen Zinsniveau nicht auf, erzielt der Anleger einen Gewinn.

Zwischen 2005 und 2008 waren insbesondere Anlagen in Immobilien in Osteuropa von Bedeutung. Durch die Verschuldung in Schweizer Franken und dem anschliessenden Tausch in die Zielwährung, d.h. oft in den Euro, erhöhten sie das Angebot an Schweizer Franken auf dem Devisenmarkt und verursachten damit eine Abwertung. Man geht heute davon aus, dass ein grosser Teil der Frankenschwäche zwischen 2005 und 2008 auf dieses Phänomen zurückgeführt werden kann. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise stoppten auch die «Carry trades» und der Franken begann sich wieder aufzuwerten.

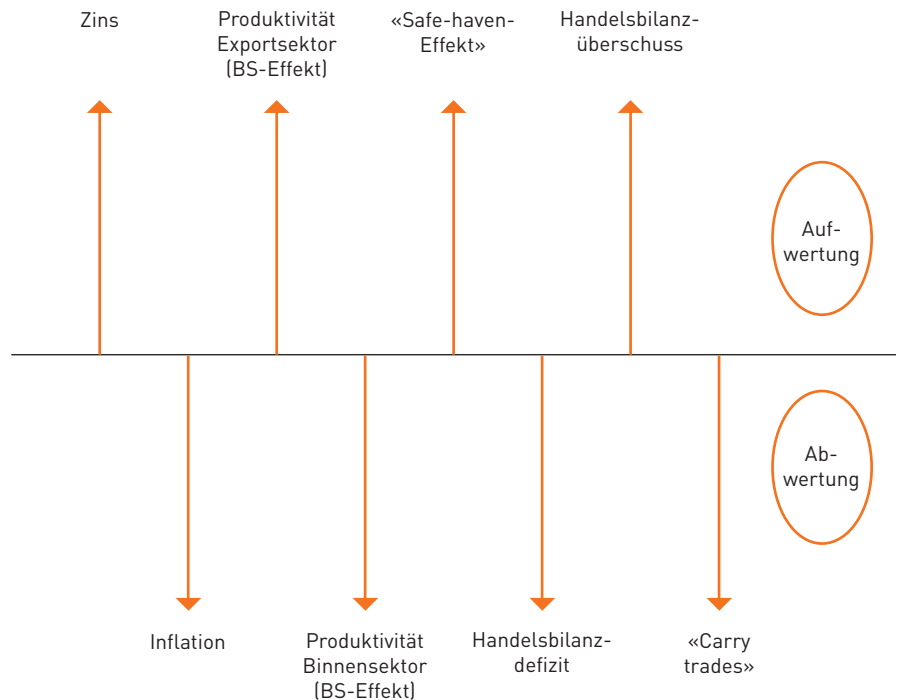
**Zusammenfassung**

Die vorgestellten Faktoren gehören empirisch wie auch theoretisch zu den wichtigsten Kräften, die den Wechselkurs beeinflussen. Grafik 9 gibt eine Übersicht über die verschiedenen Einflussfaktoren auf den nominalen Wechselkurs und ihre Wirkungsweisen. Allerdings ist die Aufstellung nicht abschliessend, was sich auch darin widerspiegelt, dass Wechselkursbewegungen weiterhin Gegenstand ökonomischer Forschung sind. Besonders kurzfristig können Erwartungen und Spekulationen am Devisenmarkt den Wechselkurs beeinflussen. Punktgenaue Prognosen sind deshalb sehr schwierig und mit Vorsicht zu geniessen.

**Grafik 9**

▶ Diverse Faktoren beeinflussen den Wechselkurs.

**Übersicht über die Bestimmungsfaktoren des Frankenwechselkurses**



Quelle: eigene Darstellung.



## Ausblick auf die mittel- bis langfristige Entwicklung

► Weitere Aufwertung zu erwarten.

Obwohl Prognosen immer schwierig sind und oft an unvorhergesehenen Ereignissen scheitern, kann aufgrund der vergangenen Entwicklungen und aktuellen Gegebenheiten ein Trend für die zukünftige Entwicklung des Wechselkurses ausgemacht werden. Die fundamentalen Faktoren sprechen für eine weitere Aufwertung des Schweizer Frankens. Dies liegt einerseits am Erfolg der Schweiz selbst, andererseits aber auch an den Problemen unserer Handelspartner. Praktisch kein anderes europäisches Land ist finanzpolitisch so gut aufgestellt (vgl. Grafik 10). Dies erhöht das Vertrauen der Anleger, was gut für den schweizerischen Finanzplatz ist, verteuert aber auch weiterhin den Schweizer Franken. Schaut man sich die langfristigen Prognosen bis 2014 etwas genauer an, ist eine Umkehr dieses Trends auch nicht zu erwarten. Der «Safe haven-Effekt» spielt weiterhin eine zentrale Rolle.

► Mit dem Rettungsschirm der Euro-Länder und des IMF wurde lediglich Zeit gekauft.

Die hohen Staatsschulden vieler Euro-Länder stellen eine erhebliche Belastung für den Euro dar. Anleger zweifeln, ob vor allem die sogenannten PIGS-Staaten (Portugal, Italien, Griechenland und Spanien) in der Lage sein werden, ihre Schulden zurückzuzahlen. Die Euro-Staaten scheinen nun ein Auseinanderfallen der Euro-Zone um jeden Preis verhindern zu wollen: Mit einem gigantischen Rettungsschirm von 750 Milliarden Euro der Euro-Staaten und des Internationalen Währungsfonds werden hochverschuldete Euro-Länder mit Krediten unterstützt. Dieses Vorgehen ist alles andere als unumstritten. So schliesst der Maastricht-Vertrag im Prinzip die Unterstützung von Mitgliedsstaaten im Fall von Verschuldungsproblemen aus («no bailout clause»). Auch ist es Aufgabe des IMF, Ländern bei einem vorübergehenden Bedarf an Fremdwährungen aufgrund von Zahlungsbilanzproblemen zu helfen, und nicht Staatsdefizite zu finanzieren. Der Rettungsschirm ist somit zumindest gegen die ursprüngliche Intention, wenn nicht gar gegen das Wort sowohl der Maastricht-Verträge als auch der IMF-Statuten.

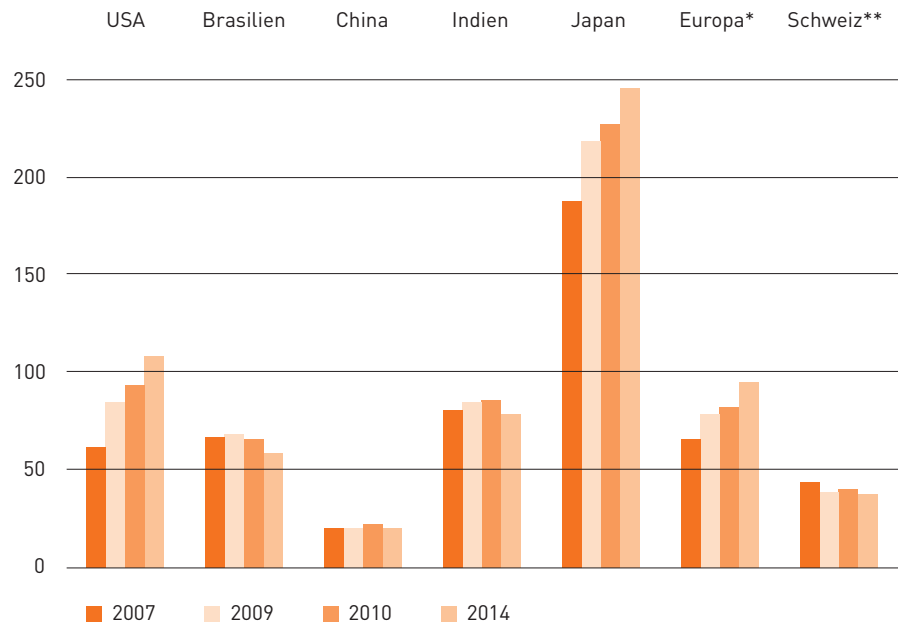
► Es ist mit weiteren Wechselkurs-turbulenzen zu rechnen.

Kein noch so grosses Rettungspaket der EU-Staaten schafft die Schuldenproblematik aus der Welt, es verschiebt diese höchstens etwas in die Zukunft. Da keineswegs gesichert ist, dass die PIGS-Länder ihre Schulden zurückzahlen können, werden die Märkte für längere Zeit nervös bleiben. Aufgrund der anhaltenden Marktverunsicherung ist mit weiteren Wechselkurs-turbulenzen zu rechnen. Ein weiterer Grund für anhaltende Schwankungen der Wechselkurse ist die globale Liquiditätsflut. Die historisch expansive Geldpolitik des FED, der SNB, der Bank of England und der EZB hat zu extrem tiefen Zinsen und zu einer rekordhohen Liquidität im Markt geführt. Aufgrund der tiefen Renditen auf risikoreichen Anlagen suchen Anleger nach alternativen Anlagemöglichkeiten, die den Wechselkurs direkt oder indirekt kurzfristig beeinflussen.

**Grafik 10**

► Schweiz sehr gut aufgestellt.

**Entwicklung der Staatsschulden im internationalen Vergleich**  
In Prozent des Bruttoinlandprodukts



Quelle: IMF (2009): The State of Public Finances Cross Country Fiscal Monitor, Eidgenössische Finanzverwaltung (2010), Europäische Kommission (2010), businessseurope. \*EU-27; \*\*Schätzung für 2013 statt 2014.

► Unabhängige Geldpolitik besser als fixer Wechselkurs.

Die Schweizerische Nationalbank ist gefordert und interveniert am Devisenmarkt, wenn sich bei einer angespannten Marktsituation eine übermässige Aufwertung des Frankens abzeichnet. Ihr Spielraum ist aber limitiert. Zwar kann die Vermeidung eines Überschliessens des Wechselkurses sinnvoll sein, eine langfristig gangbare Strategie sind die ständigen Interventionen am Devisenmarkt jedoch nicht. Auch ist eine Orientierung an irgendwelchen «Schmerzgrenzen» entsprechend fehl am Platz. Eine solche käme nämlich einer faktischen Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro gleich, die von *economiesuisse* klar abgelehnt wird. Die unabhängige, auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank ist ein entscheidender Erfolgsfaktor für die Schweiz. Diesen aufs Spiel zu setzen, wäre äusserst unbedacht. So wäre ein fixer Wechselkurs zum Euro mit dem Verschwinden des schweizerischen Realzinsvorteils verbunden. Dies würde nicht nur der Exportindustrie, sondern der gesamten Wirtschaft wesentlich höhere Kosten als die momentane Aufwertung bringen.

► Glaubwürdigkeit der EZB hat in letzter Zeit gelitten.

Eine Anbindung des Frankens an den Euro wäre auch deswegen problematisch, weil die EZB einen Teil ihrer über die letzten Jahre aufgebauten Reputation verloren hat. Mit dem Rettungsschirm für hochverschuldete Euro-Länder hat sie sich nach anfänglichem Widerstand schliesslich bereit erklärt, Staatsanleihen auch mit schlechter Bonität als Sicherheit entgegenzunehmen. Schlimmer noch, sie kauft Staatsanleihen europäischer Staaten am Sekundärmarkt auf und stellt damit den hochverschuldeten Ländern indirekt einen Kredit zur Verfügung. Damit kann die Ausgabendisziplin in der Euro-Zone noch weiter erodieren. Das Vorgehen ist zudem deswegen problematisch, weil damit die Unabhängigkeit der EZB von der Politik in Frage gestellt wird und Zweifel aufkommen können, ob die EZB in Zukunft die Preisstabilität im Euro-Raum – wenn nötig auch gegen den Widerstand einzelner Regierungen – konsequent verteidigen wird. Die Zweifel an der Unabhängigkeit und die Verschuldungsproblematik ha-

ben den Euro für Jahre als mögliche Alternative zum Dollar als Weltleitwährung aus der Diskussion gebracht. Dies schwächt längerfristig den Euro relativ zum Schweizer Franken.

▶ Höhere Produktivität im Binnenmarkt als Gegenmassnahme.

Auch die Produktivitätsentwicklung deutet auf eine weitere Aufwertung. Unsere Exportindustrie ist gut aufgestellt und auf den Weltmärkten äusserst erfolgreich. Dies ist erfreulich und unterstreicht auch die Bedeutung der international orientierten Branchen für den Wirtschaftsstandort Schweiz, stützt allerdings den Franken zusätzlich. Eine Möglichkeit, dem entgegenzuwirken wäre eine Verstärkung des Binnenwettbewerbs und damit eine Erhöhung der Produktivität auf dem Binnenmarkt. Entsprechende Massnahmen erhöhen nicht nur die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz als Ganzes, sondern unterstützen indirekt auch den Exportsektor.

▶ Andere Faktoren wichtiger als der Wechselkurs.

Der Schweizer Wirtschaft kann aufgrund der vorliegenden Fakten also nur empfohlen werden, sich weiterhin auf einen langfristig stärkeren Franken einzustellen. Dass sie damit trotz vorübergehend massiven Belastungen umgehen kann, hat sie in der Vergangenheit schon oft bewiesen. Man denke an die dramatischen Kursveränderungen nach der Aufhebung des Bretton-Woods-Systems. Der Exportsektor hat seine Anpassungsfähigkeit an veränderte Umstände immer wieder eindrücklich unter Beweis gestellt. So kann man die Euro-Schwäche durchaus auch als Herausforderung sehen, sich nun stärker in Richtung der aufstrebenden Märkte in Asien zu orientieren. Aber auch die USA sind als Markt attraktiv. Die Euro-Krise hat nämlich dazu geführt, dass der Dollar seine Position als internationale Leit- und Reservewährung wieder mehr oder weniger unbestritten einnimmt, eine mittelfristige Abschwächung also eher unwahrscheinlich ist. Schliesslich sind die konjunkturelle Lage im Ausland und die allgemeine Nachfrage nach Schweizer Produkten entscheidender für den Erfolg des Exportsektors als der Wechselkurs.

#### **Rückfragen:**

fabian.schnell@economiesuisse.ch

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

#### **Impressum**

economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen

Hegibachstrasse 47, Postfach, CH-8032 Zürich

www.economiesuisse.ch