

KOF Position

Der Starke Franken: Was kann getan werden

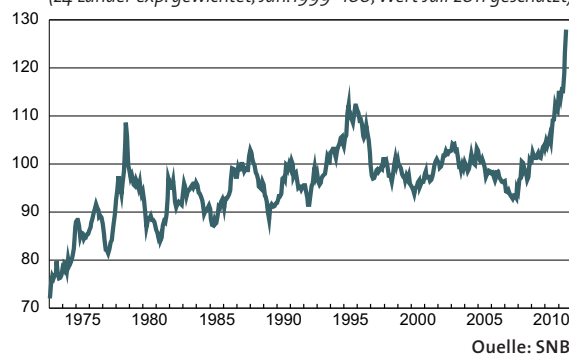
Der Schweizer Franken wertet seit mehreren Monaten gegenüber praktisch alle anderen Währungen der Welt auf (siehe Abbildung 1). Bis jetzt haben sich die Schweizer Unternehmen bemerkenswert gut mit dem starken Franken arrangiert. Die (realen) Exporte sind in diesem Jahr bis anhin weiter gestiegen. Die von der KOF im Juli 2011 durchgeführten Umfragen lassen für die zweite Jahreshälfte keinen dramatischen Einbruch erwarten, auch wenn die Zuversicht abgenommen hat und sich die Ertragslage verschlechtern dürfte. Allerdings sind nicht alle Branchen gleich stark vom Frankenhoch betroffen, wie die KOF in verschiedenen Studien (Abrahamsen und Simmons-Süer 2011, Lamla und Lassmann 2011) gezeigt hat. Zudem profitieren einige Firmen bei den Importen von tieferen Preisen, die sie jedoch bisher kaum an die Konsumenten weitergegeben haben. Entsprechend verzeichnen viele Unternehmen weiter steigende Margen.

Klar ist jedoch, dass diese starke Aufwertung ihre Spuren in der Gesamtwirtschaft hinterlässt und – wegen der nachlassenden weltwirtschaftlichen Dynamik – sich diese in den nächsten Monaten noch vertiefen werden. Verschiedene Firmen können eine gewisse Zeit lang reduzierte oder sogar negative Margen durchaus bewältigen, auf Dauer ist das allerdings nicht möglich. Zudem konnten sich bislang manche Unternehmen mit Termingeschäften über Monate gegen Währungsschwankungen absichern. Auch diese Kontrakte werden aber irgendwann auslaufen. Hinzu kommt die Tatsache, dass die Aufwertung in den letzten Wochen an Geschwindigkeit gewonnen hat, obwohl sowohl in den USA als auch in Europa weitere Massnahmenpakete geschnürt wurden und weitere Hilfen in Aussicht gestellt werden, um der Fiskalkrise Herr zu werden.

Es ist daher keine Überraschung, dass in der Schweiz ein ganzes Bündel an Vorschlägen diskutiert wird, wie man die Exportwirtschaft unterstützen könnte.

Realer Frankenkurs

(24 Länder exp. gewichtet; Jan. 1999=100; Wert Juli 2011 geschätzt)



Denn nominell sind die Exporte in den vergangenen Monaten arbeitstagsbereinigt gesunken. Auch real zeigen die Wachstumsraten eine Verlangsamung in den letzten Monaten. Vor dem Hintergrund der nachlassenden ausländischen Nachfrage schätzte die KOF die zukünftige Entwicklung der Exporte bereits in ihrer Prognose vom Juni 2011 weniger erfreulich ein als noch im vergangenen Jahr. Sollte der Franken weiter aufwerten, dürften sich die negativen Auswirkungen auf die Schweizer Exportwirtschaft weiter verstärken.

Gründe für den starken Franken

Die Frankenstärke hat zwei Gründe. Erstens der sogenannte «Safe haven»-Effekt. Dieser dürfte die Aufwertung des Frankens seit dem Ausbruch der Finanzkrise und den anschliessend aufkeimenden Unsicherheiten um die Schuldentragfähigkeit vieler Volkswirtschaften stark begünstigt haben. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist diese Rolle des Frankens als Einschränkung der Unsicherheit positiv zu beurteilen: Sie reflektiert die wirtschaftliche und politische Stabilität der Schweiz. Insofern die Krisen in den USA und Europa zu einer veränderten Einschätzung der Wachstumsperspektiven und der zugrundeliegenden Unsicherheit geführt haben, ist die Frankenstärke damit fundamental getrieben. Aber das Ausmass, das die Aufwertung inzwischen angenommen hat, übersteigt die Vorstellungen eines «Safe haven» vieler Ökonomen. Der Eindruck, dass ein Teil der Aufwertung spekulativ getrieben ist, gewinnt laufend an Plausibilität.

Wenn Anleger sehen, dass sich der Preis eines Vermögensobjekts lange Zeit immer in dieselbe Richtung entwickelt, wird auf eine Fortsetzung dieses Trends gewettet, bis irgendwelche Neuigkeiten auf eine Trendwende schliessen lassen. Solche Spekulationsblasen können sich über lange Zeiträume aufbauen, da sie auf dem Prinzip sich selbst erfüllender Erwartungen beruhen. Spekulationsblasen bei Währungen führen zum Verlust der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Volkswirtschaft und können in einer Rezession dieser Volkswirtschaft münden. Zwar hat die Schweiz verschiedene Perioden mit einer Frankenhausse erlebt, doch die gegenwärtige Aufwertung – und ihre Geschwindigkeit – übertrifft mittlerweile alle vorangegangenen Aufwertungsphasen.

Es ist noch nicht klar, ob Europa die Budgetkrise überstanden hat und welche Konsequenzen dies für das Wachstum im Euroraum haben wird. Die fiskalpolitischen Probleme in den USA sind ebenfalls lediglich verschoben, aber nicht behoben worden. Dadurch steigt die Wahrscheinlichkeit, dass der Schweizer Franken für längere Zeit attraktiv bleiben wird. Eine Rückkehr zu Wechselkursen, die wir noch 2009 beobachten konnten, wird damit immer unwahrscheinlicher.

Was kann getan werden?

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat Anfang August ihre Zurückhaltung aufgegeben und Massnahmen gegen die Frankenstärke ergriffen. Über die Nichtverlängerung von Reverse-Repo-Geschäften und den Stopp von weiteren Emissionen und der Rückkauf von SNB-Bills soll die Notenbankgeldmenge um 50 Mrd. Franken ausgeweitet und darüber auch der Geldmarktzins auf einen Wert nahe Null gesenkt werden. Die SNB erhöht damit das Angebot an Schweizer Franken und reduziert die Rendite bei Anlagen in Franken. Beide Kanäle sollten dazu beitragen, den Wechselkurs zu stabilisieren.

Das Einschreiten der SNB ist aus Sicht der KOF zu begrüßen. Offen bleibt, wie wirksam die getroffenen Massnahmen sein werden. Von der Zinssenkung ist kaum Wirkung zu erwarten. Die Vergrösserung der Geldmenge sollte hingegen Druck abbauen können. Allerdings geschieht die Geldmengenausweitung nicht sofort, sondern erst durch das Auslaufen der Rückkaufoperationen. Daher ist es zu früh, um ein abschliessendes Urteil zu fällen.

Mindestens so wichtig wie die konkreten Massnahmen sind allerdings die Aussagen der SNB, dass sie «den Schweizer Franken zur Zeit als massiv überbewertet» beurteilt und «bei Bedarf weitere Massnahmen gegen die Frankenstärke ergreifen würde». Hiermit hat ein aus Sicht der KOF notwendiger Strategiewechsel stattgefunden.

Sollte der Aufwertungsdruck trotz der bereits angelaufenen Massnahmen der SNB anhalten, stellt sich die Frage nach dem nächsten Schritt. Die KOF ist zu der Meinung gelangt, dass das wirksamste Mittel gegen die Aufwertung die Ankündigung eines unteren Wertes wäre. Diese untere Limite dürfte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro – der für die Schweiz wichtigsten Währung – nicht unterschreiten. Dieser Wert müsste dann von der SNB – falls notwendig – rigoros verteidigt werden.

Diese «Grenzwert-Variante» würde eine potenziell massive Intervention auf dem Devisenmarkt bedeuten. Von vornherein müssten der angestrebte Wert und dessen Verteidigung klar kommuniziert und von einem breiten Bündnis – SNB in Verbund mit dem Bundesrat und Finanzmarktteilnehmern – mitgetragen werden. Die «Grenzwert-Variante» verlangt, dass die SNB jeglichem Angriff standhält und eine Erhöhung der Bilanzsumme ohne Einschränkungen zuliesse. Unter der Annahme, dass der gewählte Wechselkurs tatsächlich im Bereich der Überbewertung liegt und es damit definitionsgemäss irgendwann zu einer Normalisierung kommen muss, würde die SNB mit dieser Strategie auch keinerlei Verluste verzeichnen.

Ein Nachteil dieser Massnahme wäre, dass die Nationalbank gezwungen werden könnte, die Geldmenge massiv auszuweiten. Der gestiegenen Nachfrage nach Schweizer Franken würde mit einem ähnlichen Anstieg des Angebots begegnet. Würde dieses Geld auf Konten bei der Zentralbank oder in Tresoren gelagert werden, würde dies kein Risiko für die inländische

Preisentwicklung darstellen. Würde das Geld allerdings im Inland ausgegeben, dann hätte dies Preissteigerungen (z.B. im Immobiliensektor) zur Folge. Da die bis anhin realisierte Aufwertung deflationär wirkt, stellt dies gesamtwirtschaftlich betrachtet keine allzu grosse Gefahr dar. Für gewisse Branchen müsste man allerdings Wege der Abkühlung finden. Die SNB hat hierzu bereits Vorschläge veröffentlicht.

Die KOF ist sich im Klaren, dass die «Grenzwert-Variante» keine sofortige Erleichterung für die Exporteure darstellt. Das wäre nur über eine erhebliche Abwertung zu realisieren. Allerdings begrenzt die skizzierte Option die Anpassungskosten der Schweizer Exportindustrie. Sie schafft Planungssicherheit, da sie eine weitere Aufwertung verhindert. Zudem bietet die «Grenzwert-Variante» die Option eine Trendumkehr, d.h. eine Abwertung, einzuleiten.

Literatur

Abrahamsen, Y, Simmons-Süer, B. (2011): Die Wechselkursabhängigkeit der Schweizer Wirtschaft. Eine Analyse mit den Schwerpunkten Tourismus und Metall- und Maschinenindustrie, KOF Analysen Frühjahr, S. 61–74.

Lamla, M., Lassmann, A. (2011): Der Einfluss der Wechselkursentwicklung auf die schweizerischen Warenexporte. Eine disaggregierte Analyse, KOF Analysen Sommer, S. 31–49.

Kontakt

Willy Roth • Weinbergstrasse 35, 8092 Zürich • Tel. +41 (0)44 632 51 65 • roth@kof.ethz.ch