

Frankenstärke – was tun?

dossierpolitik

15. Juli 2011

Nummer 9

Starker Franken. Die Schweizer Landeswährung hat sich in den letzten Monaten gegenüber dem Euro, dem US-Dollar und dem britischen Pfund stark aufgewertet. Als Folge der hohen Staatsverschuldung vieler Länder wird dieses Phänomen die Schweizer Wirtschaft noch über längere Zeit belasten. Darunter leiden nicht nur die Gewinnmargen der Exporteure und der Tourismus, sondern die Standortattraktivität der Schweiz insgesamt. Der geldpolitische Handlungsspielraum der Nationalbank ist aber begrenzt und eine Anbindung des Frankens an den Euro keine Lösung. In dieser Situation sind Politik und Wirtschaft gleichermaßen gefordert, geeignete Gegenmassnahmen zu finden.

Position economiessuisse

- ▶ Es gibt kaum praktikable, kurzfristige Massnahmen gegen die Frankenstärke, die längerfristig keinen Schaden anrichten.
- ▶ Die Exportindustrie ist gefordert. Auch sind flexible Lösungen zusammen mit den Sozialpartnern für weitere Produktivitätssteigerungen und Kostensenkungen zu finden.
- ▶ Die Politik muss jetzt Massnahmen einleiten, die die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Schweiz langfristig verbessern. Die Nachteile der Frankenstärke können auf diesem Weg teilweise kompensiert werden.

Ausgangslage

► Nicht nur der Euro, auch der US-Dollar und das britische Pfund haben gegenüber dem Franken deutlich an Wert eingebüsst.

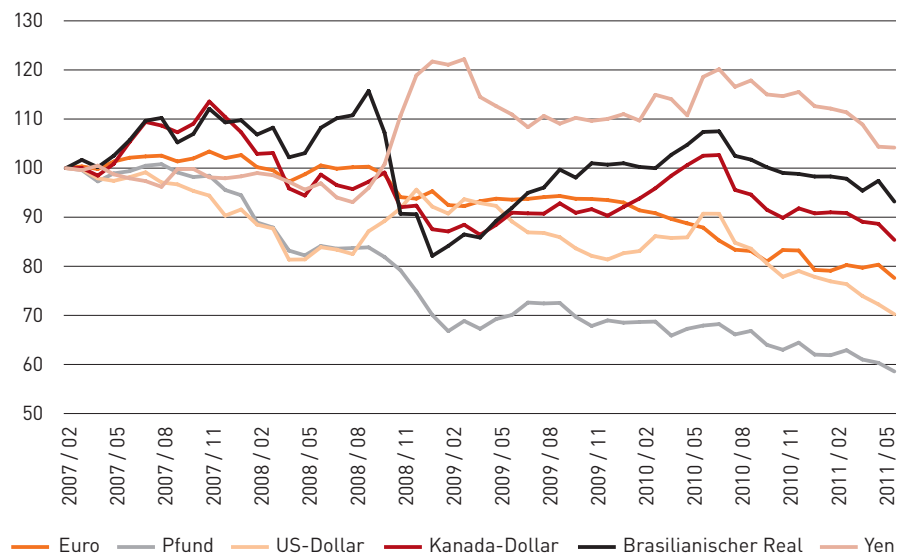
Der Schweizer Franken hat sich in den vergangenen eineinhalb Jahren gegenüber dem Euro um rund 20 Prozent aufgewertet. Ein Vergleich mit anderen Währungen zeigt, dass die Wahrnehmung aus der Schweiz, es handle sich um eine Euroschwäche, nicht ganz korrekt ist. So hat der Franken auch gegenüber dem US-Dollar in ähnlichem Ausmass an Wert gewonnen. Unten stehende Grafik zeigt die Entwicklung der Währung seit Anfang 2007, dem Jahr vor dem weltwirtschaftlichen Einbruch. So hat sich das britische Pfund gegenüber dem Franken seit 2007 nominal um über 40 Prozent abgewertet. Dagegen tendieren der brasilianische Real und der Kanadische Dollar seit dem Ausbruch der Krise zur Stärke, haben doch diese Währungen gegenüber dem Franken deutlich weniger an Wert verloren als beispielsweise der US-Dollar. Einzig der Yen hat sich im Vergleich zum Franken noch stärker entwickelt.

Grafik 1

► Neben dem Franken tendieren auch der Yen, der Brasilianische Real und der Kanadische Dollar zur Stärke.

Kursentwicklung ausgewählter Währungen zum Franken seit 2007

Nominell, 2007 = 100



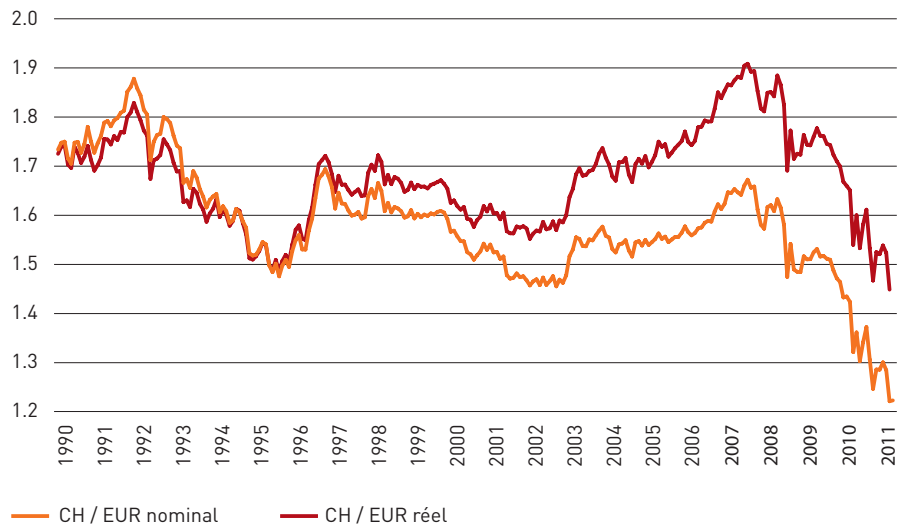
Quelle: SNB.

► Nicht ganz so dramatisch ist die Währungsentwicklung, wenn man die unterschiedlichen Inflationsraten berücksichtigt.

Die Dramatik der Währungsentwicklung relativiert sich etwas, wenn die unterschiedlichen Inflationsentwicklungen einbezogen werden. Im Ausland sind die Inflationsraten, mit Ausnahme Japans, überall höher ausgefallen als in der Schweiz. Doch auch real, das heisst inflationsbereinigt, hat sich der Franken in den letzten Quartalen stark aufgewertet. Die Grafik auf Seite 2 zeigt die realen und nominellen Wechselkurse des Frankens zum Euro. Nur 1995/1996 war die Schweizer Landeswährung ähnlich stark wie heute.

Grafik 2

► In den Jahren 1995/1996 war der Franken gegenüber der europäischen Gemeinschaftswährung bereits einmal ähnlich stark wie heute.

Nominaler und realer Wechselkurs CHF/Euro

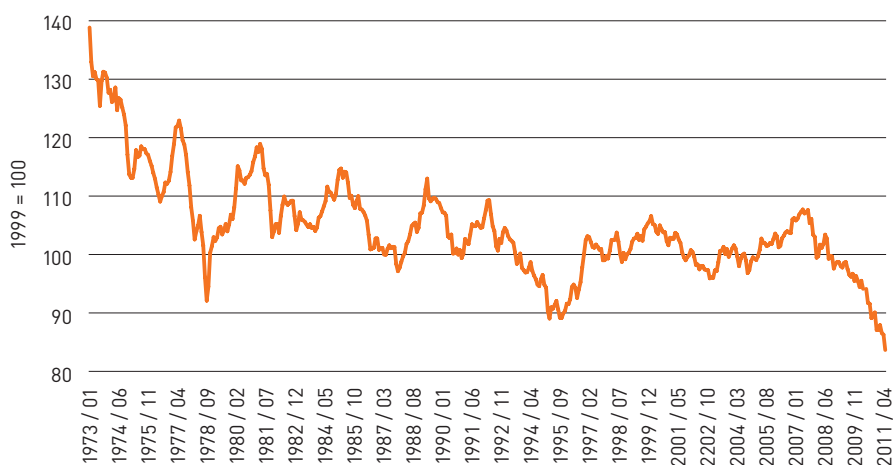
Quelle: Thomson Reuters Datastream.

► Im Vergleich mit den 24 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz hat sich der Franken in den letzten 18 Monaten real um durchschnittlich 14 Prozent aufgewertet.

Der Franken hat sich nicht nur gegenüber dem Euro aufgewertet, sondern auch generell gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz. Im Durchschnitt betrug diese Aufwertung in den letzten 18 Monaten real 14 Prozent. Grafik 3 zeigt deutlich, dass die Stärke des Frankens mittlerweile ausgeprägt ist: Seit 1973 war er inflationsbereinigt nie so stark wie heute. Selbst 1977/1978, als es kurzfristig zu einer rasanten Aufwertung gekommen ist, war der Franken real weniger stark als heute. Der intertemporale Vergleich ist allerdings mit Schwierigkeiten verbunden, denn die realen Wechselkurse reagieren auf lange Frist stark auf die Berechnungsmethode und die Wahl des Basisjahres. Während in der Grafik 2 der Wechselkurs für das Jahr 1990 gleich 100 gesetzt wurde, verwendet Grafik 3 als Basis das Jahr 1999. Die Wahl des Basisjahres beeinflusst das Niveau des realen Wechselkurses über die Jahre hinweg erheblich. Gegenüber Aussagen wie «Die Aufwertung hat eine historische Dimension angenommen» ist daher immer etwas Zurückhaltung angebracht. Trotzdem kann festgehalten werden, dass die aktuelle Entwicklung auch im Zeitvergleich ausgeprägt ist. Es ist deshalb zulässig, Parallelen zu 1977/1978 und 1995 zu ziehen.

Grafik 3

► Im Zeitvergleich wird deutlich, dass die gegenwärtige Frankenstärke tatsächlich aussergewöhnlich ist.

Realer handelsgewichteter Wechselkurs gegenüber den 24 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz

Quelle: SNB.

► Gemessen an der Kaufkraftparität ist der Franken derzeit klar überbewertet.

Die Entwicklung des realen Wechselkurses zeigt, dass der Franken im historischen Vergleich sehr stark ist. Daraus kann aber kein definitiver Rückschluss gezogen werden, ob der Franken tatsächlich überbewertet ist. Diese Frage lässt sich nur klären, wenn der nominelle Wechselkurs korrigiert wird durch die unterschiedlichen Preisniveaus der Länder: Können mit 100 Franken im Inland die gleichen Mengen an Gütern und Dienstleistungen gekauft werden wie umgerechnet im Ausland? Wenn dies der Fall ist, dann sprechen Ökonomen davon, dass die Kaufkraft in den zwei Ländern gleich oder paritätisch ist. Üblicherweise werden dabei nur die international vergleichbaren Güter betrachtet. Können im Ausland aber mehr Güter gekauft werden als im Inland, ist die inländische Währung überbewertet. Grafik 4 auf Seite 4 zeigt eine Kaufkraftparitätsschätzung des Franken-Euro-Kurses. Daraus wird klar ersichtlich, dass der Franken aktuell überbewertet ist. Die Kaufkraftparität läge nach dieser Schätzung aktuell bei rund 1.40, der Devisenkurs ist aber klar tiefer.¹

► Starke Abweichungen von der Kaufkraftparitätskurve sind keine Ausnahmeerscheinung.

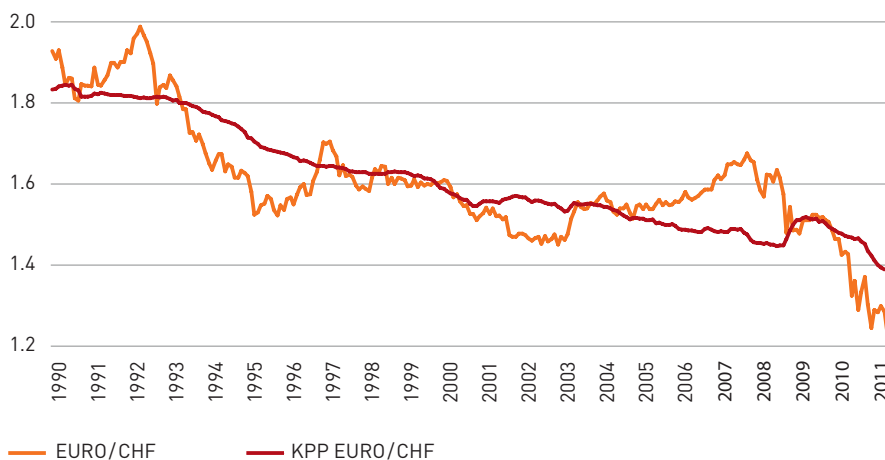
Aufgrund der Grafik 4 lassen sich zwei wichtige Aussagen zur Wechselkursentwicklung treffen. Erstens stellen Abweichungen von der Kaufkraftparitätskurve eher die Regel als die Ausnahme dar. Die Differenzen können gross sein und über mehrere Jahre anhalten. So dauerte die Überbewertungsphase in den Neunzigerjahren rund vier Jahre. Für eine ähnliche Zeitdauer war der Franken zwischen 2005 und 2008 gegenüber dem Euro unterbewertet. Zweitens korrigieren sich die nominellen Wechselkurse langfristig in der Regel wieder zurück zur Kaufkraftparitätskurve. Überbewertungsphasen sind damit endlich, auch wenn sie lange Zeit dauern können. Die Kaufkraftparitätskurve sinkt seit 1990 mehr oder weniger kontinuierlich, und diese Tendenz zeichnet auch der nominelle Wechselkurs nach.

Besonders auffällig in Grafik 4 ist die rasante Geschwindigkeit, mit welcher der Franken 2008 von einer Unterbewertung in eine Überbewertung rutschte. Der folgende Abschnitt geht nun den Ursachen für die aktuelle Frankenstärke nach.

¹ Innerhalb der Eurozone gibt es grosse Unterschiede der Kaufkraftparität. So wäre der Kaufkraftparitätskurs im Falle Deutschland höher und im Falle Griechenland tiefer als in Grafik 4 angegeben. Siehe Flury, T. und Staunovo, G. (2010): Currency Market. Is the euro fair? Wealth Management Research UBS, 20. Juli 2010.

Grafik 4

► 2008 wechselte der Franken auffallend rasch von einer Unter- in eine Überbewertung.

Nomineller Wechselkurs Euro/Franken und Kaufkraftparität

Quelle: UBS.

Frankenstärke ist ein längerfristiges Phänomen

► Seit Ausbruch der Finanzmarktkrise dient der Franken vielen Anlegern wieder als «Safe haven».

Die grosse Geschwindigkeit der Aufwertung seit dem Ausbruch der Finanzmarktkrise hat vor allem zwei Ursachen. Erstens flüchteten viele Anleger aufgrund der grossen weltwirtschaftlichen Unsicherheiten in den Franken. Die Schweizer Währung galt wieder einmal als «Safe haven». Sie geriet, weil durch die Einführung des Euro die D-Mark nicht mehr zur Verfügung stand, sogar noch stärker in den Fokus der verunsicherten Anleger. Zweitens hat die Finanzkrise dazu geführt, dass Anleger ihre «Carry trades»-Positionen aufgelöst haben. In den Jahren zwischen 2005 und 2008 hatten sich Anleger in der Tiefzinswährung Franken verschuldet und das Geld vor allem in Osteuropa angelegt. Solange keine Aufwertung oder gar eine Abwertung des Frankens erfolgte, war diese Strategie sehr erfolgreich. Als sich aber die Aufwertungstendenz abzeichnete, wurde die Verschuldung in Franken rasch abgebaut. Wie Grafik 4 zeigt, haben diese beiden kurzfristigen Effekte einen vor der Krise noch unterbewerteten Franken in kurzer Zeit in die Überbewertung geführt.

► Die nominelle Aufwertung wird sich tendenziell fortsetzen, solange die Inflationsraten in den USA und der EU höher sind als in der Schweiz.

Die Stärke der Schweizer Währung hat aber auch langfristige, strukturelle Ursachen.² Erstens bestehen – wie oben gezeigt – seit Jahren Inflationsdifferenzen zwischen der Schweiz und dem Ausland. Die nominelle Aufwertung wird sich deshalb tendenziell fortsetzen, solange die Inflationsraten im EU-Raum und in den USA höher sind als in der Schweiz. Zweitens ist der Schweizer Exportsektor auch ein wenig das Opfer seines eigenen Erfolgs. Weil die Produktivität deutlich stärker wächst als in der Binnenwirtschaft, wertet sich der Franken tendenziell nicht nur nominell, sondern auch real auf. Die hohe Produktivität äussert sich auch in einem Handelsbilanzüberschuss, der die internationale Nachfrage nach Franken hoch hält und diesen stützt. Drittens ist die Schweiz ein Hort der makroökonomischen Stabilität: Tiefe Staatsverschuldung, tiefe Arbeitslosigkeit, moderate Steuerbelastung, hohe Qualität der Arbeitskräfte, gute Reputation des Finanzplatzes und gute Lebensqualität kennzeichnen die Schweizer Wirtschaft. Abgesehen vom starken Franken sind die Rahmenbedingungen für Unternehmen daher gut. In diesem Umfeld bleibt die Schweizer Landeswährung für internationale Anleger attraktiv.

² Siehe Minsch, R. und Schnell, F. (2010): Der Frankenwechselkurs: eine Bedrohung für die Schweiz? Dossierpolitik Nr. 9, 7. Juni 2010, www.economiesuisse.ch

► Die hohen Staatsschulden verdüstern die Wachstumsaussichten in vielen Ländern auf mehrere Jahre hinaus.

► FED und EZB haben mit ihrer expansiven Geldpolitik ihre Bilanzen schwer belastet.

Tabelle 1

► Weil der Aufwand für die Bedienung der Schulden steigt, steht vielen Staaten in den nächsten Jahren deutlich weniger Geld zur Verfügung.

Demgegenüber sind die Probleme in der Eurozone, in den USA und in Grossbritannien weiterhin gross. Die Verschuldungsproblematik kann nicht so schnell behoben werden, und sie belastet langfristig das Wachstum in diesen Ländern. So sind die betroffenen Staaten gezwungen, ihre Ausgaben zu senken. Eine Konsequenz von Staatsschulden, die oft vernachlässigt wird, zeigt Tabelle 1: Je höher die Verschuldung ist, desto stärker schränken die Zinszahlungen den finanziellen Spielraum eines Staates ein. Werden – wie in Tabelle 1 unterstellt – die Zinsen bis im Jahr 2015 wieder auf das durchschnittliche Niveau der letzten zwei Jahrzehnte steigen, muss in einigen Ländern rund ein Fünftel der gesamten Staatseinnahmen für die Zinszahlungen aufgewendet werden. Mit anderen Worten: Es stehen nur noch 80 Prozent der Einnahmen für die Erfüllung der Staatsaufgaben zur Verfügung. Da die Erfahrung lehrt, dass bei Sparanstrengungen insbesondere die Budgets für Bildung und Infrastruktur gekürzt werden, verschlechtern sich die Wachstumsvoraussetzungen dieser Volkswirtschaften weiter. Auch die zu erwartenden notwendigen Steuererhöhungen reduzieren das Wachstum. Insgesamt muss in diesen Ländern zudem mit erhöhter sozialer und politischer Instabilität gerechnet werden.

Neben der Fiskalpolitik belastet auch die Geldpolitik des FED und der EZB den Aussenwert der Währungen. Durch den umfangreichen Kauf von Staatsobligationen geraten die Zentralbanken in eine stärkere Abhängigkeit von der Politik und gefährden ihre Reputation.³ Gerade die Schwäche des Dollars ist teilweise auf die ultra-expansive Geldpolitik des FED zurückzuführen. Das inflationäre Potenzial steigt, und eine Rückkehr zu einer Geldpolitik wie vor der Krise ist noch immer nicht in Sicht. Auch die EZB hat sich durch den Kauf von Staatsobligationen von hoch verschuldeten Eurostaaten erhebliche Probleme auf die Bilanz geladen. Es ist daher nicht davon auszugehen, dass die entsprechenden Währungen bald wieder zur Stärke zurückfinden.

Ausgaben für Schuldzinsen in Prozent der gesamten Staatseinnahmen

Land	2000	2007	2010	2015
Griechenland	16 %	12 %	18 %	35 %
Irland	6 %	3 %	15 %	20 %
Japan	8 %	9 %	8 %	20 %
Portugal	9 %	7 %	10 %	19 %
Italien	15 %	11 %	10 %	18 %
USA	9 %	8 %	9 %	17 %
Grossbritannien	6 %	6 %	8 %	14 %
Spanien	10 %	4 %	7 %	14 %
Deutschland	7 %	6 %	5 %	9 %
Schweiz	6 %	4 %	3 %	5 %
Durchschnitt	9 %	7 %	9 %	17 %

Quelle: IMF Fiscal Monitor, April 2011, OECD Economic Outlook No. 88. Annahmen für 2015: Zins 2015 gemäss Durchschnitt 1990–2010, Einnahmen und Schulden gemäss IMF.

³ Minsch, R. und Schnell, F. (2010): Kehrt die Inflation zurück?, November 2010, www.economiesuisse.ch

► Alle wichtigen Faktoren sprechen für einen weiterhin starken Franken.

► Dank einer hohen Nachfrage aus Asien und Lateinamerika konnte die Schweizer Wirtschaft die Frankenstärke bisher relativ gut verdauen.

Der Franken neigt dementsprechend auch ohne «Safe haven»-Effekt zur Stärke. Die fundamentalen Fakten sprechen weiterhin für eine starke Schweizer Währung. Zeiten, in denen der Franken im Vergleich zur Kaufkraftparität unterbewertet ist, sind in den nächsten Jahren also nicht zu erwarten. Die Erfahrung lehrt aber auch, dass Überbewertungsphasen endlich sind und die Währungen sich in der Regel wieder zum Wert der Kaufkraftparität hinbewegen. Aufgrund der Unsicherheiten im Euroraum und in den USA ist aber davon auszugehen, dass die Frankenstärke nicht nur einige Quartale, sondern eher einige Jahre dauern wird und somit ein längerfristiges Phänomen darstellt.

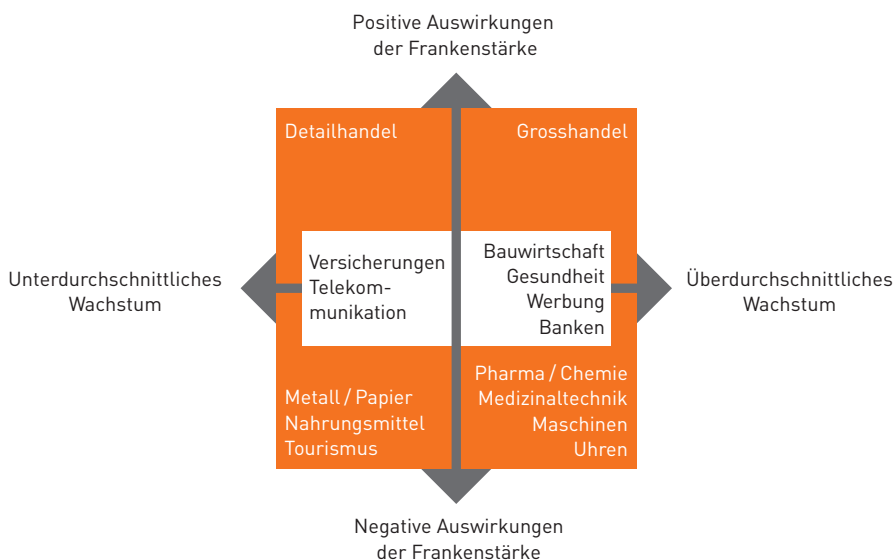
Die wirtschaftlichen Folgen der Frankenstärke

Die Schweizer Wirtschaft konnte in den vergangenen Monaten noch verhältnismässig gut mit der Aufwertung des Frankens umgehen, weil die Nachfrage aus den neuen Wachstumsmärkten in Asien und Lateinamerika und aus den dynamischen Volkswirtschaften wie Deutschland anhält. Die Uhren-, die Maschinen-, die chemisch-pharmazeutische und die medizinaltechnische Industrie sind in diesen Wachstumsmärkten gut positioniert, was bisher die Währungssituation etwas in den Hintergrund treten liess. Deutlich schwieriger ist die Lage für Unternehmen, die nicht in Nischen mit hoher Spezialisierung und Wertschöpfung tätig sind. Für Unternehmen der Metall- oder der Papierindustrie spielt der Preis aufgrund des tieferen Differenzierungsgrades tendenziell eine dominantere Rolle, sodass sich der Wechselkurs schneller und heftiger auf das Geschäftsergebnis auswirkt. Auch der Tourismus mit seiner verhältnismässig starken inländischen Vorleistungskette wird von der Frankenaufwertung hart getroffen.

Grafik 5

► Zwar gibt es auch Branchen, die profitieren – insgesamt hemmt der starke Frankenkurs jedoch das Wachstum der Schweizer Wirtschaft.

Betroffenheit von der Frankenstärke nach Branchen im ersten Halbjahr 2011



Quelle: eigene Darstellung.

► Die Wechselkursentwicklung ist allerdings nicht der einzige Konjunktur-treiber.

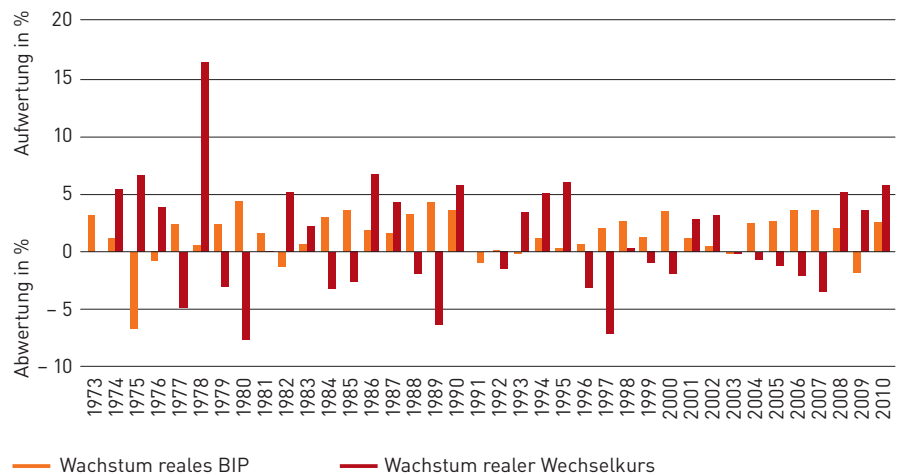
Die negativen Auswirkungen einer Aufwertung zeigen sich auch in den Daten. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1973 musste die Schweiz mit mehr oder weniger starken Wechselkursschwankungen umgehen. Grafik 6 auf Seite 7 zeigt die Wachstumsraten des realen Wechselkurses im Vergleich mit den Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts der Schweiz seit 1973. Bei genauerem Hin-

schauen entdeckt man, dass die Wachstumsraten des BIP in einer Abwertungsphase tendenziell steigen und in einer Phase der Aufwertung sinken. Die Wechselkursentwicklung beeinflusst demnach die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, ist aber offensichtlich nicht der einzige Konjunkturtreiber. So ist das Wachstum der Weltwirtschaft für die Exporte der Schweiz und somit auch für die Schweizer Konjunktur wichtiger als die Wechselkursentwicklung.⁴

Grafik 6

► Zwar beeinflusst der Wechselkurs die konjunkturelle Entwicklung. Andere Faktoren sind aber mindestens ebenso wichtig.

Wachstum reales BIP und realer handelsgewichteter Wechselkurs



Quelle: SNB, SECO.

Die Aufwertung des Frankens zwingt die Exporteure zu Preiskonzessionen. Grafik 7 auf Seite 8 zeigt deutlich, dass sich die Preise für die Warenexporte seit einigen Quartalen parallel zur Aufwertung zurückgebildet haben. Nur so können die Schweizer Unternehmen in den Exportmärkten konkurrenzfähig bleiben. Allerdings gehen die Preissenkungen zulasten der Marge und reduzieren die Investitionsfähigkeit und damit die künftige Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Die negativen Folgen der Aufwertung werden somit erst im Zeitablauf in den Exportzahlen richtig ersichtlich.

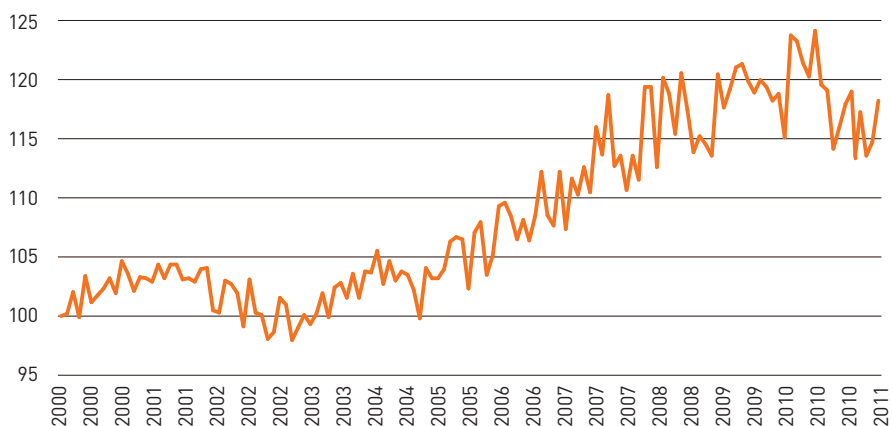
⁴ Ökonometrische Analysen schätzen den Wechselkurseffekt auf die Wirtschaftsentwicklung der Schweiz unterschiedlich ein. Je nach Schätzzeitraum, Datenfrequenz und Datengrundlage variieren die geschätzten Elastizitäten, der Effekt ist aber typischerweise statistisch signifikant.

Grafik 7

► Schweizer Exporteure sind seit einiger Zeit zu Preisreduktionen gezwungen, die Gewinnmarge sinkt entsprechend.

Preise für Exportwaren

Aussenhandelsindex 2000 = 100



Quelle: EZV.

► Einen Teil des Drucks geben die exportorientierten Unternehmen an ihre Zulieferer im Inland weiter.

Die Auswirkungen der Aufwertung bekommt aber keineswegs nur die Exportindustrie, sondern auch die Binnenwirtschaft zu spüren. Der starke Franken zwingt die Exportunternehmen zu zusätzlichen Produktivitätssteigerungen und einer Reduktion der Vorleistungskosten in Franken. Beides wirkt dämpfend auf die Konjunktur in der Schweiz. Erstens steigt die Beschäftigung trotz gutem Auftragsbestand in den Exportindustrien weniger stark an und Ende Jahr werden in vielen Unternehmen die Möglichkeiten zu Lohnerhöhungen eingeeengt sein und daher die durchschnittlichen Lohnsteigerungen kleiner ausfallen. Auf Stufe Einzelunternehmen werden auch Stellen wegfallen. Zweitens überprüfen viele Unternehmen, ob Schweizer Zulieferer beim aktuellen Wechselkurs noch konkurrenzfähig sind. So werden entweder Preiskonkzessionen eingefordert, oder es wird auf ausländische Zulieferer ausgewichen. Dies betrifft auch viele KMU. Der starke Franken beeinflusst somit über die Vorleistungskanäle etwas zeitverschoben auch die Binnenwirtschaft.

Demgegenüber ziehen nur wenige Branchen Vorteile aus der Frankenstärke. Generalimporteure oder Grosshändler profitieren vom starken Franken und können durch das Verzögern von Preissenkungen Margengewinne erzielen. Schliesslich profitiert auch der Schweizer Konsument von billigeren Auslandsferien und – sofern der Wettbewerb spielt – von tieferen Importpreisen: Seine Kaufkraft im internationalen Vergleich steigt.

► Die Währungssituation hat zur Folge, dass sich Unternehmen bei Investitionsentscheiden vermehrt gegen den Standort Schweiz entscheiden werden.

Künftig werden Exportindustrie und Tourismus noch stärker von der Währungssituation betroffen sein. Besonders kritisch für den Standort Schweiz ist, dass mit der anhaltenden Frankenstärke etliche Investitionsentscheide gegen die Schweiz gefällt werden könnten. Statt die Fabrikation, das Forschungszentrum oder die Servicestelle in der Schweiz auf- oder auszubauen, kann die Frankenstärke den Investitionsentscheid zugunsten des ausländischen Standorts beeinflussen. Die Frankenstärke hat somit schlechende, aber lang anhaltende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz, die erst im zweiten Halbjahr 2011 und vor allem 2012 in den Zahlen sichtbar werden. Erste Bremsspuren zeigen sich bei den Exportzahlen. Im Mai 2011 stagnierten die Ausfuhren erstmals, nachdem sie sich in den vergangenen Monaten kontinuierlich von der Talsohle des Wirtschaftseinbruchs 2009 entfernt hatten.

Wirtschaftspolitische Massnahmen gegen die Frankenstärke

► Die Frankenstärke ist kein ausschliessliches Problem der Exportindustrie, sondern eine Belastung für die Gesamtwirtschaft.

Die bisherigen Überlegungen zeigen: Es ist davon auszugehen, dass die Frankenstärke ein längerfristiges Phänomen ist. Der starke Franken macht den Produktionsstandort Schweiz für Güter und Dienstleistungen weniger attraktiv. Er beeinflusst die Investitionsentscheide der Unternehmen und wirkt sich zunehmend auf die Binnenwirtschaft aus. Auf der Suche nach Einsparpotenzial werden Vorleistungen vermehrt importiert oder der riesige Margendruck wird teilweise an die Schweizer Zulieferer weitergegeben. Auch die Finanzwirtschaft profitiert nur vordergründig vom «Safe haven»-Effekt. Zwar fliesst zusätzliches ausländisches Kapital in die Schweiz. Die Frankenstärke wirkt sich aber auch negativ aus: Während die Kosten mehrheitlich in Schweizer Franken anfallen, sind viele Erträge in ausländischer Währung denominated. Entsprechend belastet die Frankenstärke auch den Finanzplatz. Mit anderen Worten: Die Frankenstärke ist kein ausschliessliches Problem der Exportindustrie, sondern eine Belastung für die Gesamtwirtschaft.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, mit welchen Mitteln die Politik auf die Frankenstärke reagieren kann, um die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen zu reduzieren.

► Die Schweiz hat sich seit 1973 auf offene Kapitalmärkte und eine unabhängige Geldpolitik konzentriert.

Geld- und Währungspolitik

Das makroökonomische Trilemma besteht darin, dass prinzipiell drei währungspolitische Ziele bestehen: offene Kapitalmärkte, fixer Wechselkurs und unabhängige Geldpolitik. Es können aber höchstens jeweils zwei Ziele gleichzeitig erreicht werden. Oder anders ausgedrückt: Ein Land muss immer auf ein Ziel verzichten. Die Schweiz hat sich seit 1973 für eine unabhängige Geldpolitik und für offene Kapitalmärkte ausgesprochen. Auf diese Weise konnte sie in den vergangenen Jahren eine auf die Schweizer Wirtschaft ausgerichtete Geldpolitik betreiben und die Inflationsrate generell tief halten. Da offene Kapitalmärkte zentral sind für alle international tätigen Firmen in der Schweiz – seien dies Banken oder Industrieunternehmen –, muss die Nationalbank (SNB) aber auf einen fixen Wechselkurs verzichten.

Grafik 8

► Von den drei prinzipiellen währungspolitischen Zielen können jeweils nur zwei erreicht werden.

Makroökonomisches Trilemma der Frankenstärke



Quelle: eigene Darstellung.

► Ein fixer Wechselkurs wäre für die Schweiz mit zahlreichen Nachteilen verbunden.

Dieser Verzicht ist also der Preis für die Unabhängigkeit und für die Offenheit der Kapitalmärkte. Würde die Schweiz den Wechselkurs fixieren, müsste sie entweder die Unabhängigkeit der Geldpolitik aufgeben oder Kapitalverkehrskontrollen einführen. Der Preis für einen fixen Wechselkurs ist entsprechend hoch. Kapitalverkehrskontrollen würden das Vertrauen in den Schweizer Finanzplatz unterhöheln und auch den international tätigen Industrieunternehmen grossen wirtschaftlichen Schaden zuführen. Die Schweiz würde den Realzinsvorteil verlieren und die SNB könnte auf den Verlauf der Wirtschaftsentwicklung keine Rücksicht mehr nehmen. Die Aufgabe der eigenständigen Geldpolitik wäre somit sowohl für den Finanz- als auch für den Werkplatz mit erheblichen Kosten verbunden.

Wie die jüngere Erfahrung zeigt, ist eine Anbindung des Frankens an den Euro mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Die SNB hat 2009 und 2010 massiv auf dem Devisenmarkt interveniert und Euro aufgekauft. Während die Devisenreserven im Jahr 2008 noch rund 47 Milliarden Franken betragen, stiegen diese bis im Mai 2010 auf rund 239 Milliarden. Trotzdem konnten diese Interventionen die weitere Stärkung des Frankens gegenüber dem Euro nicht verhindern. Mit dieser Aufwertung aber erlitt die SNB einen massiven Währungsverlust.

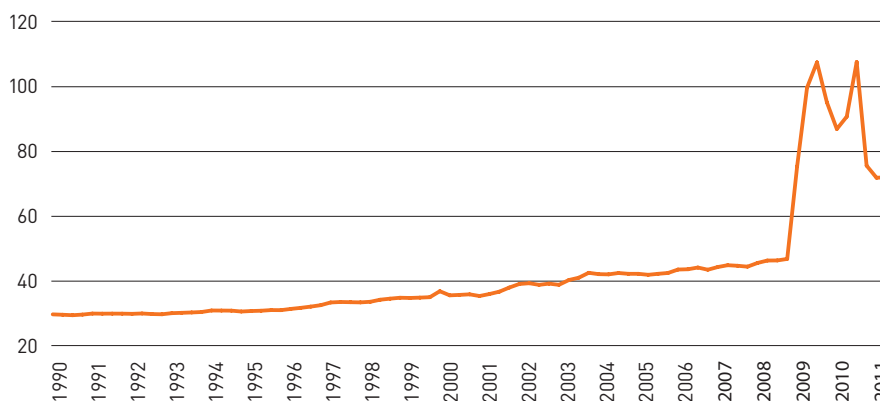
► Einen Teil der zusätzlich geschaffenen Frankenliquidität muss die Nationalbank wieder sterilisieren.

Zudem muss die SNB seither zumindest einen Teil der zusätzlich geschaffenen Frankenliquidität wieder sterilisieren (siehe Publikation von *economiesuisse*: «Kehrt die Inflation zurück?»). Nur durch den vorübergehenden Rückkauf der Liquidität durch die SNB konnte die monetäre Basis wieder auf gut 70 Milliarden Franken zurückgeführt werden.

Grafik 9

► Die massiven Interventionen der SNB liessen ihre monetäre Basis vorübergehend in die Höhe schnellen.

Die monetäre Basis der SNB (in Milliarden Franken)



Quelle: Thomson Reuters Datastream.

► Heute könnte die SNB den Franken nur zu einem Kurs an den Euro binden, bei dem die Schweizer Währung bereits stark überbewertet wäre.

Würde die SNB heute den Franken an den Euro anbinden, könnte sie dies nur bei einem Kurs von vielleicht 1.20, bei dem der Franken bereits stark überbewertet ist. Der Kaufkraftparitätskurs liegt derzeit etwa in der Grössenordnung von 1.40. Somit würde man die aktuelle Überbewertung zementieren, und dies ist keinesfalls im Interesse der Schweizer Wirtschaft. Doch selbst während einer temporären Anbindung würden Investoren weiterhin Franken kaufen. Die SNB wäre möglicherweise gezwungen, riesige Mengen an Euro zu kaufen, um den Wechselkurs konstant halten zu können. Falls die SNB sogar einen Kurs in der Höhe der Kaufkraftparität als Wechselkursziel bekannt geben würde, wäre dies kaum glaubwürdig und die Märkte würden darauf spekulieren, dass das Kursziel wieder fallen gelassen wird. Eine temporäre Anbindung an den Euro ist somit ebenfalls mit grossen Risiken verbunden. Der Preis für die Anbindung schliesslich könnte Inflation sein.

► Selbst bei einer permanenten Anbindung kann der Markt die Akteure noch zu einer Anpassung des vermeintlich fixen Wechselkurses zwingen.

Eine Anbindung würde nur dann funktionieren, wenn die Märkte überzeugt sind, dass diese permanent ist. Die Schweiz müsste in diesem Fall wie Dänemark ein Abkommen mit der Europäischen Zentralbank abschliessen und ihre eigenständige Geldpolitik aufgeben. Wie die Erfahrung lehrt, kann der Markt die Akteure aber selbst dann noch zur Anpassung eines fixen Wechselkurses zwingen, falls die fundamentalen Faktoren dafür sprechen. Prominente Beispiele der jüngeren Geschichte sind die Abwertungen des britischen Pfunds und der Lira im Europäischen Währungssystem vor der Einführung des Euros. Trotz gegenteiliger Beteuerungen durch die Politik mussten die beiden Währungen schliesslich dem Druck der Märkte nachgeben.

Kurzum: Eine Anbindung des Frankens an den Euro wäre mit grossen Risiken verbunden und hätte trotz einer vorübergehenden Entspannung langfristig Nachteile für die Schweiz.

► Ein Negativzins würde kaum Wirkung entfalten, dem Schweizer Finanz- und Werkplatz aber grossen Schaden zufügen.

Auch andere, scheinbar einfache Patentrezepte bestehen leider den Praxistest nicht. So würde ein Negativzins kaum Wirkung entfalten, da die Banken nur im Inland dazu verpflichtet werden könnten. Da ein erheblicher Teil des Handels mit Franken auf anderen Finanzplätzen abgewickelt wird (vor allem in London und New York), wäre der Einfluss auf den Wechselkurs gering – der Negativzins würde vor allem dem Finanzplatz schaden. Wie die Schweiz nach Einführung der Stempelsteuer schmerzlich zu spüren bekommen hat, wandern bei einer Benachteiligung im Inland die Transaktionen einfach ins Ausland ab. Dies schadet mittelfristig nicht nur dem Finanzplatz, sondern der gesamten Wirtschaft.

► «Gentlemen's Agreement» oder Leerverkaufverbot sind wirkungslos und bewegen den Handel höchstens dazu, auf andere Plätze auszuweichen.

Aus demselben Grund würde auch ein sogenanntes «Gentlemen's Agreement» der Schweizer Banken – eine Verpflichtung, nicht mehr auf einen starken Franken zu spekulieren – kaum Wirkung entfalten. Solche Massnahmen haben übrigens bereits in den Siebzigerjahren nicht zu einer nennenswerten Abwertung geführt, zu einer Zeit notabene, als die Finanzmärkte noch deutlich weniger integriert waren. Auch ein Verbot von Leerverkäufen bewirkt nichts, da der Handel einfach auf andere Plätze ausweicht.

Einfache Patentrezepte fehlen somit. Damit die SNB in den unsicheren Zeiten ihren Auftrag erfüllen kann, ist ihre Unabhängigkeit zu gewährleisten. Internationale Vergleiche machen deutlich, dass Zentralbanken, die erheblichem politischem Druck ausgesetzt sind, über einen weniger guten Leistungsausweis verfügen.⁵

Wirtschaftspolitik

► Bereits während der Finanzkrise wurde in der Schweiz versucht, die Exportwirtschaft mit gezielten Massnahmen zu stärken.

Während die Geldpolitik ihren Spielraum bereits grösstenteils ausgenutzt hat und ohnehin nur eher kurz- bis mittelfristig einen positiven Einfluss ausüben kann, ist es die Aufgabe der Fiskal- und Wirtschaftspolitik, die Rahmenbedingungen angesichts der massiven Frankenaufwertung für die Schweizer Wirtschaft zu verbessern.

Kann die Wirtschaftspolitik zweckmässige Massnahmen umsetzen, damit die von der Frankenstärke besonders betroffene Exportindustrie und der Tourismus gezielt profitieren und die Herausforderungen der Frankenaufwertung er-

⁵ Trotz der geforderten Unabhängigkeit ist eine öffentliche Diskussion über Sinn und Zweck der umfangreichen Deviseninterventionen im Jahr 2010 sinnvoll. Die SNB begründete diese mit der damals herrschenden Deflationsgefahr. Durch die umfangreichen Währungsreserven ist kaum mehr (politischer) Spielraum für die SNB vorhanden, um auf dem Devisenmarkt zu intervenieren.

folgreich gemeistert werden können? Bereits während der Finanzkrise und nach dem Einbruch der Weltkonjunktur wurde versucht, gezielte Massnahmen für den Exportsektor zu definieren. So wurde die Exportrisikoversicherung erweitert, die Standortförderung verstärkt oder die Mittel für die Auslandwerbung für den Tourismus wurden erhöht. Diese kurzfristigen Massnahmen mussten den Kriterien für die Konjunkturpolitik genügen und zielorientiert, zeitgerecht und befristet ausgestaltet werden. Schon damals zeigte sich aber deutlich, dass es für die Exportindustrie kaum weitere kurzfristig praktikable und zweckmässige Massnahmen gibt. Während die Wirtschaftspolitik die Binnenkonjunktur vielleicht durch einen erhöhten Staatskonsum oder zusätzliche Investitionen stützen kann, sind ihr bei Problemen der Exportindustrie weitgehend die Hände gebunden.

► Da keine sinnvollen Rezepte zur Verfügung stehen, die der Exportindustrie kurzfristig helfen können, braucht es einen Fokus auf langfristig wirksame Massnahmen.

Im aktuellen Fall der Frankenstärke muss somit festgehalten werden, dass leider kaum Massnahmen zur Verfügung stehen, die der Exportindustrie effektiv kurzfristig helfen können. Die Unternehmen sind gezwungen, primär in Eigenregie mit den grossen Problemen umzugehen.

Da das Phänomen der Frankenstärke wohl für längere Zeit anhalten wird, verschlechtert sich die Standortattraktivität der Schweiz. Während die Wirtschaftspolitik kurzfristig kaum geeignete Massnahmen für den betroffenen Exportsektor umsetzen kann, sind längerfristige Verbesserungen der Standortattraktivität sehr wohl möglich und auch nötig. Um die Nachteile der Frankenstärke zumindest teilweise kompensieren zu können, sind unbedingt Verbesserungen der Rahmenbedingungen einzuleiten.

► Für eine langfristige Verbesserung der Rahmenbedingungen gelten andere Kriterien als für kurzfristige Konjunkturmassnahmen.

Welche Vorgaben müssen solche Massnahmen erfüllen? Die Kriterien für Konjunkturmassnahmen sind für langfristige Massnahmen nicht zielführend. Im Gegenteil: Verbesserungen der Rahmenbedingungen können erstens in der Regel nicht ausschliesslich auf besonders betroffene Kreise ausgerichtet werden. Zweitens brauchen solche Massnahmen oft längere Zeit, bis sie ihre Wirkung entfalten. Und drittens sind befristete Massnahmen zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts ungeeignet.

Folgende Kriterien dienen *economiesuisse* als Richtschnur für die Beurteilung jeder wirtschaftspolitischen Massnahme:

- Sie stärkt langfristig die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft.
- Sie ist schuldenbremskonform.
- Sie ist ordnungspolitisch vertretbar und schafft keine Sonderbehandlung von Industrien/Sektoren.

Besondere Priorität sollten Massnahmen haben, die von der Politik bereits aufgegriffen worden sind und nun beschleunigt oder vorgezogen werden können. Es sind aber auch weitere Massnahmen voranzutreiben, die die Standortattraktivität zusätzlich verbessern.

Tabelle 2

► Möglichkeiten, die Rahmenbedingungen für die Schweizer Wirtschaft weiter zu verbessern, bestehen in diversen Bereichen.

Dos: Verbesserung der Rahmenbedingungen**1. Steuern und Abgaben reduzieren**

- Unternehmenssteuerreform III (Abschaffung Emissionsabgabe auf Fremd- und Eigenkapital, Verbesserungen bei der Verlustverrechnung usw.)
- Senkung der Unternehmensgewinnsteuersätze auf kantonaler und Bundesebene
- Reduktion von Abgaben auf eidgenössischer und kantonaler Ebene
- Boxlösungen für Lizenzerträge und dergleichen insbesondere für Forschung und Entwicklung
- Mehrwertsteuer: Entlastung der Unternehmen durch Einheitssatz

2. Aussenwirtschaftspolitik – weitere Marktöffnungen

- Ausbau des Netzes von Freihandelsabkommen (vor allem China, Indien, Brasilien und Russland)
- Weiterentwicklung der Bilateralen mit der EU
- Abbau des Grenzschutzes für Agrarprodukte: Tiefere Kosten für Tourismus und Reduktion des Einkaufstourismus
- Stärkung des Wirtschaftsstandorts durch Ausbau der Doppelbesteuerungsabkommen
- Exportförderung: Stärkere Zusammenarbeit staatlich finanzierter Institutionen mit privaten Leistungsträgern
- Exportrisikoversicherung (SERV): Fortsetzung der Massnahmen, Ausbau der Zusammenarbeit mit privaten Anbietern bei der Vermarktung der SERV-Leistungen

3. Innovation fördern

- Förderung der MINT-Bereiche (Mathematik, Informatik, Naturwissenschaften, Technik)
- Ausreichende Mittel für Bildung- und Forschung bereitstellen

4. Wettbewerb im Binnensektor erhöhen

- Tiefere Importpreise durch Wettbewerb einfordern
- Konsequente Umsetzung des Cassis-de-Dijion-Prinzips (Kosteneinsparungen für Konsumenten und Tourismus)

5. Flexible, dezentrale Lösungen für Branchen und Unternehmen

- Handlungsspielraum durch Branchen/Betriebe in Zusammenarbeit mit den Sozialpartnern zur Steigerung der Produktivität und Sicherung der Arbeitsplätze

6. Bürokratische Belastung der Unternehmen abbauen

- Abbau überhöhter, kostenträchtiger Normen (insbesondere im Bau)
- Beschleunigung der Bewilligungs- und Beschwerdeverfahren

Im heutigen schwierigen Umfeld ist es besonders wichtig, dass die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen nicht verschlechtert werden. Es werden immer wieder Massnahmen diskutiert, die ein grosses Schadenspotenzial aufweisen und gerade in wirtschaftlich angespannten Zeiten wie der aktuellen unbedingt zu vermeiden sind.

Tabelle 3

► Verschiedene Massnahmen, die derzeit in Politik und Medien diskutiert werden, gilt es unbedingt zu vermeiden.

Don'ts: Verschlechterung der Rahmenbedingungen oder ordnungspolitische Sündenfälle sind zu vermeiden

1. Unabhängigkeit der Nationalbank nicht gefährden

- Keine Vorgaben für die Geldpolitik

2. Flexibilität des Arbeitsmarktes nicht einschränken

- Kein Infragestellen der Personenfreizügigkeit mit der EU
- Kontingente für Drittstaaten nicht reduzieren

3. Keine zusätzliche Belastung von Unternehmen durch Steuern und Abgaben

- Verhindern einer starken Erhöhung der Strompreise durch Abgaben, rein inländisch fokussierte Klimamassnahmen und den Ausschluss von wettbewerbsfähigen Stromproduktionsmöglichkeiten

4. Überregulierungen vermeiden

- Keine Verschlechterung des liberalen Aktienrechts
- Nicht engmaschig und unzweckmässig regulieren (vor allem Banken und Versicherungen)

5. Keine Industriepolitik

- Keine Subventionen/Vorzugskonditionen für gewisse Unternehmen/Branchen
-

► Für eine langfristige Verbesserung der Rahmenbedingungen gelten andere Kriterien als für kurzfristige Konjunkturmassnahmen.

Fazit

Die gegenwärtige Frankenstärke bereitet der Exportindustrie und dem Tourismus grosse Probleme. Gemessen an der Kaufkraftparität ist der Franken aktuell gegenüber dem Euro und dem Dollar überbewertet; der Wert für den «fairen» Wechselkurs Franken zu Euro läge derzeit etwa bei 1.40 und derjenige zum Dollar etwa bei knapp 1.10. Die Aufwertung in den letzten 18 Monaten gegenüber dem Euro beträgt rund 20 Prozent. Sie hat ähnlichen Einfluss auf die Schweizer Wirtschaft wie eine Erhöhung der Steuern oder Abgaben: Jede geleistete Arbeitsstunde, die ein Exportunternehmen in Franken bezahlt, kostet in Euro umgerechnet 20 Prozent mehr. Besonders problematisch ist dabei, dass sich die Aufwertung in den letzten Quartalen mit einer grossen Geschwindigkeit vollzogen hat. Produktivitätsverbesserungen und Kostensenkungsprogramme konnten mit dieser schnellen Aufwertung nicht Schritt halten, sodass sich die Marge vieler Exporteure empfindlich verschlechtert hat oder sogar negativ geworden ist.

► Geld- und Wirtschaftspolitik können keine kurzfristigen Lösungen anbieten.

Die Wirtschaft ist gefordert. Kurzfristige Lösungen können weder die Geldpolitik noch die Wirtschaftspolitik anbieten. Eine Anbindung des Frankens an den Euro zu einem vertretbaren Kurs ist nicht praktikabel, auch hätten Negativzinsen oder «Gentlemen's Agreements» keinen nennenswerten Abwertungsdruck zur Folge. Der raschen Aufwertung kann auch die Wirtschaftspolitik kurzfristig nur wenig entgegensetzen. Mögliche zweckmässige Massnahmen wurden bereits umgesetzt: So wurde die Exportrisikoversicherung erweitert, die Standortförderung verstärkt und die Mittel für die Auslandwerbung für den Tourismus wurden erhöht.

► Der Franken wird über längere Zeit stark bleiben – gefragt sind deshalb langfristig wirksame Massnahmen.

Die Geschichte zeigt, dass eine Währung nicht ewig derart überbewertet bleibt. Die nominellen Wechselkurse bewegen sich tendenziell wieder näher auf die Kaufkraftparität zu. Allerdings kann diese Anpassung Jahre dauern. Die Verschuldungsproblematik, besonders in den USA und in der EU, kann nicht von heute auf morgen gelöst werden und wird das Wachstum in diesen Volkswirtschaften beschränken. Deshalb wird der Franken aller Voraussicht nach für längere Zeit zur Stärke tendieren.

Die Politik ist gefordert: Bei einer Verschlechterung der Standortattraktivität muss sie Gegensteuer geben. Sie kann und soll Massnahmen umsetzen, die die Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Wirtschaft langfristig verbessern, schuldenbremskonform und ordnungspolitisch vertretbar sind und keine Präjudizien für eine Sonderbehandlung gewisser Branchen schaffen.

► In sechs Bereichen können Massnahmen zur Stärkung des Wirtschaftsstandorts Schweiz getroffen werden.

Erstens muss generell die Abgaben- und Steuerlast der Unternehmen reduziert werden. Die Unternehmenssteuerreform III ist entschieden anzupacken. Zweitens sind aussenwirtschaftlich weitere Marktöffnungen anzugehen: Gefragt sind der Abschluss neuer Freihandelsabkommen und der Ausbau der Zahl der Doppelbesteuerungsabkommen. Drittens muss die Innovation gefördert werden, indem ein besonderer Fokus auf die Bereiche Mathematik, Informatik, Naturwissenschaften und Technik gelegt wird und ausreichend Mittel für die Bildung und Forschung bereitgestellt werden. Ebenso ist der Technologietransfer zu intensivieren. Viertens ist der Wettbewerb im Binnensektor zu erhöhen, damit tiefere Importpreise auch durchgesetzt werden. Fünftens müssen im Interesse der Arbeitsplätze flexible Lösungen innerhalb der Branchen und Unternehmen gefunden werden. Und sechstens ist die bürokratische Belastung der Unternehmen abzubauen.

► Die Notenbank muss unabhängig bleiben. Ausserdem ist auf überschüssende Regulierungen zu verzichten.

Die Politik ist auch gefordert, keine Regulierungen zu erlassen, die die Standortbedingungen für die Schweizer Wirtschaft verschlechtern würden. Es gilt, die Unabhängigkeit der Notenbank unangetastet zu lassen. Die Flexibilität des Arbeitsmarktes ist zu verteidigen. Von zusätzlichen Belastungen der Unternehmen durch Steuern und Abgaben muss Abstand genommen werden. Schliesslich ist trotz der schwierigen Situation für einzelne Betriebe auf eine Industriepolitik zu verzichten.

Anstatt in grossen Aktionismus zu verfallen, ist eine langfristig ausgelegte Wachstumspolitik die einzige nachhaltige Strategie, mit der aktuellen Frankenstärke umzugehen.

Rückfragen:

rudolf.minsch@economiesuisse.ch

Impressum

economiesuisse, Verband der Schweizer Unternehmen
Hegibachstrasse 47, Postfach, CH-8032 Zürich
www.economiesuisse.ch