

Starker Franken

Was kann und was sollte getan werden?

von Michael Bernegger

September 2011

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	5
2	Wechselkurse: Die unbekannte Grösse	8
3	Das aktuelle Währungsbild – ein Weltwährungssystem mit potentieller Schuldendeflation in den Hauptwährungen – aber noch keine aktuelle Krise	10
4	Eurozone: Fehlkonstruierte Einheitswährung und falsches Konzept für die Schuldenkrise	19
	Ökonomische und politische Grundfragen für eine Einheitswährung	19
	Einschub und Kurzzusammenfassung: Staatsschulden-Krise („Sovereign debt crisis“).....	24
	Unbewältigte Finanzkrise 2008/09: Die EZB als „Bad Bank“ Europas	26
	Die Deflations-Politik der Europäischen Union gegenüber den PIIGS-Staaten.....	27
	Zusammenfassung und Schlussfolgerungen: Die Schuldenkrise in Europa	35
5	Schweiz: Fiskal- und Geldpolitik auf konträrem Kurs zum Rest der Welt	38
	Der Franken als unabhängige Währung mit speziellen Merkmalen	38
	Die Operateure im Devisenmarkt in Bezug auf den Franken – Mythen und Realität.....	42
	Eigene Beobachtungen.....	43
	Schweizerische Fiskal- und Geldpolitik: Der Schweizer Beitrag zur Frankenstärke.....	50
	<i>Binnenwirtschaftlicher Wachstumsschub durch Personenfreizügigkeit und Fiskalimpulse</i>	50
	<i>Geldpolitik: H1 2010: Die angekündigte Straffung der Geldpolitik – „ineffektive“ Devisen-marktinterventionen?</i>	51
	<i>SNB: Bilanzrisiken, angeschlagene Reputation und (un-)eingeschränkter Handlungsspielraum?</i>	55
	Zusammenfassung.....	57
6	Die Alternativen für die SNB-Politik	59
	Effekte des starken Schweizer Frankens	59
	Die geldpolitischen Alternativen für die SNB.....	61
7	Der Vorschlag für eine Neuformulierung der Geldpolitik unter Einschluss von expliziten Wechselkursuntergrenzen	64
	Die Limiten des bisherigen geldpolitischen Konzepts der SNB	65
	Das Big Picture: Sind wir in einer inflationären oder deflationären Periode?.....	67
	Schlussfolgerungen: Der Weg zu einem neuen Konzept mit Wechselkurs-Untergrenze und seine Implementierung	68

Executive Summary

Ausgangspunkt ist eine Analyse des globalen Währungssystems. Die beiden Hauptwährungen, der US-Dollar wie der Euro, sind Riesen auf tönernen Füßen. Ihre Wirtschaftsräume sind mit dem substantiellen Risiko einer Schuldendeflation im Sinne des amerikanischen Nationalökonomen Irving Fisher bedroht, einer Deflationsspirale mit Rückwirkungen resp. Interaktionen, die zu einer Verschlechterung der öffentlichen Finanzen führt, welche auch deren Solvenz gefährdet. Der Begriff der Schuldenkrise wird in diesem Sinne geklärt. Es wird zwischen der Schuldendeflation im privaten Sektor (debt deflation) und der Staatsschuldenkrise (sovereign debt crisis) unterschieden. Der Ursprung der Schuldenkrise ist in beiden Wirtschaftsräumen die Deregulierung und Liberalisierung des Finanzsektors um 1998, verbunden mit steuerlichen Veränderungen und Finanzinnovationen. Sie führten zu einem historisch präzedenzlosen Aufbau von Verschuldung im privaten Sektor, die begleitet war von einem Anstieg vor allem der Immobilienpreise. Das Platzen der Blase wurde durch die Straffung der Geldpolitik 2007/08 und die Bankenkrise im Herbst 2008 herbeigeführt. Seither ist die Wirtschaft der Vereinigten Staaten, aber auch in Irland, Portugal, Spanien oder Griechenland in einem klassischen Prozess der Schuldendeflation, mit nominell fixen Schulden und scharf fallenden Preisen des Collateral. Sie veranlasst die Banken über verschiedene Mechanismen zur Kreditbeschränkung. Auf diese Weise dämpft sie die Endnachfrage und verschlechtert die Situation der Staatsfinanzen. Die Staatsschuldenkrise ist also hauptsächlich eine Sekundärwirkung der Schuldendeflation des privaten Sektors. In Europa wurde nach dem Ausbruch der Griechenland-Krise im Mai 2010 die Orientierung der Finanzpolitik auf eine rigide Sparpolitik ausgerechnet für die Länder umgestellt, welche massive überschuldete Haushalte, Unternehmen und entsprechend exponierte Banken haben. Die Wirkung ist anders als beabsichtigt: Sie verschlechtert deren Wirtschaftslage und erhöht die Budgetdefizite, statt sie zu beseitigen. Dies hat Rückwirkungen auf den Bankensektor in den Kernländern der Eurozone, die riesige Engagements in den PICS haben. Dadurch droht sie, eine Schuldendeflation und schwere Rezession auf gesamteuropäischer Ebene auszulösen.

Deshalb die panische Diversifikation in vermeintlich sichere Häfen wie Gold oder in den Schweizer Franken, Aktiven, welche von ihrer Kapazität viel zu klein sind, um grössere Verschiebungen in der globalen Vermögensallokation aufzunehmen. Die Schweizer Wirtschaft ist heute mit der wohl schwierigsten Situation der Nachkriegszeit konfrontiert. In Europa, ihrem engsten Handelspartner, spielt sich ein zeitgenössisches Drama ab, welches das historische Projekt zum Scheitern bringen kann, zumindest dasjenige der Währungsunion.

Dabei ist die Frankenhausse bisher nicht allein oder primär eine Folge von Währungskrisen im Ausland, in den USA und in der Eurozone, sondern sie war zunächst hausgemacht. Bis jetzt gibt es nämlich noch gar keine Dollar- oder Eurokrise im Währungsbereich. Vielmehr handelte es sich bisher um eine isolierte Frankenaufwertung gegenüber allen anderen Währungen. Sie wurde hauptsächlich durch mehrere Regimewechsel in der Geldpolitik der SNB ausgelöst. Die Devisenmarkt- Interventionen wurden 2008/09 exzellent ausgeführt, und waren 2010 in Bezug auf Effizienz und Nachhaltigkeit alles andere als optimal, aber keinesfalls ineffizient. Geldpolitische Entscheide, welche Mängel des vorher durchaus erfolgreichen Konzepts der Inflationsziele offen legten, eine teilweise widersprüchliche Kommunikation und ein (im Rückblick) unglücklicher und verfehlter geldpolitischer Regimewechsel Mitte 2010 stehen am Ursprung der Frankenhausse. Mitte 2010, unmittelbar nach Ausbruch der Griechenland-Krise, kündigte die SNB an, ihre mit den Intentionen (keine übermässige Aufwertung des Frankens) zuvor durchaus erfolgreiche Devisenmarkt-Intervention einzustellen. Dabei ist zu betonen, dass Entscheide in der Geldpolitik, die unter Zeitdruck und Unsicherheit gefasst werden müssen, sich im Nachhinein als falsch oder suboptimal erweisen können.

Wer hätte im Juni 2010 fest darauf gesetzt, dass sich die Griechenland-Krise zu einem gesamteuropäischen Brand ausweiten würde, der kaum mehr unter Kontrolle zu bringen ist? Seither ist der EURCHF-Wechselkurs primär ein Spiegelbild der CDS-Spreads von Portugal, Irland und Griechenland (PIG's). Kein anderer Wechselkurs ist so stark mit dem Default-Risiko dieser Länder korreliert. Nach dem Fall unter die jahre- oder fast jahrzehntelange Untergrenze des EURCHF-Wechselkurses setzte eine Derivate-Mechanik ein, welche die Abwärtsspirale befeuerte. Diese Derivatekonstellation ist aussergewöhnlich, sie ist kennzeichnend für einen ungewöhnlich starken Trend.

Die verzögerten Wirkungen der Frankenhausse werden sich mit einem möglicherweise scharfen Konjunkturabschwung im Ausland kombinieren, so dass in der Schweiz mit einer exportinduzierten Rezession 2012/13 zu rechnen ist. Die Binnenwirtschaft wird die Konjunktur stabilisieren. Dennoch ist heute erkannt, dass der Frankenkurs weit überhöht ist. Die SNB hat sich Anfang August ausgesprochen, dem zu widerstehen, und sie hat mit der Überflutung des Geldmarktes in drei Tranchen ein erstes kraftvolles Zeichen gesetzt.

Im Rest des Diskussionspapiers werden die Möglichkeiten diskutiert, welche der SNB offen stehen, um Erfolg bei der Bekämpfung der Frankenhausse zu haben. Dabei werden einige weitverbreitete Mythen attackiert.

- Die Notenbank könne angesichts der riesigen täglich gehandelten Volumina keinen nachhaltigen Effekt auf den Wechselkurs ausüben. Komplette falsch, keine Ahnung von Devisenhandel. Um erfolgreich zu sein, muss die SNB aber die Wirkungsweise der Options-Desks im Devisenhandel richtig einschätzen und beeinflussen. Der Grossteil der Devisenmarkt-Transaktionen sind optionsinduziert, ganz anders als vor 30 Jahren.
- Devisenmarkt-Interventionen, d.h. Käufe von EURCHF, würden langfristig inflationär wirken. Falsch: Das Risiko ist dasjenige einer schweren Rezession und einer eigentlichen Deflation. Es gibt im Unterschied zu den 1970er Jahren keinen Zielkonflikt zwischen Inflation und Wechselkursstabilität.

Zum Schluss wird ein Vorschlag präsentiert, wie auf die Frankenstärke reagiert werden sollte:

- Das bisherige Konzept des Inflationsziels sollte durch eine explizite Untergrenze für den EURCHF-Wechselkurs ergänzt werden. Korrekt wäre wohl ohne irgendeinen Anspruch auf Exaktheit rund 1.40 für EURCHF gegenwärtig, ceteris paribus. Diese Untergrenze ist nicht temporär, sondern sollte diskretionär, aber nicht häufig von der SNB verändert werden können.
- Die Schwächen des Konzepts der Inflationsziele sollten beseitigt werden, nämlich die Abstützung der Inflationsprognosen auf Geldmengenaggregate und die eine falsche Scheingenauigkeit vermittelnde Inflationsprognose über einen langen Zeithorizont von 2.5 Jahren
- Auf dem Weg zu einer realistischen Untergrenze sollte die SNB mit einem Bündel von Massnahmen ihre Kontrolle über den Wechselkurs wiederherstellen.
- Dazu gehört die Konzept-Modifikation mit der systematischen Einführung einer Untergrenze, mit Devisenmarkt-Interventionen und geeignetem financial engineering, mit der Vorbereitung umfassender administrativer Massnahmen zur Kontrolle der Derivate für Notfälle.

1 Einleitung

Die Frankenhausse ist *das* Thema in der Schweizer Wirtschaft, in den Führungszirkeln genauso wie in den Medien und in Alltags-Gesprächen oder am Stammtisch. Dieser Artikel entspringt ursprünglich einem Auftrag des Schweizerischen Gewerkschaftsbundes, Substantielles über die Ursachen der gegenwärtigen Frankenhausse zusammenzufassen, und allfällige Handlungsalternativen für die Schweizerische Nationalbank oder andere Akteure der Wirtschaftspolitik aufzuzeigen. Dieser Auftrag erfolgte vor dem Hintergrund von Befürchtungen, dass die Frankenhausse ähnlich der 1970er und der 1990er Jahre gesamtwirtschaftlichen Schaden erzeugen und einen deutlichen Abbau von Beschäftigung sowie schwaches Wirtschaftswachstum und erhöhte Arbeitslosigkeit hervorrufen könnte. Bisher waren solche Anzeichen noch nicht konkret vorhanden. Unternehmerbefragungen zeigen nun aber, dass die Lage als kritisch beurteilt wird.

Der Autor hat sich in früheren Publikationen mit solchen Fragestellungen beschäftigt und später in diversen beruflichen Stationen in der Finanzindustrie zusätzliche Einsichten über die Wirkungsweise der Geldpolitik und der Wechselkurse, über den Finanzplatz Schweiz und die Schweizerische Nationalbank gewonnen, ohne sie je publizistisch verwertet zu haben. Was hier aufgeführt ist, mag deshalb als recht verschieden erscheinen gegenüber dem, was bisher in der öffentlichen Diskussion geäussert wurde. Die Limiten sind aber auch sehr klar: Es ist ein Diskussionspapier ohne wissenschaftlichen Anspruch, schnell geschrieben und ungenügend überarbeitet. Der Artikel wurde zwischen Juni und Mitte August geschrieben, er basiert auf dem bis 15. August erhältlichen Wissensstand.

Der Tenor in der öffentlichen Diskussion war bis vor kurzem: Die Schweizerische Nationalbank hat sich verzockt. Sie hat fälschlicherweise grosse Devisenmarktinterventionen in 2009 und in der ersten Jahreshälfte 2010 gemacht und steht jetzt mit dem Rücken zur Wand. Sie hat die Bilanz riesig aufgebläht und kann jetzt nicht mehr reagieren. Die Buchverluste von rund 50 Mrd. CHF sind dafür zu gross, das Eigenkapital angegriffen oder praktisch schon aufgebraucht. Die Interventionen waren entweder zu früh, d.h. erfolgten auf einem viel zu hohen Niveau von EURCHF zwischen 1.40 und über 1.50; oder sie waren überhaupt überflüssig und ineffektiv. Gegen die Macht der Devisenmärkte mit ihren riesigen Volumina und gegen fundamentale Faktoren ist selbst eine grosse Notenbank ohnmächtig. Und die ausgezeichnete Wirtschaftslage in der Schweiz kontrastiert eben mit einer fundamentalen Krise des Euroraumes, die zu grossen Umschichtungen in den Schweizer Franken führen. Dagegen ist kein Kraut (mehr) gewachsen. Je nach Interpretation hat die SNB ihr Pulver zu früh oder überhaupt überflüssigerweise verschossen. Gewisse Beobachter auch aus diesem Lager feierten geradezu die Frankenhausse als Ausdruck von guter Wirtschaftslage und Stärke der Schweiz. Dem Konsumenten kommt die Kaufkraft im Ausland zupass, und die Innovationsfähigkeit der Wirtschaft werde weiter angeregt – ein Fitnessprogramm sozusagen.

Die Schweizerische Nationalbank hatte bis vor kurzem eine andere Sichtweise.¹ Sie konnte bis auf die glänzende Kombination von anscheinend robustem Wirtschaftswachstum in 2011 und darüber hinaus – aufgrund der verfügbaren Konjunkturindikatoren - für 2012 und moderater Teuerung trotz Erdöl- und Rohwarenpriehausse verweisen. Eine auch im globalen Vergleich exzellente Wirtschaftssituation, ein guter Leistungsausweis also. Die Geldmengenindikatoren wie auch andere vorlaufende Konjunkturindikatoren zeigten keine Gefahr für die Konjunktur. Die Devisenmarktinterventionen in 2008-10 verteidigt sie explizit mit dem Hinweis auf die damals

¹ Siehe Interview von SNB-Präsident Philipp Hildebrand in der Sonntagszeitung vom 10. Juli 2011 sowie in der Presse wiedergegebene Aussagen von SNB-Vizepräsident Thomas Jordan anlässlich einer geschlossenen Veranstaltung vom 12. Juli in Zürich. Die Kommentare zu den Devisenbeständen wurden im Quartalsbericht II 2011 gemacht.

bestehenden Deflationsgefahren. Solche seien bisher nicht zu ersehen, deshalb auch keine Notwendigkeit, nun in den Devisenmarkt einzugreifen. Priorität gilt der Preisstabilität, der Wechselkurs ist untergeordnet. Sie anerkannte durchaus, dass die Frankenhausse einzelnen Sektoren – der Exportindustrie – grosses Kopfzerbrechen bereitet. Selbst hat sie sich besorgt über die Ausweitung der Krise in der Eurozone geäußert. Die Devisenverluste sind kein Problem, solange nicht realisiert. Ohnehin sind Gewinne oder Verluste auf dem SNB-Portfolio dem geldpolitischen Ziel der Preisstabilität untergeordnet. Darüber hinaus bestreitet sie, keine Munition mehr zu haben, sie könnte im Notfall einfach eine Bilanzverlängerung durchsetzen.

Beides, die Sichtweise der SNB wie die öffentliche Meinung, haben innert weniger Wochen Anfang August geändert. Ganz sicher war es die Kombination der Verschlechterung des globalen Ausblicks mit einem zusätzlichen, sehr starken Frankenauftrieb von Mitte Juli bis anfangs August, welche die Kehrtwende auslösten. Die SNB hat nun unmissverständlich kundgetan, dass sie den Franken als absurd überbewertet betrachtet, und sie hat ganz klar auf die zusätzlichen konjunkturellen und deflatorischen Risiken der Frankenaufwertung hingewiesen. Sie hat in drei Tranchen den Geldmarkt geflutet und leicht negative Zinsen am Geldmarkt erreichen können. Darüber hinaus hat sie sich vorbehalten, weitere Massnahmen zu ergreifen und nichts mehr ausgeschlossen. Die Öffentlichkeit – Exponenten von Wirtschaftsverbänden, politische Parteien, Medien – sind teilweise noch rasanter umgeschwenkt. Akademiker und Experten aller Art haben sich öffentlich für eine weitreichende Kehrtwende ausgesprochen. Im Kern zirkulieren zwei Arten von Vorschlägen, eine temporäre Anbindung an den Euro oder eine Form von Wechselkurs-Untergrenze.

In diesem Artikel wird eine ganz andere Interpretation wie auch Rezeptur für die Geldpolitik vertreten: Ausgangspunkt ist eine Analyse des globalen Währungssystems. Die beiden Hauptwährungen, der US-Dollar wie der Euro, sind Riesen auf tönernen Füßen. Ihre Wirtschaftsräume sind mit dem substantiellen Risiko einer Schuldendeflation im Sinne von Irving Fisher bedroht, einer Deflationsspirale mit verheerenden Rückwirkungen resp. Interaktionen mit einer massiven weiteren Verschlechterung der öffentlichen Finanzen, welche auch deren Solvenz gefährdet. Deshalb die panische Diversifikation in vermeintlich sichere Häfen wie Gold oder den Schweizer Franken, Aktiven, welche von ihrer Kapazität viel zu klein sind, um grössere Verschiebungen in der globalen Vermögensallokation aufzunehmen.

Die verzögerten Wirkungen der Frankenhausse werden sich mit einem möglicherweise scharfen Konjunkturabschwung im Ausland kombinieren, so dass in der Schweiz mit einer exportinduzierten Rezession 2012/13/14 zu rechnen ist. Die Binnenwirtschaft, insbesondere der Bau, wird die Konjunktur stabilisieren. Dabei ist die Frankenhausse bisher nicht oder primär eine Folge von Währungskrisen im Ausland, in den USA und in der Eurozone, sondern sie war zunächst hausgemacht. Bis jetzt gibt es nämlich noch gar keine Dollar- oder Eurokrise im Währungsbereich. Vielmehr handelte es sich bisher um eine isolierte Frankenaufwertung gegenüber allen anderen Währungen. Sie wurde hauptsächlich durch mehrere Regimewechsel in der Geldpolitik der SNB herbeigeführt. Die Devisenmarkt- Interventionen wurden 2008/09 exzellent ausgeführt, und waren 2010 in Bezug auf Effizienz und Nachhaltigkeit alles andere als optimal, aber keinesfalls ineffizient. Geldpolitische Entscheide, welche Mängel des vorher durchaus erfolgreichen Konzepts der Inflationsziele offen legten, eine teilweise widersprüchliche Kommunikation, eine nicht optimale Form der Interventionen, ein (im Rückblick) unglücklicher und verfehlter geldpolitischer Regimewechsel Mitte 2010 stehen am Ursprung der Frankenhausse.

Speziell an der Situation ist, dass effektiv die beiden grossen Weltwährungen jetzt in einen scharfen Fall übergehen könnten, weil diese Währungsräume in einen – durch die Wirtschaftspolitik verschärften - Prozess der Schuldendeflation eingetreten sind. Ohne einen fundamentalen geldpolitischen Kurswechsel wird die Frankenaufwertung nicht nur weitergehen, sondern könnte sich erheblich beschleunigen. Nachdem jahrzehntelange Wechselkurs-Untergrenzen für EURCHF

durchschlagen worden sind, geht es nicht mit etwas Devisenmarktintervention oder verbaler Kommunikation, und auch nicht mit Partialmassnahmen wie einer temporären Anbindung an den Euro oder einer kommunizierten Wechselkurs-Untergrenze. Es braucht einen expliziten geldpolitischen Regimewechsel resp. ein Restatement des geldpolitischen Konzepts der Inflationsziele. Dieses muss in geeigneter Weise auch den Wechselkurs beinhalten, idealerweise mit einer Untergrenze, die aber diskretionär von der Nationalbank geändert werden kann. Überdies sollten diese mit geeigneten Massnahmen am Devisenmarkt kombiniert werden, die im Extremfall weitreichende administrative Kapitalverkehrskontrollen im Derivatebereich für den Schweizer Franken einschliessen.

Der Artikel beginnt mit einem kurzen Überblick über den Stand der Wechselkurs-Forschung. Kurz gehalten, beklagt er immer noch gravierende Schwachstellen, weist aber auf durchaus robuste empirische Ergebnisse hin, auch und gerade für den Schweizer Franken. Darauf wird das globale Währungssystem als durchaus geschwächt und mit Warnsignalen versehen charakterisiert. Das ist das Bedrohliche: Der Schweizer Franken ist in einer Hausse wie in den 1970er Jahren, ohne dass es bisher zu einer vergleichbaren Krise des internationalen Währungssystems gekommen ist. Analysiert man dessen Dynamik, kann sich das aber rasch grundlegend ändern. In der Eurozone kommen alle ungelösten Probleme einer aus politischen Gründen eingeführten Währungsunion zusammen, ohne dass später eine Konsolidierung oder eine politische Union darauf aufgebaut worden ist. Auf die seit einem Jahr ausgebrochene Staatsschuldenkrise Griechenlands, Irlands und Portugals reagiert die EU mit einer falschen Therapie. Gegenüber den durchaus inhomogenen Mittelmeer-Ländern wird eine effektive Deflationspolitik im Stile Brünnings der frühen 1930er Jahre verfolgt. Im Effekt werden diese Volkswirtschaften ruiniert, und ihre Fähigkeit vernichtet, den Schuldendienst zu leisten. Dies wird weitreichende Rückwirkungen auf die Schuldenlast in den Kernländern der Eurozone haben. Auf eine Beruhigung der EUR-Währungskrise zu hoffen, erscheint einigermassen zwecklos, und die SNB oder die politische Schweiz würde sich in Illusionen wiegen.

Nachdem die Geldpolitik der SNB des vergangenen Jahrzehntes an jedem Massstab gemessen überaus erfolgreich war, war sie 2010 / 11 weniger erfolgreich, da hauptverantwortlich für den Frankenanstieg in den ersten 9 Monaten 2010. Ihre Aktionen werden im Detail nachgezeichnet. Zum Schluss werden die verschiedenen geldpolitischen und wirtschaftspolitischen Optionen diskutiert. Dabei wird einem spezifischen Konzept – einer weitreichenden Überholung des Inflationsziels, das systematisch ein Wechselkursziel mit definierter Untergrenze verfolgt - der Vorzug gegeben. Er schliesst einerseits an die informelle Tradition der SNB an, und ist flexibel adaptierbar. Nur wenn rasch und vor allem erfolgreich umgesetzt, ist allerdings grosser makroökonomischer Schaden, wahrscheinlich sogar eine tiefe Rezession, vermeidbar.

2 Wechselkurse: Die unbekannte Grösse

Makroökonomische und geldtheoretische Begründung

Wechselkurse sind anders als andere Makro-Grössen immer noch ein erhebliches Problem in der Geldtheorie und Makroökonomie wie auch in der Empirie. Sie sind ein Feld, bei dem die konventionellen Vorstellungen zu versagen scheinen. Wahr ist umgekehrt, dass wir in einer Welt mit grossen Währungsblöcken leben, so dass dies nicht so gravierend erscheinen mag. Der Anreiz, hier ein verbessertes Verständnis zu entwickeln, war während langer Zeit nicht mehr so gross wie in den 1970er oder in den 1980er Jahren.

Grundproblem in der Theorie

Das Kernproblem ist grundlegend gleich geblieben. Noch immer wird in weiten Teilen der Theorie der Wechselkurs aus dem Angebot und Nachfrage nach Geld (monetäre Modelle) resp. nach einem zusätzlichen Spektrum von Aktiven (portfolio balance Modelle) entwickelt. Die relative Entwicklung von Geldmenge (als exogener Grösse), und den Bestimmungsfaktoren der Geldnachfrage wie Real-Einkommen und Zinssatz bestimmen neben anderen Variablen in dieser Optik den Wechselkurs.

Der Fehler in diesen Modellen ist der gleiche wie in Bezug auf alle anderen Aspekte der Geldtheorie: Die falsche Operationalisierung, wie Geldpolitik implementiert wird. Die Geldmenge wird in der monetären Oekonomie als exogene Grösse gesetzt. In Tat und Wahrheit haben die Notenbanken die Geldpolitik schon immer über kurzfristige Zinsen implementiert, und diese sind in Tat und Wahrheit exogen. Die Geldmenge ist dann eine endogene Grösse (Notenbankgeldmenge) oder eine reduzierte Form (breite Geldmengenaggregate), welche Kreditangebot und -nachfrage, das Verhalten der Anleger simultan widerspiegelt, aber ganz sicher nicht exogen von der Notenbank gesetzt. Die Zinsen kommen in diesen Modellen über die Geldnachfrage hinein, die von Geldmarktsatz und vom realen Einkommen abhängt. Wenn der Geldmarktsatz exogen ist, dann fällt die Geldmenge als Bestimmungsfaktor des Wechselkurses weg, und die Modelle funktionieren empirisch schon deutlich besser.

Empirische Messung: Probleme mit der Operationalisierung

Es gibt empirische Wechselkursmodelle, die nicht traditionell theoriegeleitet spezifiziert sind, die recht zuverlässig funktionieren, und zwar in-sample, wie auch out-of-sample, wenn die Modell-exogenen herangezogen werden. Eine wesentliche Verbesserung der Tests hat die Einführung von Kointegrations - Error correction Modellen gebracht. Sie unterscheiden zwischen langfristigen Gleichgewicht und kurzfristiger Anpassung. Das langfristige Gleichgewicht bezieht sich typischerweise auf das Niveau des Wechselkurses, die kurzfristige Anpassung auf die Anpassung in der ersten Differenz (error correction). Ein wesentlicher Grund für die Ablehnung empirischer Wechselkursmodelle war die schwache out-of-sample Prognosequalität. Der Grund dafür ist einleuchtend. ‚News‘ beeinflusst die Modellexogenen und den Wechselkurs simultan, und damit können kaum out-of-sample Prognosen gemacht werden. Erfolgreiche Out-of sample Prognosen sind nur möglich, wenn die effektiv realisierten Modell-Exogenen herangezogen werden.

Was sind die wichtigsten Ergebnisse dieser empirischen Forschung? Hier wird summarisch die eigene Tätigkeit wie diejenige von Franz Ettlin, mit dem ich in den 1990er Jahren zusammengearbeitet habe, und der sie unvergleichlich verfeinert hat, wie schliesslich der aktuelle Forschungsstand referiert.

- Die Kaufkraftparität (PPP) gilt mit einer Elastizität von rund eins. PPP ist aber nur eine partielle Determinante des Niveaus des nominellen Wechselkurses und keinesfalls als mittel- oder langfristiger Gleichgewichtszustand zu verstehen. Es gibt mit anderen Worten keinen automatischen Mechanismus, der von selbst zur – wie auch immer definierten – Kaufkraftparität zurückführt.
- Der Nettoauslandstatus, korrekt spezifiziert, ist eine weitere wichtige Determinante des Niveaus des Wechselkurses.
- Die Zinsdifferenz, korrekt spezifiziert, ist eine zentrale Determinante des Niveaus des Wechselkurses. Für die meisten Währungspaare ist es nicht die aktuelle Zinsdifferenz am Frontend, sondern die erwartete Zinsdifferenz im Zwölf oder 24-Monats Horizont, die empirisch am besten funktioniert. In empirischen Wechselkurs-Modellen kann die Differenz bei 2-Jahres-Swapsätzen herangezogen werden.
- Ein spezifischer Wechselkurs kann von einem anderen Währungspaar abhängen, wobei die Operationalisierung wegen Simultaneitätsproblemen nicht einfach ist. Mit anderen Worten ist das globale Währungssystem wie ein System kommunizierender Röhren, wobei einige Schlüssel-Wechselkurse Effekte auf andere – abgeleitete - Wechselkurspaare ausüben.
- Es gibt andere Determinanten von Wechselkursen wie Kapitalverkehrskontrollen, regulatorische Eingriffe oder andere ähnliche Faktoren.

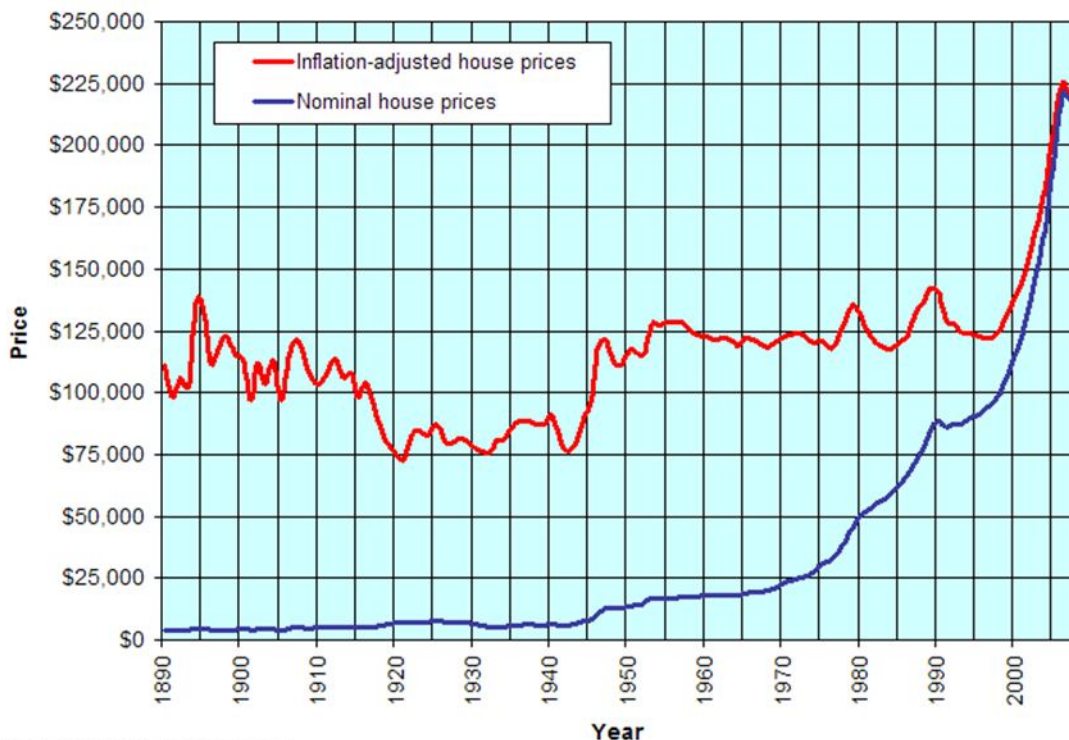
Für den EURCHF-Wechselkurs ist folgendes wichtig: In langer Frist sorgen die niedrigere Inflation als im Ausland und die anhaltenden Ertragsbilanzüberschüsse für eine Aufwertung des nominellen bzw. realen Wechselkurses des Schweizer Frankens. Die Zinsdifferenz zur DEM / zum EUR spielt eine zentrale Rolle, die Sensitivität ist sehr hoch. Die Operationalisierung ist aber komplexer als bei anderen Währungen. Dies wegen einer im Markt unterstellten Reaktionsfunktion der SNB gegenüber der Bundesbank / der EZB. Deshalb ist es nicht so einfach, mit erwarteten Zinsdifferenzen zu arbeiten, weil es eine echte Simultaneität oder zweiseitige Beziehung zwischen Wechselkurs und erwarteter Zinsdifferenz gibt. Die Zinsdifferenz bei den Dreimonats-Eurosätzen ist ebenfalls effektiv, doch die Erwartungen von zeitlich weiterreichenden Zinsänderungen müssen dann zusätzlich berücksichtigt werden. Spezifisch für den Franken sind zwei weitere Einflussfaktoren: Der USDDEM bzw. der USDEUR-Wechselkurs haben einen Einfluss auf DEMCHF resp. EURCHF. Für den Franken spezifisch ist, dass es eine Risiko-Komponente gibt, die nicht einfach zu operationalisieren ist, in bestimmten Perioden aber eine zentrale Rolle spielt.

3 Das aktuelle Währungsbild – ein Weltwährungssystem mit potentieller Schuldendeflation in den Hauptwährungen – aber noch keine aktuelle Krise

Die Frankenstärke hat zwei völlig verschiedene Aspekte. Ein Aspekt sind evident gross gewordene Schwierigkeiten des Weltwährungssystems, akzentuiert durch eine Krise der Eurozone. Sie wirkt spätestens seit Mai 2010 auf eine Ausweitung der Risikoprämie zugunsten Frankenanlagen hin. Der andere Aspekt betrifft die schweizerische Wirtschaftsentwicklung, speziell die Kombination von Finanzpolitik und geldpolitischen Massnahmen. Diese drei Elemente werden im Folgenden detailliert abgehandelt. Begonnen wird mit dem globalen Währungsbild.

Das globale Währungssystem ist in einer präzedenzlosen Situation, einer Mischung von 1930er und 1970er Jahren. Die Führungsmacht des Systems – die Vereinigten Staaten – sind seit 2008 in einer strukturellen Wirtschaftskrise. Kennzeichnend sind hochverschuldete Privathaushalte, eine schwere Krise des Immobilien- und latent des Bankensektors, welche das Nettovermögen der Privathaushalte reduziert und dadurch den Konsum als Konjunkturlokomotive lahm legt, dadurch eine hohe Arbeitslosigkeit, eine explosiv ansteigende Staatsverschuldung, und alles gekoppelt mit anhaltend hohen Ertragsbilanzdefiziten.

Abbildung 1: Immobilienpreise USA (S&P/Case Shiller United States Home Price Index)

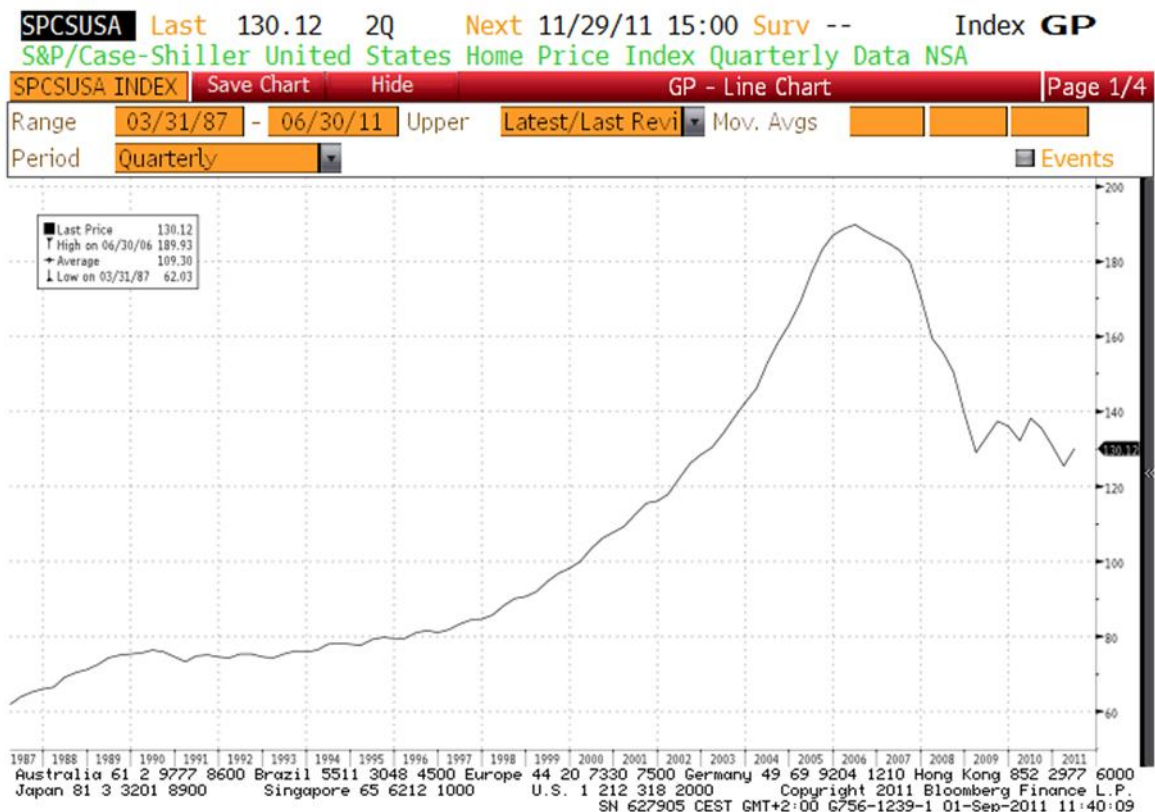


<http://housingbubble.jparsons.net>

Die Vereinigten Staaten hatten seit den frühen 1980er Jahren einen langen Wirtschaftsaufschwung, unterbrochen von kurzen, relativ milden Rezessionsphasen in den Jahren 1991 und 2001/02. Dieser Aufschwung wurde kreditfinanziert, sei es durch eine zunehmende private Verschuldung, hauptsächlich im Hypothekarbereich, sei es durch Budgetdefizite der öffentlichen Hand. Massiv erhöhte Rüstungsausgaben, tiefere Steuern, nicht allein für die obersten Einkommen, und eine Ausdehnung des Gesundheitswesens trugen zu den Budgetdefiziten vor allem der Bush-Ära bei. Die seit über 2 Jahrzehnten schon vernachlässigten Infrastrukturinvestitionen und das öffentliche Bildungswesen profitierten hingegen nicht vom Ausgabenboom. Der Konsum, der im letzten Jahrzehnt vor allem vom Anstieg der privaten Hypothekarschuld angetrieben wurde, war die primäre nachfrageseitige Wachstumslokomotive, sogar der ganzen Weltwirtschaft. Die Häuserpreise stiegen nominell wie inflationsadjustiert von 1998 bis 2006 explosionsartig an. In dieser Zeit, vor allem nach 2002, wurde der Grossteil der heute existierenden Hypotheken gesprochen oder erneuert. Die Haushalte profitierten von den fallenden Refinanzierungskosten, um in mehreren Schüben die Hypotheken an die gestiegenen Immobilienpreise anzupassen, und so viel wie möglich cash aus der Immobilienhausse herauszupressen („equity withdrawal or extraction“). Eine klassische kreditinduzierte Wachstumsphase mit Blase im Sinne von Irving Fisher.

Seit der Finanzkrise 2008 hängt das Schreckgespenst einer potentiellen Schuldendeflation über der US-Wirtschaft. Die Immobilienpreise sind eingebrochen, sind rund auf dem Niveau von 2003 zurück.

Abbildung 2: Immobilienpreise USA (S&P/Case Shiller United States Home Price Index)



28% der US-Haushalte mit Hypothekarschulden haben ein negatives Vermögen aus dem kreditfinanzierten Immobilienbesitz.² Alle vorlaufenden Indikatoren deuten darauf hin, dass die Immobilienpreise noch Jahre unter Druck sein dürften: Hohe unverkaufte Bestände an neuen und existierenden Immobilien, die vergangenen, laufenden und kommenden Zinserhöhungen auf den vor allem 2004-2007 vergebenen variablen Hypotheken („adjustable mortgage rates“), Zwangsversteigerungen aufgrund nicht mehr bedienter Hypotheken. Jeder weitere Fall der Immobilienpreise würde heftige Rückwirkungen auf die Nettoposition der Hypothekargläubiger und damit die Kreditschöpfungsfähigkeit wie die Eigenmittel der Geschäftsbanken haben, da jetzt der Grossteil der Collateral-Sicherheitsmarge weggeschmolzen ist. Der Konjunkturaufschwung seit Mitte 2009 war trotz extrem gelockerter Geldpolitik und sehr bedeutenden finanzpolitischen Impulsen schwach, beides verglichen mit dem vorangegangenen Einbruch und der historischen Erfahrung von zyklischen Aufschwüngen. Der Anstieg der Budgetdefizite und der öffentlichen Verschuldung in den Jahren 2009-11 ist vor allem rezessionsbedingt, und sekundär durch die Stimulierungsmassnahmen unter Präsident Obama verursacht.

Die vorlaufenden Indikatoren bis Ende Juli 2011 sprechen nach wie vor für einen schleppenden Konjunkturaufschwung. Doch besorgniserregend ist der Vertrauensverlust in die Führung und Fähigkeit des politischen Systems, mit der rasch ansteigenden Staatsschuld und der verfahrenen Situation im Immobilienmarkt noch zurechtzukommen. Die Auseinandersetzung um eine Anhebung der Schuldenlimite bis zum 2. August 2011, eine Massnahme, die seit den 1960er Jahren eine Routineübung war, zeigt die Blockade und Hilflosigkeit des politischen Systems. Die Finanzpolitik dürfte wohl auf Jahre hinaus blockiert sein. Es gibt weder eine Perspektive für eine langfristig glaubwürdige Konsolidierung noch für eine wirksame und nötige Nachfragestützung für die lahrende Konjunktur in der kurzen bis mittleren Frist. Nach einer kurzen Konsolidierung ist der Immobilienmarkt seit rund einem Jahr wieder unter Druck. Bei einem Rückfall in die Rezession besteht das Risiko, dass eine vorerst langsam drehende Abwärtsspirale wieder an Tempo gewinnen könnte. Das einzige noch wirksame wirtschaftspolitische Instrument – die Finanzpolitik – dürfte politisch, Überraschungen ausgeschlossen, für die vorhersehbare Zukunft ausgeschaltet sein.

Die Vereinigten Staaten nehmen keine Rücksicht mehr auf globale Ungleichgewichte, und fahren bis anhin einen sehr lockeren Kurs in ihrer Geld- und Finanzpolitik. Ein beträchtlicher Teil der Welt ist immer noch in ein Fixkurssystem oder ein *managed float* mit dem USD eingebunden, und übernimmt damit nolens volens die ultralockere Geldpolitik der Vereinigten Staaten, obschon die binnenwirtschaftlichen Voraussetzungen dort ganz anders sind. Dies trifft auf Teile von Asien, des mittleren Ostens sowie auf China zu, aber auch bis vor kurzem auf verschiedene Länder in Lateinamerika. China hat die Währung auf einem viel zu tiefen Niveau zum USD fixiert, was eine fundamentale Fehlallokation seiner Ressourcen und der weltweiten Industriekapazität zur Folge hat. China hat ähnlich Mitteleuropas Ende der 1960er / Anfang der 1970er Jahren einen durch zu tiefe Währung und durch zu niedrige Zinsen hochsubventionierten Exportsektor, viel zu hohe Investitionsquoten und einen viel zu schwachen privaten Konsum. Kehrseite ist eine zunehmende, teils importierte, Inflation mit extrem starken Nominallohnsteigerungen und eine Überhitzung, verbunden mit klaren Zeichen von Blasenbildung, im Bau- und Immobiliensektor.

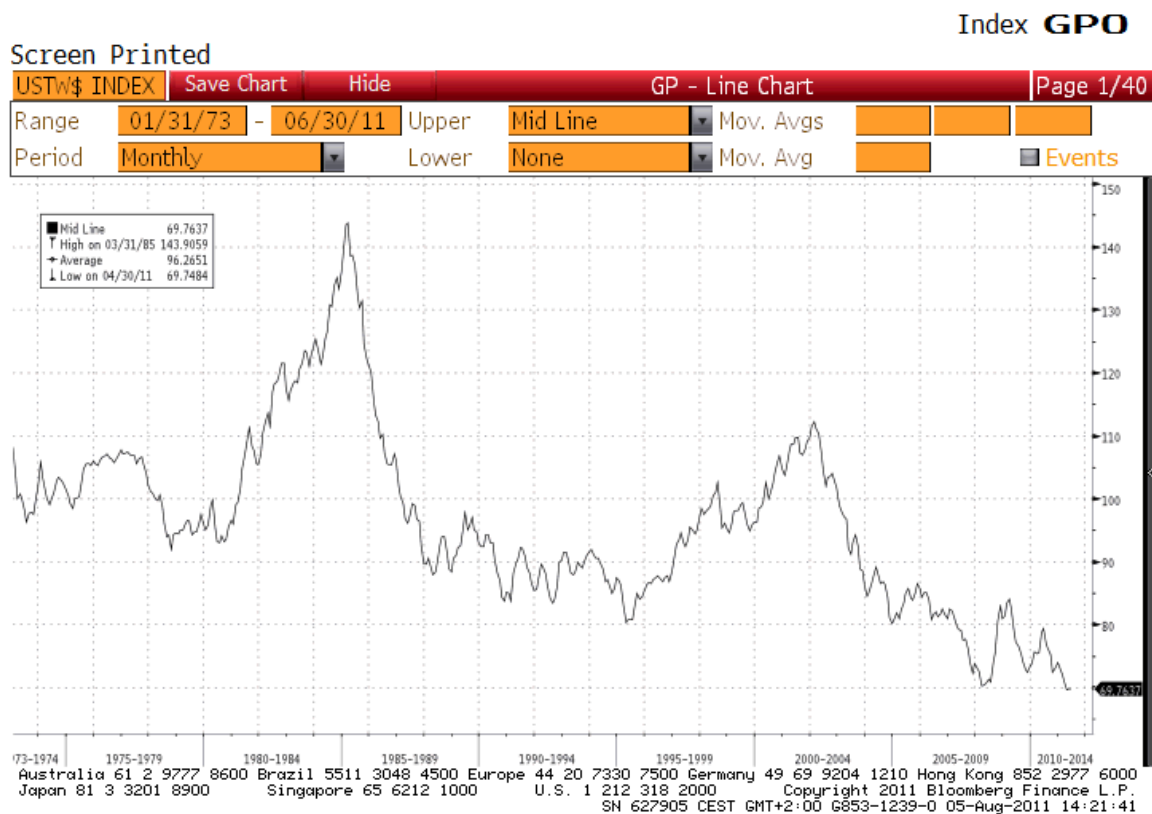
Auf eine Art erinnert die Situation zwischen den Vereinigten Staaten und China an das Ende des Goldstandards in den frühen 1930er Jahren, wie sie Kindleberger (1973) skizziert hat. Die alte Führungsmacht des Systems, Grossbritannien, konnte nach der Rückkehr zum Goldstandard und der gescheiterten Deflationspolitik in den 1920er Jahren das System nicht mehr stabilisieren, symbolisiert durch die Aufgabe des Goldstandards im Herbst 1931. Die neue aufstrebende Macht, damals die Vereinigten Staaten, wollten es zunächst nicht, sondern verfolgten einzig ihre

² Rund 30% der Immobilienbesitzer haben keine Hypothekarschulden.

Einzelinteressen. Später, mit der inländischen Bankenkrise, waren sie ebenfalls nicht mehr in der Lage dazu. Den gleichen Eindruck der Führungslosigkeit des internationalen Währungssystems macht heute das Verhalten der USA bzw. Chinas und Europas. Die Geschehnisse vor und um den 2. August könnten so interpretiert werden, dass die Vereinigten Staaten durch die Aufgabe der Finanzpolitik als Steuerungsmittel die Weltkonjunktur nicht mehr stabilisieren können, keine globale Konjunkturlokomotive mehr darstellen werden, wie dies in der gesamten Periode seit dem 2. Weltkrieg der Fall war. China mit seinem *catching-up* setzt auf eine einseitig exportgeleitete Industrialisierung, und betreibt damit nebenbei eine neomerkantilistische Wirtschaftspolitik, bei dem die Währungsreserven Mittel zur Akquisition strategischer Rohstoffquellen und politisches Druckmittel gegenüber den Vereinigten Staaten sind. Darüber hinaus ist das Finanzsystem nicht ausgebaut und sophistiziert, der Renminbi ist nicht konvertibel und damit als Reservewährung vorderhand nicht geeignet. Europa ist komplett mit sich selber beschäftigt, mit einer primär unter politischen Zielsetzungen konzipierten und heillos ausser Kontrolle geratenen Währungsunion.

Auf nomineller handelsgewichteter Basis ist der handelsgewichtete Dollar (DXY) im vergangenen Jahrzehnt stark gefallen, von rund 120 Indexpunkten 2001 auf unter 80 Indexpunkte seit 2008, wobei der Grossteil der Anpassung bereits bis 2007 erfolgte. Von einer eigentlichen Dollarkrise zu sprechen wäre aber überzogen, die Anpassung vollzog sich ordentlich und keineswegs überhastet. Zudem gab es noch keine Anzeichen für eine Abkehr vom USD als Leitwährung. Der USD ist immer noch die Handelswährung für Rohstoffe, er ist Reservewährung für Zentralbanken. Trotz der hohen öffentlichen und privaten Verschuldung gibt es bisher keine Flucht aus Treasuries, keine gewaltigen Umschichtungen hinaus aus Dollaranlagen generell.

Abbildung 3: Handelsgewichteter nomineller USD-Wechselkurs



Einschub und Kurzzusammenfassung: Schuldendeflation (Debt deflation)

Fast täglich wird der Begriff der Schuldenkrise in Medien und Artikeln zur Charakterisierung der aktuellen Situation verwendet. Dabei stecken zwei völlig unterschiedliche Konzepte dahinter, die Schuldendeflation („Debt deflation“) einerseits, die Krise der Staatsfinanzen („Sovereign debt crisis“) andererseits. Unter einer Schuldendeflation versteht man den Anstieg der realen Verschuldung durch den Fall von Preisen von Vermögensgütern, die der entsprechenden nominellen Schuld entgegensteht. Der Begriff wie eine Theorie grosser Konjunkturerinbrüche wurde vom amerikanischen Ökonomen Irving Fisher (1932, 1933) geprägt. Im Kern lösen technische Innovationen, regulatorische Neuerungen etc. in Kombination mit tiefen Zinsen eine steigende Verschuldung und eine davon getriebene Inflation der Preise bestimmter Aktiven aus, was positive gesamtwirtschaftliche Nachfrageimpulse und eine kumulative Aufwärtsdynamik ermöglicht. Die Preise steigen kreditfinanziert so stark an, dass nach einiger Zeit eine Blase entsteht. Die Blase wird durch überhöhte Bewertungen und Überexposition von Marktteilnehmern zum Platzen gebracht. Der gegenteilige Ablauf tritt nach dem Platzen der Blase ein. Zu stark exponierte Marktteilnehmer müssen verkaufen, es setzt ein Teufelskreis ein von fallenden Preisen von Vermögensgütern, steigender realer Schuld, nachlassender Gesamtnachfrage, die sich in weiter sinkenden Vermögenspreisen niederschlägt, usw.

Das Theoriegerüst der Schuldendeflation von Fisher wurde von Keynes (1932) und Tobin (1980) um das Kreditangebotsverhalten des Bankensektors erweitert, wobei sie die Sicherheitsmarge für das Pfand, damit die Preise spezifischer Vermögensgüter, und deren Effekt auf die Bankensolvvenz (Eigenmittel) betonten. Die Banken lockern ihre Kreditvergabepraxis in der Expansion aufgrund steigender Preise der Vermögensgüter, die als Sicherheiten dienen. Sie schränken sie abrupt ein, wenn die Preise von Vermögensgütern gefallen sind, die Sicherheitsmargen für das Collateral wegfallen, die verpfändeten Sicherheiten unverkäuflich und Teile ihrer Kredite eingefroren sind. Die restriktive Kreditangebotspraxis verschärft den Fall der Vermögensgüterpreise weiter. Minsky (1982) führte die Zinsen als Ursache oder Ursprung für den Schuldendeflationsprozess ein. Steigende Zinsen, oder davon ausgelöste Finanzmarktkrisen, bringen die Blase zum Platzen, und zwingen überexponierte Akteure, ihre Bestände panikartig zu verkaufen.

Es existiert eine ganze Literatur über den Schuldendeflationsprozess. Umstritten ist zunächst die Beziehung zwischen Geldpolitik und Schuldendeflation. Keynes und vor allem die Keynesianer der unmittelbaren Nachkriegszeit hatten die Geldpolitik als wenig effektiv in solchen Situationen betrachtet, weil eine Liquiditätsfalle wirksam wurde. Zusätzlich geschaffenes Geld würde aus Unsicherheit gehortet. Nur Finanzpolitik, die in solchen Situationen ins Zentrum rückte, könnte die Gesamtnachfrage stabilisieren. In ihrer monumentalen amerikanischen Geldgeschichte betonen Friedman und Schwartz (1963) zentral die Rolle der Liquidität des Bankensystems, und messen den Prozessen auf der Aktivseite der Bankbilanzen keine bedeutende Rolle zu. Weil die Fed es verpasste, den Banken in entscheidenden Phasen grosszügig Liquidität zu gewähren, kam es zu den Bank-runs des Publikums und Abzugswellen auf der Passivseite der Bankbilanzen. Viele Banken gingen Bankrott oder konnten die Kreditfähigkeit deshalb nicht aufrechterhalten. Die Monetaristen legen deshalb entscheidenden Wert auf die Verfügbarkeit von Zentralbankgeld. In ihren Modellen unterstellen sie einen stabilen oder fast mechanischen Zusammenhang von Wachstum der Basisgeldmenge und der Geldmenge (und damit implizit auch des Kreditangebotsprozesses).

Bernanke (1983) und Bernanke und Gertler (1989, 1995) bestritten diese zentralen Erkenntnisse von Friedman und Schwartz. Bernanke hob die Existenz eines separaten Kreditkanals hervor, ohne den die Tiefe und Länge der Depression der 1930er Jahre nicht erklärbar ist. Bernanke und Gertler argumentieren in einem neokeynsiansichen Modell mit Krediten, die auf collateral basieren. Insgesamt leidet die Interaktion von Geldpolitik und Schuldendeflation unter dem Fakt, dass sowohl in monetaristischen wie keynesianischen Modellen die Geldpolitik wohl nicht adäquat modelliert ist.

In den letzten Jahren wurden immer sophisticatedere formalisierte Modelle entwickelt. Sie nehmen bestimmte Formen und Effekte von collateral auf, schliessen die rechtlichen Rahmenbedingungen der Kreditvergabe ein, modellieren entsprechend das Bankverhalten und das Verhalten der Kreditschuldner. Signale, welche verändertes Bankverhalten oder Verhalten der Investoren in Aktiven, die als collateral dienen, auslösen, werden modelliert. Dabei wurden auch länderspezifische Eigenheiten berücksichtigt. Ungeklärt sind viele Aspekte, etwa zwischen Fall der Vermögenspreise und allgemeiner Preisdeflation, eine Ambivalenz, die schon bei Fisher vorhanden war.

Einige der wichtigen Zentralbankiers (Bernanke, King), welche in der Finanzkrise von oder besser seit 2008 agieren, gehören zu prominenten Analytikern des Schuldendeflationsprozesses. Die Zentralbanken legten nach 2008, dem Wissensstand entsprechend, den Akzent auf die Versorgung des Bankensystems in der Finanzkrise mit Liquidität einerseits, um Abzugspaniken zuvorzukommen, auf die Ausstattung mit Eigenmitteln bzw. die Rekapitalisierung des Bankensystems andererseits. In der laufenden Debatte vertreten sie den Standpunkt, dass durch gezielte Expansion der monetären Basis die Liquidität des Bankensektors gesichert und damit die Ausbreitung der Schuldendeflation begrenzt werden kann oder soll. Deshalb die grosse Betonung des quantitativen easings (QE).

Die Schulden-Deflation ist von der Staatsschulden-Krise separat zu behandeln, sie ist ein Phänomen des privaten Sektors. Sie erscheint aber in beiden Wirtschaftsräumen, den USA wie der Eurozone, als vorgelagert und kausal für die Staatsschuldenkrise, auch wenn strukturelle Entwicklungen der Staatsfinanzen in beiden Wirtschaftsräumen diese vorbereitet haben.

Vier Problemkreise behindern eine Stabilisierung des USD und könnten sogar für eine deutlich akzentuierte Währungskrise resp. einen beschleunigten Dollarverfall in der Zukunft sorgen:

- Auf den aktuellen Kursniveaus haben die Vereinigten Staaten keine Probleme mit der Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Europa oder gegenüber Japan, auch nicht auf Drittmärkten. Das Problem besteht gegenüber China und gegenüber anderen südostasiatischen Ländern. Solange diese Länder ihre Währung nicht aufwerten, und zwar genügend aufwerten, wird der Aufwertungsdruck auf die anderen floatenden Währungen wie den Euro (oder Franken) hoch bleiben. Eine raschere und stärkere Aufwertung Chinas könnte also entlastend wirken.
- Die Terms of Trade der Vereinigten Staaten verschlechtern sich durch den starken Rohwarenpreisanstieg, vor allem Erdöl. Die USA importieren heute einen wesentlichen Teil des Erdöls im Unterschied zu den 1970er Jahren. Steigende Öl- und Nahrungsmittelpreise führen zu Realeinkommens-Einbussen der Haushalte und schwächen den Konsum sekundär.
- Binnenkonjunktur und USD: Solange die Immobilienkrise nicht überwunden ist, sondern sich weiter ausbreitet, wird es weiteren Abwärtsdruck auf den Dollar geben. Eine Verschärfung der Immobilien- und Bankenkrise würde wohl eine massive Abwertung des Dollars zur Folge haben. Die Wirkungsweise wäre wie folgt: Zunächst diesbezügliche Erwartung, dann effektive weitere quantitative Lockerung der Geldpolitik, dann unkontrollierbares Ansteigen der Staatsschuld aufgrund der verschlechterten Wirtschaftslage, Zurückstufungen durch die Rating-Agenturen, beschleunigte Diversifikation der Reserven der Zentralbanken. Je schwächer die Inlandkonjunktur, desto mehr müsste sich der USD anpassen. Beim geringen Gewicht des Aussensektors braucht es eine sehr starke unterschiessende Reaktion der Währung, um zu einem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht zu kommen.
- Finanzpolitik und USD: Der Dollar könnte sich stabilisieren, wenn in der Finanzpolitik eine glaubwürdige Konsolidierung der Staatsschuld in der langen Frist verbunden mit einer kurzfristigen Stimulierung kombiniert werden könnte. Massive Kürzungen bei den Rüstungsausgaben, Steuererhöhungen vor allem für die hohen Einkommen, eine Reform des Steuersystems, verbunden mit dem Schliessen von Lücken, grosse Infrastrukturinvestitionsprogramme und eine tiefgreifende Reform des Gesundheitssystems mit seinen überhöhten Kosten und geringen Leistungen müssten sich ergänzen. Dies alles wird durch den Schulden-Deal vom 2. August 2011 sowie durch die blockierte politische Situation zwischen Demokraten und Republikanern verhindert. Die Konsolidierung ist klar unzureichend, umgekehrt die Finanzpolitik auf absehbare Zeit kein Instrument zur Konjunkturstabilisierung mehr. Bis 2014 wird kein nennenswerter finanzpolitischer Impuls mehr erfolgen können. Nachher aber werden starke negative diskretionäre Impulse auf die Gesamtnachfrage wirken.
- Über diesen Zeitraum hinweg werden primär die langen Zinsen als automatischer Stabilisator oder, im Fall geldpolitischer Massnahmen wie QE3 oder Verpflichtungen zur Niedrighaltung der Leitzinsen, als diskretionärer Impuls wirken. Wenn sie sinken, vor allem stark sinken, entsteht die Möglichkeit für Refinanzierung bei den langfristigen Hypotheken und für reduzierte Zinskosten. *Cash equity withdrawal* wie zwischen 2001 und 2006 wird es aber aufgrund der gesunken Immobilienpreise und des geänderten Bankenverhaltens nur in bescheidenem Ausmass mehr geben können. Für Neuhypothekenvergabe sind die Konditionen ebenfalls sehr attraktiv. Das Problem ist, dass viele potentielle Käufer nicht davon profitieren können. Zu erwähnen sei, dass diese für die Stabilisierung der USA positive Massnahme für Europa und den Rest der Welt sehr problematisch sein kann.

Konklusion

Der Dollar war bisher in einem kontrollierten Abwärtstrend. Eine Trendwende ist nicht in Sicht. Begünstigende Faktoren wären die Aufwertung des Renminbi und anderer Währungen der Überschussländer, sowie die Befestigung der Binnenkonjunktur der USA, vor allem die Stabilisierung des Immobilienmarktes, mit Potential für die Notenbank, die Zinsen wieder zu normalisieren. Auch eine glaubwürdige Finanzkonsolidierung wäre dollarpositiv. Davon sind wir Jahre entfernt, der Dollar dürfte global unter Druck bleiben. Das grösste Risiko ist nach dem Ausgang der Debatte um die Anhebung der Schuldenobergrenze ganz klar eine Verschärfung der Immobilien- und Bankenkrise und damit die Ausbreitung der Schuldendeflation. Eine solche würde die USA in eine Abwärtsspirale mit weiter steigenden Budgetdefiziten und unkontrollierbar wachsenden Staatsschulden bringen, mit dem Effekt einer Diversifikation der globalen Währungsreserven aus dem Dollar.

In Bezug auf den Euro als zweiter wichtiger globaler Währung kann keine Rede von einer generalisierten Währungskrise sein, im Gegenteil. Bis jetzt manifestiert sich die unstreitbare Krise der Eurozone in einer Spread-Ausweitung zwischen den Staatsanleihen Portugals, Irlands und Griechenlands (PIG) und Deutschland als Benchmark, oder in einer entsprechenden Ausweitung der Risikoprämien für die Kreditausfallversicherungen von PIG-Staatsanleihen, aber nicht in einer fallenden Währung. Der EURUSD hat sich seit Einführung des Euro bei rund 1.20 am 1.1. 1999 in einer Spannbreite zwischen 0.80 und 1.60 bewegt. Der EUR liegt mit über 1.40 weit über dem langfristigen Durchschnittswert von rund 1.20 und eher im obersten Viertel der Bandbreite. Der EURUSD ist indikativ für den ganzen Dollarblock, damit ist also der Euro in einer längerfristigen Perspektive relativ fest gegenüber sehr vielen Währungen. Der Euro ist auch sehr fest gegenüber dem britischen Pfund, und ungefähr im langjährigen Mittel gegenüber der Schweden- und Norwegerkrone. Unter den Hauptwährungen ist der EUR nur schwach gegen JPY, AUD, CAD und – unter den europäischen Währungen – gegenüber dem CHF. Gegenüber diesen Währungen ist der EUR regelrecht abgestürzt seit Ende 2008, wobei der Franken verzögert, d.h. erst seit anfangs 2010 richtig stark wurde.

Abbildung 4: Handelsgewichteter EUR-Wechselkurs 2001-2011



Dennoch ist es korrekt, von einer potentiellen Währungskrise zu sprechen, die sich jederzeit entzünden kann: Sowohl in den USA wie in der Eurozone ist die öffentliche Verschuldung in Rekordhöhe, die private reale Schuld in den PIGS-Ländern wächst ebenfalls weiter rasant an. In Europa betrifft der Anstieg der Staatsschuldenquote keineswegs nur die PIG-Staaten, sondern auch und gerade die Kernländer der Eurozone. Auch in Europa ist eine Schuldendeflation eine Möglichkeit, sie ist sogar aufgrund verfehlter Wirtschaftspolitik wie auch aufgrund verfehlter Regulation der Finanzmärkte imminenter als in den USA. Der folgende Teil versucht dies zu illustrieren.

Kurzzusammenfassung: PIG, PIGS, PIIGS

In der Diskussion um die Krise des Euro werden immer wieder Kürzel verwendet.

PIG: Portugal, Irland, Griechenland

PIGS: Portugal, Irland, Griechenland, Spanien

PIIGS: Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien

Diese Kürzel finden im Folgenden ebenfalls Anwendung. Es handelt sich also nicht um Weglassungen oder Irrtümer, sondern um bewusst gewählte Abkürzungen.

4 Eurozone: Fehlkonstruierte Einheitwährung und falsches Konzept für die Schuldenkrise

Die Eurokrise beherrscht die gegenwärtige politische Diskussion. Die Fakten scheinen klar, von daher eine ausführliche Behandlung an dieser Stelle müßig. Doch das Gegenteil ist der Fall. Erstaunlicherweise sind in der Diskussion einige zentrale Fakten und vor allem ihre Zusammenhänge ausgeblendet. Deshalb ist eine genaue und teilweise detaillierte Präsentation unabdingbar. Dies vor allem, wenn es darum geht, Wahrscheinlichkeiten der zukünftigen Entwicklung der Eurozone und ihre Rückkoppelung auf den Frankenkurs und auf die schweizerische Wirtschaft abzuschätzen.

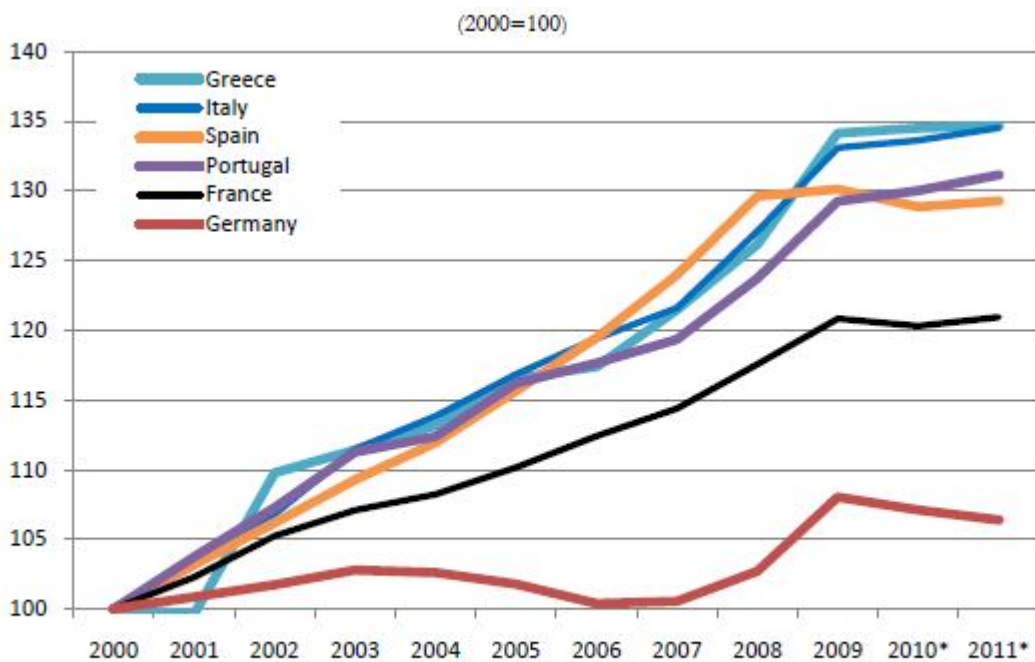
Ökonomische und politische Grundfragen für eine Einheitwährung

Am 1.1. 1999 wurde der EUR eingeführt. Es war eine Konversion des Fixkurssystems um die Achse DEM / Benelux und FFR, das sich in den Jahrzehnten zuvor herausgebildet hatte. Aus politischen Gründen wurden diese Kernländer um zahlreiche Mittelmeer-Länder ergänzt, welche die damals gesetzten Kriterien der Währungsunion nicht erfüllten. Bei der Einführung war aufgrund der langen vorangegangenen Diskussionen in Wissenschaft und Politik klar, dass Ausbauschritte und konzeptionelle Anpassungen erfolgen würden, dass aber auch Grundfragen der Währungsunion ungeklärt waren. Der Kern wurde aber damals schon weitgehend ausgeblendet: Eine Währungsunion impliziert wegen der Ungleichheit der Entwicklung eine politische Union, insbesondere wenn es sich um kein optimales Währungsgebiet handelt. Als optimales Währungsgebiet kann ein Wirtschaftsraum mit praktisch perfekter Kapital- und Arbeitskräftemobilität verstanden werden. Diesen Kriterien entsprach der nationalstaatlich organisierte, vielsprachige und kulturell verschiedene Euroraum in keiner Weise. Transferzahlungen mit dem Übertrag der Budgetsouveränität auf die Zentralbehörde müssten deshalb zwingend dazugehören. Transferzahlungen wären nötig, um Defizite bei Kapitalmobilität und Arbeitskräftemobilität sowie die unterschiedliche Produktivitätsentwicklung zu kompensieren. Doch genau hier endete die Bereitschaft vor allem Deutschlands, ein wichtiger Fakt bis heute. Die deutschen Bundesregierungen von Kohl bis Merkel wollten aus innenpolitischen Gründen auf keinen Fall eine weitere Transferunion. Was dies bedeuten konnte, hatten sie mit der Deutschen Einheit bereits vorexerziert bekommen. Der von deutscher Seite geprägte Stabilitätspakt war ein Versuch, eine Währungsunion ohne Transferzahlungen durchzupauken. Diese war auch durch die Nicht-Beistandsklausel im Maastricht-Vertrag festgelegt worden. Die Nicht-Beistandsklausel verbot Hilfeleistungen der Mitgliedländer an in Schwierigkeiten steckende Länder. Der Stabilitätspakt und die ganze auf der Nicht-Beistandsklausel beruhende Verantwortlichkeit der einzelnen Mitgliedländer hatten verschiedene Mängel in der Implementierung. Nicht zuletzt wurde dem Stabilitätspakt in den Kernländern der Eurozone selber nicht konsistent nachgelebt, etwa in den Jahren 2004/05. Strafen und Korrekturmechanismen unterblieben auch bei anhaltendem Verstoss gegen Treu und Geist des Stabilitätspaktes. De facto war dies kein Korsett, sondern eine zahnlose Absichtserklärung.

Rund 10 Jahre ging alles oberflächlich gut. Mitte / Ende der 1990er Jahre führten verschiedene Faktoren in den Mittelmeerländern nach ihrem Eintritt in die Eurozone zu einem Kreditvergabe-Boom, der die vorher bescheidene private Verschuldung innert 10 Jahren explosionsartig ansteigen liess. Dazu gehörten die Deregulierung des Bankensektors, die Liberalisierung des Bankensektors auch gegen aussen durch die Übernahme von EU-Recht, die Promotion von Finanzinnovationen wie Hypotheken, Kreditkarten und Konsumkredit für hungrige, aber nicht unbedingt solvente Schuldner, die Abschaffung nationaler Vorschriften über private Verschuldung, in Kombination mit den massiv tieferen Zinsen durch den Euro-Beitritt. Dies war der Fall in Griechenland,

Irland, Portugal und Spanien, nicht aber in Italien.³ Der Startpunkt fällt je nach Land unterschiedlich rund mit 1995-98 zusammen, ähnlich den Vereinigten Staaten. Buchhalterische und regulatorische Innovationen veranlassten Banken und Versicherer in den Kernländern der Eurozone bis 2007 zu einem hohen privaten Kapitalexport in die PIGS-Länder, was dort den Kreditvergabe-Boom anfeuerte und ein ökonomisch unhaltbares Wirtschaftswachstum stützte. Oberflächlich schwemmte also die Kapitalflut die konzeptionellen Defizite der Währungsunion einfach weg. Nur von daher ist es verständlich, dass die ursprünglich vorgesehenen konzeptionellen Umbauten an der Währungsunion unterblieben bzw. unterbleiben konnten. Die Form dieses Kapitalexports war einerseits Ankauf von Staatsanleihen, andererseits direkte Kredite vor allem an das Bankensystem sowie an Unternehmen und Private. Unhaltbar war dieser Boom im Sinne, dass der private Konsum oder die Bauinvestitionen übermäßig ausgedehnt wurden, und dass die Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder deutlich abnahm. In den PIG-Staaten wie in Italien nahmen die Nominallöhne von 1999 bis 2010 um rund 35% zu, während sie in Deutschland nur um rund 10% zulegten. Diese Fakten sind bekannt, dennoch lohnt es sich, sie kurz darzustellen:

Abbildung 5: Vergleich der Lohnstückkosten von Portugal, Italien, Griechenland, Spanien (PIGS) mit Frankreich und Deutschland 1999-2010



Source: Ameco

Ausgebrochen ist die Krise der Währungsunion aus drei miteinander verbundenen Gründen: Der Straffung der EZB-Politik 2007/08, der globalen Finanzkrise 2008/09 einerseits, der spezifischen Krise der PIGS-Staaten andererseits. Die Straffung der Geldpolitik durch die EZB liess die Hypothekensätze ansteigen, und die Kredithaltigkeit reduzierte sich. Nach dem Lehman-Konkurs waren die Banken im Generalverdacht fauler Kredite und Papiere auf den Büchern. Der Interbankenmarkt kollabierte komplett - weltweit. Der private Kapitalexport in die PIGS-Staaten brach ein. Damit waren die Banken in den PIGS-Staaten, welche die Expansion der inländischen Kredite hauptsächlich durch kurzfristige Kredite am EUR- Interbankenmarkt finanziert hatten, von zusätzlichen Finanzierungsquellen ausgeschlossen. Sie mussten die Neukreditvergabe stoppen, die

³ Georgopoulos-Papadogonas-Sfakianakis: Household debt developments and sustainability: A comparison between Greece and Spain, in: MIBES Transactions, Vol 5, Issue 1, Spring 2011, 41-57

Immobilienkrise und die Rezession setzten ein. Zusätzlich wurde auch die Finanzierung der Staatsanleihen durch den fehlenden privaten Kapitalexport reduziert.

Die PIIGS-Krise entspringt der ungleichen Entwicklung in der Währungsunion einerseits und der globalen Finanzkrise andererseits. Dennoch gibt es bedeutende Unterschiede zwischen den PIIGS-Ländern, die hier summarisch und sicherlich nicht adäquat skizziert seien:

- Griechenland hätte an jedem Masstab gemessen 2001 nie in den EUR eintreten sollen. Die Bücher waren vor dem Eintritt geschönt, und wurden bis zum offenen Ausbruch der Krise Ende 2009 weiter gefälscht. Typologisch kann Griechenland als einem Drittwelt-Land ähnlich bezeichnet werden. Trotz rapiden Wachstums nach 1999 eine strukturschwache Wirtschaft, ein aufgeblähter, äusserst ineffizienter Staatsapparat mit politisch besetztem Klientensystem, ein aufgeblähter Militärapparat, systematische Steuerhinterziehung und Kapitalflucht ins Ausland durch höhere Einkommens- und Vermögensgruppen, ein relativ kleiner und ineffizienter Exportsektor, hohe strukturelle Budgetdefizite sind die Merkmale wie in einem Entwicklungsland der 1980er oder 1990er Jahre. Der Schuldenstand war schon vor Eintritt der Krise 2007 überhöht und lag korrigiert bei fast 100% des BIP. Das relativ hohe Wirtschaftswachstum bis 2007 beruhte einerseits auf der Expansion des öffentlichen Sektors, andererseits auf einer kreditfinanzierten Expansion des privaten Konsums und der Unternehmensinvestitionen.⁴
- Portugal, Italien: Diese Länder nutzten die Chancen nicht, welche ihnen der EUR-Eintritt bescherte. Beide verzeichneten nach 1999 ein nur schwaches Wirtschaftswachstum mit chronischen Wettbewerbsfähigkeits-Problemen. Sie hatten eine hohen Stand der öffentlichen Verschuldung schon vor Ausbruch der Krise, eine lähmende staatliche Bürokratie und verknöcherte Produktmärkte- und Arbeitsmarktstrukturen. Vor allem Portugal verschlechterte seine Ertragsbilanz und öffentliche Schuldensituation schon im Aufschwung. Allen drei Ländern gemeinsam ist, dass sie trotz massiv gesunkener Zinsen, von rund 10% vor Einführung des Euro auf rund 4% nachher, keine Fiskalkonsolidierung schafften, eine schlechte Erfolgsbilanz.
- Spanien, Irland: Diese beiden Länder waren die Musterschüler im Aufschwung nach 1999. Sie verzeichneten hohe Wachstumsraten des BIP, viel höher als das Mittel der Eurozone, hatten ihr Budgetdefizit unter Kontrolle, erzielten ab 2004 sogar Überschüsse im Budget und erreichten 2007 vor Ausbruch der Krise eine sehr tiefe Staatsverschuldung von unter 40% (Spanien) resp. unter 30% (Irland) des BIP. Das Hauptproblem war der spekulative Boom im Immobiliensektor, hervorgerufen durch tiefe Zinsen und laxe Kreditvergabe des Bankensystems, und die davon ausgehende Überschuldung von Haushalten und Unternehmen.

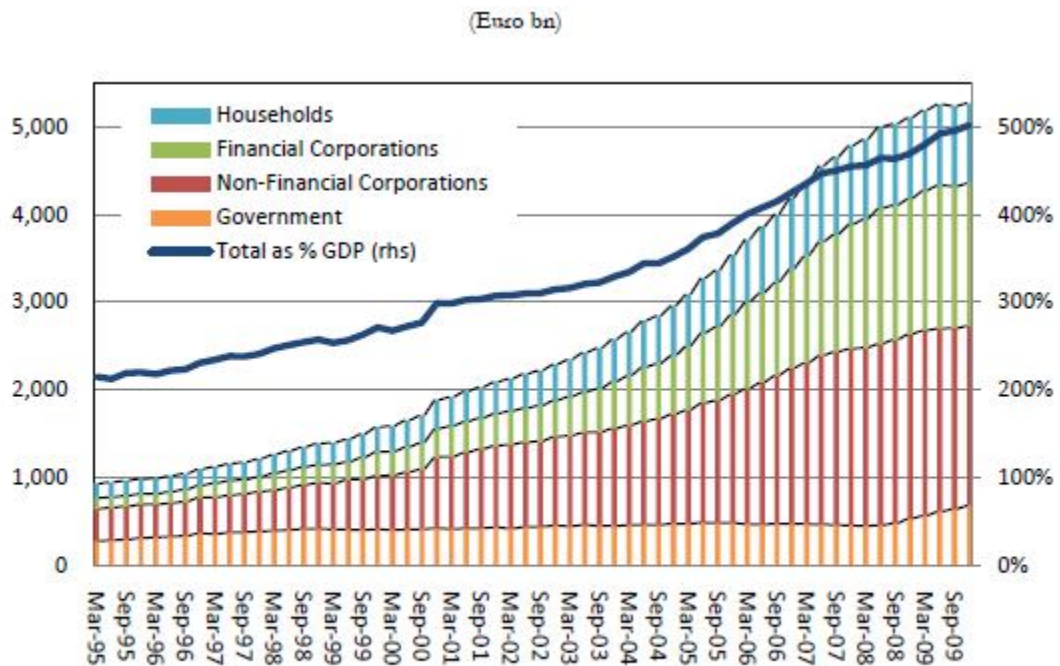
Neben diesen Charakteristiken sind andere Unterschiede feststellbar, nämlich in Bezug auf Auslandsverschuldung und auf die private Verschuldung.

- Griechenland und Portugal waren schon vor Ausbruch der Krise extrem ausland- d.h. von externer Kapitalzufuhr abhängig, beide mit Quoten von 50% und mehr. Irland ist es durch die Bankenkrise und die Verstaatlichung / Rekapitalisierung der Banken, verbunden mit riesigen Budgetdefiziten geworden. Alle drei gerieten in eine akute Liquiditätskrise des Staates, und mussten deshalb 2010 / 11 den Gang zum europäischen Rettungsschirm antreten. Spanien und Italien dagegen haben eine hohe inländische Spartätigkeit, welche die Budgetdefizite in normalen Zeiten locker finanzierte. Ihre Auslandsverschuldung des Staates ist weit weniger gewichtig.

⁴ Ersi Athanassiou (2006), Prospects of Household Borrowing in Greece and their Importance for Growth, in: CENTRE OF PLANNING AND ECONOMIC RESEARCH, No 84A

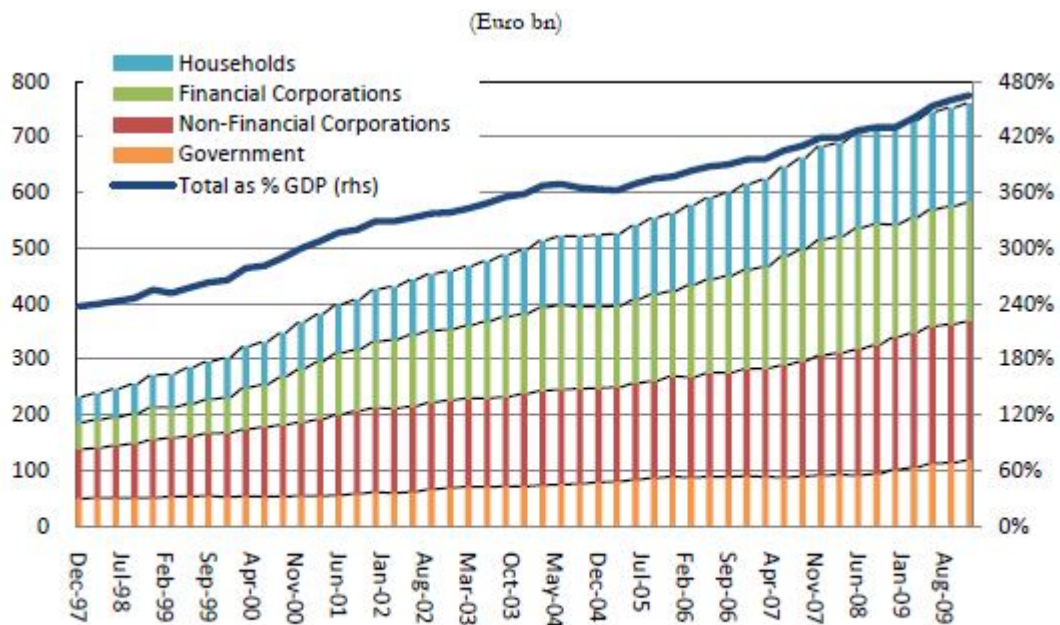
- Die interne Verschuldung ist ebenfalls sehr unterschiedlich. Drei der vier PIGS-Staaten sind heute alle durch extrem überschuldete Haushalte und Unternehmen gekennzeichnet: Portugal und Spanien haben eine kumulierte Schuldenquote des privaten Sektors von rund 240% des BIP, während Irland bei über 330% des BIP liegt. Der Grossteil davon ist Hypothekerverschuldung. Griechenland und Italien dagegen haben einen solider finanzierten Haushalt- und Unternehmenssektor, ihre Verschuldung liegt bei rund 120% des BIP (Griechenland) resp. über 130% (Italien) des BIP. Auch für Griechenland gilt aber, dass die Ausdehnung der privaten Verschuldung, vor allem der Haushalte, nach 2000 explosionsartig war, von sehr tiefen Niveaus ausgehend. Erstaunlich, dass die EU angesichts dieser Unterschiede in Struktur und Entwicklung überall gleichartig auf den Ausbruch der akuten Liquiditäts-Krise reagierte.

Abbildungen 6: Verschuldung nach Sektoren, Spanien



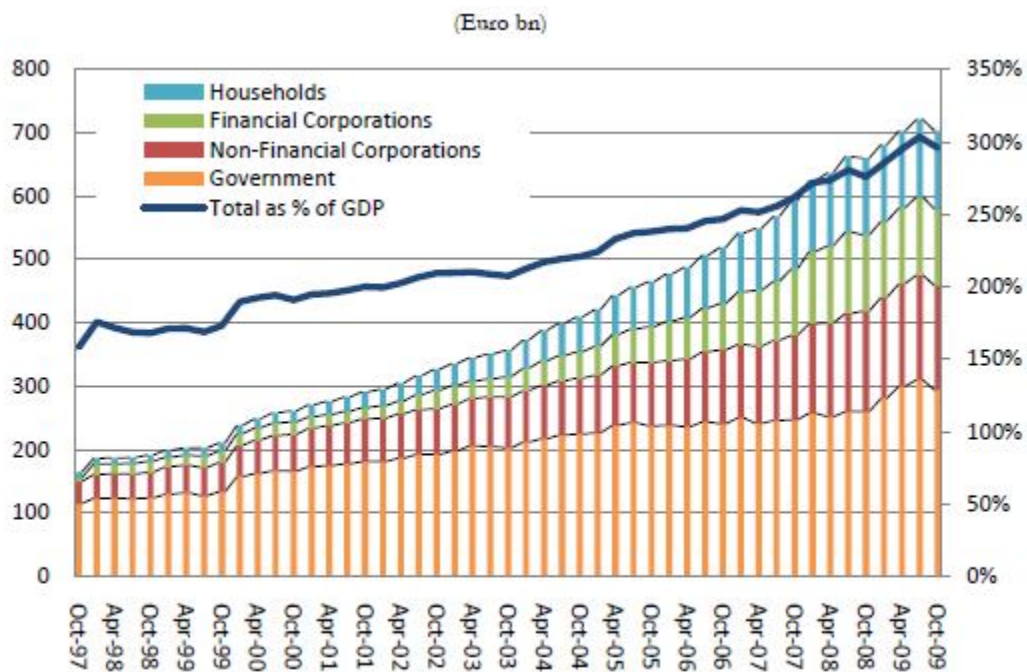
Source: Bank of Spain, authors' calculation

Abbildung 7: Verschuldung nach Sektoren, Portugal



Source: Bank of Portugal, authors' calculation

Abbildung 8: Verschuldung nach Sektoren, Griechenland



Source: Bank of Greece, QEDS, IMF, authors' calculation

Einschub und Kurzzusammenfassung: Staatsschulden-Krise („Sovereign debt crisis“)

Die wissenschaftliche Literatur über die Staatsschulden-Krise ist ungleich umfangreicher als diejenige über Schuldendeflation. Zahlungsausfälle und Umschuldungen von Staaten gehören schliesslich zur Erfahrung der letzten 30 Jahre. Viele interessante Untersuchungen sind vom IMF und ehemaligen IMF-Ökonomen gemacht worden.⁵ Der wichtigste Punkt angesichts der öffentlichen Diskussion scheint mir, dass die Fixierung auf Budget-Defizite (relativ zum BIP) und Staatsschulden-Quoten irreführend ist oder sein kann. Wir haben uns, nicht zuletzt aufgrund der Maastricht-Kriterien, unbewusst daran gewöhnt, dass ein Budget-Defizit von 3% und eine Staatsschulden-Quote bis 60% in Ordnung sind. Höhere Quoten sind alarmierend, und Staatsschulden-Quoten über 100% akut gefährlich. Dem ist nicht so. Es gibt eine viel grössere Komplexität. Ohne irgendeinen Anspruch auf Vollständigkeit seien einige Risiken charakterisiert:

- **Solvenzrisiko:** Das Solvenzrisiko (oder Schulden-Nachhaltigkeitsrisiko) wird üblicherweise beschrieben durch den Anteil der Auslandsschulden relativ zum BIP. Interne Verschuldung wird aufgrund der Steuerhoheit des Staats qualitativ als viel weniger wichtig empfunden als externe Verschuldung. Zinszahlungen bei interner Verschuldung sind Einkommensflüsse zu Inländern, bei externer Verschuldung aber eben an Ausländer. Empirisch/historisch sind Aussenschuld-Quoten von 50% und mehr mit einem hohen Risiko des nachfolgenden Defaults verbunden. Bei der Aussen- wie bei der Innenschuld ist das Währungsrisiko zusätzlich zu beachten. Eine Aussenschuld in einheimischer Währung ist weniger problematisch als in Dollars.
- **Liquiditätsrisiko:** Das Liquiditätsrisiko kann schon bei viel geringeren Schuldenquoten auftauchen, es bezieht sich auf das Verhältnis zwischen kurzfristiger Verschuldung relativ zu den Reserven des Landes. Empirisch werden Quoten über 130% als gefährlich für einen nachfolgenden Zahlungsausfall angesehen.
- **Makro-Wechselkursrisiko:** Die Gefahr eines Zahlungsausfalls ist besonders hoch, wenn sich strukturell und zyklisch schwache gesamtwirtschaftliche Wachstumsraten mit einem relativ rigiden fixen Währungsregime verbinden.

Für die Lösung von akuten Staatsschulden-Krisen werden üblicherweise wirtschaftspolitische Instrumente und Rezepturen angewendet, welche genau auf die Kombination dieser Risikofaktoren abgestimmt sind. Dies ist, nach einer langen Reihe von Irrtümern und Erfahrungen, typischerweise die Fähigkeit des IMF. Dabei ist die Kernkompetenz des IMF die kurzfristige Zahlungsbilanz- und Staatsschulden-Sanierung. Die IMF-Rezepte sind viel weniger geeignet und bis heute nicht darauf ausgerichtet, sich mit langfristigen Wachstumsproblemen auseinanderzusetzen.

Eine zusätzliche Schwäche der Erfahrungen und Literatur über Staatsschulden-Krisen besteht darin, dass sich die Empirie wie die wirtschaftspolitischen Rezepte hauptsächlich auf Länder beziehen, die wir als Entwicklungs-Länder oder als Schwellenländer bezeichnen würden. Das lässt sie in mehrerer Hinsicht als ungeeignet erscheinen, mit den heutigen Problemen der USA oder Europas zu Rande zu kommen. Die innere Verschuldung ist nicht so harmlos wie in der Literatur häufig angenommen.

- Das Kernproblem in den Vereinigten Staaten und in Teilen Europas ist die teils seit Jahrzehnten, akzeleriert nach 1998 angestiegene private Verschuldung, welche die öffentliche

⁵ Paolo Manasse, Nouriel Roubini: "Rules of thumb" for sovereign debt crises, 2005-2042, International Monetary Fund. Fiscal Affairs Dept

bei weitem übersteigt, und die in einem laufenden Prozess der Schuldendeflation über vielfältige und verschiedene Mechanismen der primäre Treiber der öffentlichen Verschuldung ist oder potentiell sein kann. Die Rezepte zur erfolgreichen Stabilisierung in einem Entwicklungsland können in einem Umfeld wie den Vereinigten Staaten oder in Europa bestenfalls unangemessen und kontraproduktiv sein, schlimmstenfalls als extreme Verstärkermechanismen der Schuldendeflation wirken.

- Für die Solvenz oder Nachhaltigkeit der Verschuldung ist wichtig, ob die vorangegangene Schuldenaufnahme vor allem für Investitionen in die Infrastruktur, in den Kapitalstock, eine Energieversorgung, ins öffentliche Bildungswesen, in ein funktionierendes Rechts- und Justizsystem und in eine effiziente Verwaltung erfolgte, oder ob die Verschuldung primär für den Konsum verwendet wurde. Die absolute Höhe der Verschuldungsquoten ist nicht irrelevant, aber nur in einem Gesamtkontext mit anderen Kennziffern zu interpretieren.
- Die Staatsschulden in den USA und in Europa gemäss IMF-Statistik sind zu eng definiert. Sie schliessen den Barwert der Verbindlichkeiten staatlicher Sozialversicherungs-Systeme wie Altersvorsorge oder staatlichem Gesundheitssystem nicht oder nicht adäquat ein. Auch andere Eventualverpflichtungen wie für die Sanierung des Finanzsektors oder die Beseitigung von Umweltschäden sind nicht korrekt erfasst.
- Der wichtigste Faktor für den Erfolg im Umgang mit der Staatsschuldenkrise aber ist der politische Konsens und die Fähigkeit, im politischen Prozess zweckorientierte Lösungen zu finden, damit die Verschuldung nachhaltig bewältigt werden kann.

Unbewältigte Finanzkrise 2008/09: Die EZB als „Bad Bank“ Europas

Auf die Finanzkrise hat die EU unter Führung von Grossbritannien, Deutschland und Frankreich im Herbst 2008 zunächst richtig reagiert. Für die Kundengelder des gesamten Bankensystems wurden staatliche Garantien abgegeben, damit einem Bank-run des Publikums zuvorgekommen und eine Normalisierung des Interbankenmarktes erreicht. Mit öffentlichen Mitteln wurden bankrotte oder unterkapitalisierte Banken rekapitalisiert, „Bad Banks“ wurden in einzelnen Ländern gegründet, welche den Banken zweifelhafte Papiere abnehmen und diese ohne Zeitdruck bewerten sollten. Diese Strategie war in sich konsistent und absolut richtig.

Die Bewältigung der Finanzkrise führte zu einem steilen Anstieg der Staatsverschuldung. Was zusätzlich vermerkt werden muss, sind die Eventualverpflichtungen aus den erteilten Garantien. Der Ansatz vom Herbst 2008, mit Garantien akut aufflackernde Probleme zu löschen, war für die Regierungen verlockend. Nun lösen aber nicht alle neu erteilten Garantien die Probleme, wie dies noch im Herbst 2008 der Fall gewesen war. Sie können auch eine lange Reihe von später anfallenden Zahlungen und Bilanzberichtigungen in den Staatskassen auslösen.

Um die Implikationen der Staatsschuldenkrise zu verstehen, ist auch das Ausmass fauler Kredite und die Form ihrer Bewältigung wichtig. In Europa gab es im Boom seit 1998 wie in den USA einen Kreditboom, vor allem im Hypothekarbereich. Speziell war, dass dieser Boom nicht durch Kundengelder, sondern durch kurzfristige Interbankgelder finanziert war. In der Finanzkrise trocknete der Interbankenmarkt völlig aus, und die Bankbilanzen mussten durch kurzfristigen Kredit hauptsächlich bei der EZB gestützt werden.

Im Boom, aber auch als Folge der Krise, wurden deshalb Hypothekenportfolios auch mit Hilfe strukturierter Produkte, analog den verbrieften Collateralized Debt Obligations (CDO's) in den USA kreiert. Solche Asset oder Mortgage backed securities (ABS / MBS) wurden von den Banken kreiert, um die Hypothekarkreditexpansion zu finanzieren, und dann bei Endinvestoren verkauft. Zu den Käufern gehörten zunächst andere Banken (wie auch Versicherungen oder Pensionskassen), die diese mit gutem Rating versehenen Obligationen ins Investment-Book legten. Nach Ausbruch der Krise wurden zusätzlich Hypotheken verbrieft, um die Bankbilanz zu entlasten. Seit der Finanzkrise sind die EZB sowie nationale Bad Banks hauptsächliche Abnehmer dieser Produkte. In der Finanzkrise wurde nämlich der wegweisende Entscheid gefällt, dass auch ABS-Papiere bei der EZB als Hinterlage für kurzfristige EZB-Kredite akzeptiert sind. Seit Ausbruch der Finanzkrise sind viele Banken nicht mehr „interbankfähig“, wie auch nicht mehr fähig, kurzfristige Kundengelder zur Finanzierung ihrer Ausleihungen anzuziehen. Sie müssen sich die Finanzierung und Liquidität durch Einreichen von Wertpapieren bei der EZB verschaffen. So hat diese als Sicherheit rund 480 Mrd. EUR an ABS-Papieren akzeptiert, zusätzlich rund 360 Mrd an „nicht marktfähigen Papieren“, im wesentlichen Schuldscheindarlehen und andere nicht handelbare Kreditforderungen. Darüber hinaus hat sie natürlich in grossem Umfang Staatsanleihen der PIG-Staaten gekauft und als Sicherheiten für Kredite an den Bankensektor akzeptiert.

Das problematische daran ist die für eine Zentralbank ungewöhnliche Form des Kredit-Risikomanagements. Die EZB setzt die Haircuts für die Belehnung der Wertpapiere nicht selber fest, sondern stützt sich dabei auf die Expertise und den Prozess der betroffenen nationalen Zentralbanken. Nun ist es so, dass diese in der Finanzkrise 2008/09 durchaus richtig grosszügig belehnt haben. Sie akzeptierten ein sehr weites Spektrum auch illiquider Papiere wie ABS oder andere nicht marktfähige Sicherheiten. Die Haircuts für griechische Bonds, für ABS-Papiere und für Schuldscheindarlehen sind minimal und nicht wesentlich von den Haircuts für deutsche Bundesanleihen verschieden. Aus geldpolitischer Sicht erschien dies nicht problematisch, solange die Banken nicht konkursbedroht waren, oder die belehnten Wertpapiere keinen Credit-event haben. Diese ganze Praxis der EZB setzt voraus, dass sowohl die eingereichten Wertpapiere wie auch die belehnten Banken Liquiditäts-, aber keine Solvenzprobleme haben.

Das Risiko ist aber genau dies, dass de facto sowohl die PIG-Staaten wie auch die Banken, welche ABS-Papiere und andere nicht-marktfähige Papiere eingeliefert haben, effektiv insolvent werden und nicht mehr nur Liquiditätsprobleme haben. Auch die EZB ist potentiell eine „Bad Bank“ geworden, in ihrer gewaltig aufgeblähten Bilanz finden sich erhebliche Positionen, die als toxisch und je nach Ausgang der Eurozone-Krise als verloren gewertet werden müssen. Dabei handelt es sich um beeindruckende Dimensionen: Insgesamt hat die EZB gegenüber Griechenland, Irland, Portugal und Spanien Hunderte von Milliarden EUR Staatsanleihen auf ihren Büchern, daneben hunderte von Milliarden Kredite an Banken in diesen Ländern, die durch ABS-Papiere und nicht marktfähige Papiere gedeckt sind. Für die EZB besteht effektiv das Risiko, dass sie insolvent werden resp. rekapitalisiert werden müsste. Ihre Eigenmittel sind 82 Mrd. EUR. Falls die PIGS-Länder bankrottgehen würden, kämen Hunderte von Milliarden Abschreiber auf den Aktiven der EZB hinzu, und sie müsste von den Notenbanken der Teilnehmerländer anteilmässig rekapitalisiert werden. Deshalb ist es so wichtig, die Logik der EU gegenüber den PIGS-Ländern zu verstehen.

Die Deflations-Politik der Europäischen Union gegenüber den PIIGS-Staaten

Die Grundzüge und die Strategie der von der EU eingeschlagenen Politik gegenüber den PIG-Staaten erscheinen klar. Sie sind auf 3 Elemente ausgerichtet. A) Keine Transferzahlungen B) Bei den Schwierigkeiten handelt es sich um temporäre Liquiditäts-, aber nicht um fundamentale Solvenzprobleme. C) Es gilt Zeit zu gewinnen, um die Zahlungsfähigkeit der PIG-Staaten einerseits wiederherzustellen und andererseits die Banken in den PIG-Staaten wie in Kerneuropa für allfällige Abschreiber zu wappnen. Der von diesem Geist geleitete Approach lässt sich folgendermassen zusammenfassen:

- Scharfe Austeritätspolitik auf die nächsten 2-3 Jahre hinaus in den PIG-Ländern als Kondition für die Überbrückungskredite. In tiefe Rezessionen mit explosionsartig angestiegenen Arbeitslosenquoten (zwischen 12.5% in Portugal und 16% in Griechenland) weitere restriktive fiskalische Impulse in der Höhe von kumuliert 5-10% des BIP. Sie zielen gleichzeitig auf die Reduktion der Budgetdefizite und die Senkung der Lohnkosten, vor allem im öffentlichen Sektor, als Hebel zur Senkung der Lohnkosten im Privatsektor. Damit werden einerseits automatische Stabilisatoren der Finanzpolitik ausgeschaltet, andererseits zusätzliche restriktive finanzpolitische Impulse gesetzt. Auf jede Abweichung von den kurzfristigen Budgetprojektionen müssen die Schuldnerländer den zusätzlichen Fehlbetrag durch zusätzliche Budgetmassnahmen kompensieren. Der gleiche Ansatz wird auch Spanien, Italien und anderen Ländern mit Finanzproblemen nahegelegt, wobei in Spanien bereits eine Arbeitslosigkeit von über 20% erreicht ist.
- Für die Kredite sind zwei neue Fazilitäten geschaffen worden, der Europäische Rettungsschirm 2010, dotiert mit 750 Mrd. EUR, und der Europäische Rettungsfonds, dotiert mit total 700 Mrd. EUR ab 2013, wobei nur 200 Mrd. EUR stufenweise einbezahlt und der Rest garantiert werden. Die Details sind kompliziert, im Kern läuft alles aber darauf hinaus, durch hohe Garantien die Risikoprämien für die PIG-Länder zu senken, ohne dass die Geberländer effektiv zur Kasse gebeten werden.⁶
- Kein Austritt aus der Währungsunion, keine Abwertung, keine Umschuldung, die in ein Kredit-Event mündet, keine Konjunktur- oder Infrastrukturprogramme, um die Wettbewerbsfähigkeit der PIG-Länder zu fördern. Mit anderen Worten wird die dritte Risiko-Komponente für ei-

⁶ Der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM, umgangssprachlich auch Euro-Rettungsschirm) wurde im Mai 2010 beschlossen. Er sieht Kreditgarantien von insgesamt 750 Mrd. EUR vor. 60 Mrd EUR werden aus dem EU-Haushalt bereitgestellt. 440 Mrd. aus der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF), einer Zweckgesellschaft, die Kapitalanleihen ausgibt, für die alle Mitgliedstaaten der Eurozone gemeinschaftlich haften. Schliesslich kommen 250 Mrd. EUR IMF-Kredite hinzu.

nen Staatsbankrott, die Kombination von schwachem Makrotrend bei fixem Währungsregime völlig ausgeblendet.

- Dieser strenge Austeritätsapproach kombiniert sich mit einer Schuldendeflation, einer latenten oder offenen Bankenkrise in diesen vier PIGS-Ländern, welche neue Kreditvergabe in unterschiedlichem Ausmass erschwert: In allen vier Ländern gibt es einen Bankensektor, der durch das Platzen von Immobilienblasen und durch die scharfe Rezession seit 2008 angeschlagen ist. Der Fall der Immobilienpreise bedeutet für viele Hypothekarschuldner negatives Eigenkapital aus der Verschuldung. Die Banken sind deshalb sehr zurückhaltend mit neuer Kreditvergabe, schätzen die Immobilien zur Belehnung sehr tief ein, verschärfen die Tragbarkeitskriterien etc. Darüber hinaus gibt es auch von der Kapitalausstattung der Banken her keine Kreditkapazität mehr. In diesen vier Ländern, deren Wirtschaftswachstum bis 2007 vor allem auf Kreditvergabe-Boom beruhte, gibt es einen veritablen *Credit crunch*, eine Kreditangebotseinschränkung. In Griechenland wie in Irland gab es erste Anzeichen von Bankpaniken, in Griechenland mit einem Abfluss von Kundengeldern von 13% in H1 2011.
- Die Kombination der sukzessive verschärften Sparpolitik mit dem *Credit-Crunch* durch die Immobilien- und Bankenkrise wirkt sich entgegen den Intentionen aus. Die Schuldendeflation im Sinne von Irving Fisher breitet sich so rasch aus: Die Hypothekarschuld ist nominell, und die Preise von Immobilien kontrahieren sich weiter, d.h. die reale oder preisbereinigte Verschuldung der Haushalte und Unternehmen mit Hypothekarschulden steigt rasch an. Die ersten 10-25% Preisfall nach dem Platzen der Blase werden durch die Belehnungspraxis noch abgedeckt. Jeder weitere Fall der Immobilienpreise führt zu massiv erhöhter Quote von negativem Eigenkapital für die meisten Hypothekarschuldner und damit zu weiteren Rückstellungen, Abschreibungen und Eigenkapital-Vernichtung bei den Banken. Der öffentliche Sektor muss weitere Löcher im Bankensystem stopfen, weil einzelne Banken unterkapitalisiert oder effektiv insolvent werden, d.h. die Staatsverschuldung steigt nicht trotz, sondern wegen der Sparpolitik weiter. Diese Interaktion zwischen Austeritätspolitik und Schulden-Deflation bei einem hochverschuldeten privaten Sektor ist in der wissenschaftlichen wie in der öffentlichen Debatte zu wenig beachtet worden. Die private und die öffentliche Nachfrage kontrahieren sich simultan und gegenseitig. Unter diesen Umständen sind Budgetplanungen obsolet, immer neue und immer grössere Löcher werden sich öffnen, eine eigentliche und immer schneller drehende Abwärtsspirale ist im Gang. In den vier PIGS-Ländern ist eine klassische, durch die aufgezwungene Finanzpolitik der EU verstärkte Schuldendeflation im Gang, die ohne eine Kehrtwende mit der Zahlungsunfähigkeit dieser Staaten und weiter Teile des privaten Sektors enden könnte.

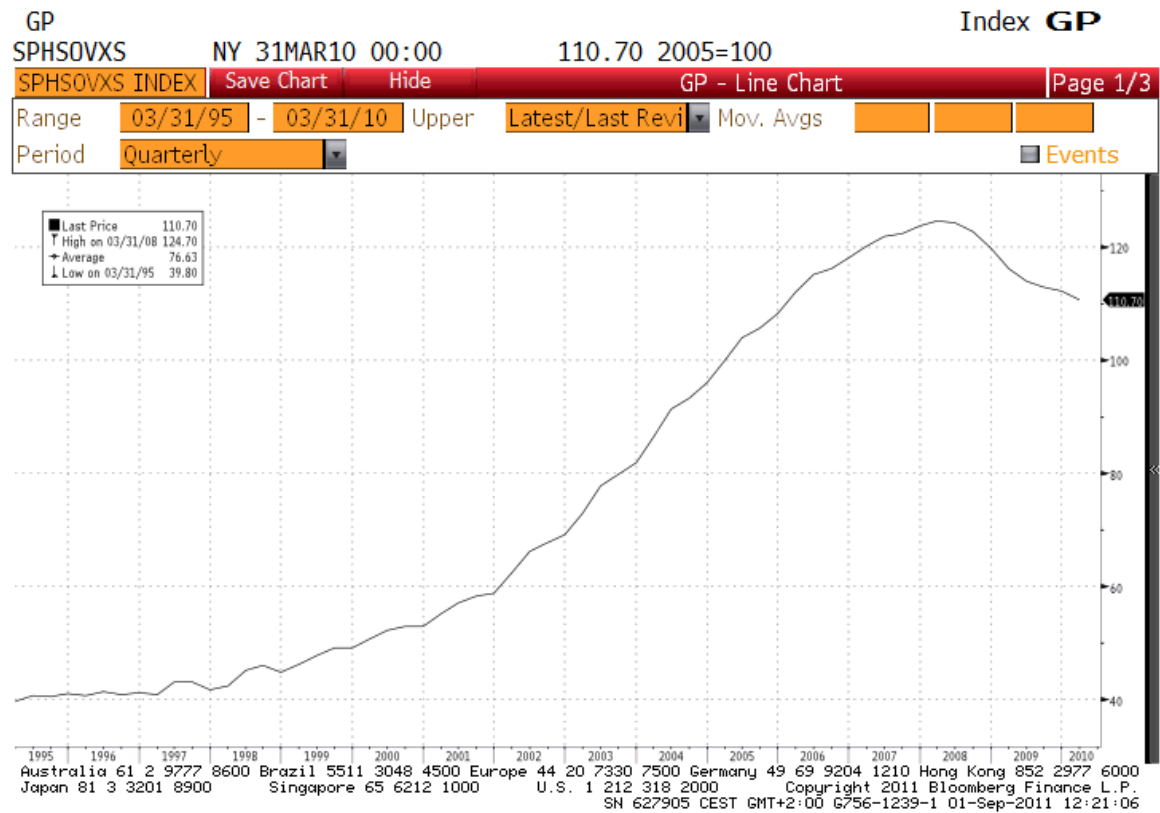
Denn das sind nicht die einzigen Ursachen oder Verstärkermechanismen des scharfen Abschwungs: Hinzu kommen weitere mächtige Makroschocks, die allein schon für eine kräftige Kontraktion besorgt wären. Auch diese sind in der öffentlichen Diskussion kaum je erwähnt:

- Negativer Terms of Trade Schock: Die PIIG-Staaten zeichnet eine sehr starke Abhängigkeit von Erdölimporten aus, abgesehen von Zypern und Malta sind es die Länder mit der mit Abstand höchsten Erdölabhängigkeit der Energieversorgung in Europa. Die Hausse der Erdölpreise erfasst nicht nur die Benzin- und Heizöl-, sondern auch die Elektrizitätspreise und schmälert die real verfügbaren Einkommen von Privathaushalten zusätzlich, verteuert auch die Kosten der Industrie. Eine Ausnahme bildet hier teilweise Spanien, das sehr viel in nachhaltige Energietechnologie wie Windkraft investiert hat.
- Im Fall von Irland eine scharfe Aufwertung der handelsgewichteten Währung 2008 ff: Irland hatte 1999 den Euro-Beitritt vollzogen in der Erwartung, dass sein mit Abstand wichtigster Handelspartner UK ebenfalls bald in den Euro einträte – was nie geschah. In den ersten Jahren der Euroschwäche profitierte Irland so von einer schwachen Währung. Seit 2007 ist das

Pfund gegenüber dem Euro regelrecht eingebrochen, hat sich um über 30% abgewertet. Das UK ist mit fast 60% Exportanteil der mit Abstand wichtigste Handelspartner Irlands. Dieses Argument wird durch die gegenwärtige zyklische Exportstärke Irlands scheinbar entkräftet. Dem ist aber nicht so: Irland hat Agrarexporte, die von der Rohwarenhause profitiert haben, und hat einen Industriesektor, der neben Deutschland relativ zum BIP der grösste in Europa ist. Er profitiert von tiefen Steuern und von der Strukturverschiebung des Angebots vom Inlandmarkt in den Export. Sobald die Nachfrage weltweit zurückgeht und die auch in Irland verzögerte Wirkung des Wechselkurses voll durchschlägt, wird Irland bei den Exporten besonders betroffen werden.

- Die Straffung der Geldpolitik durch die EZB wirkt sich in steigenden realen Zinssätzen für die Schuldner aus: Spanien wie Irland haben ein System, bei dem die Hypothekensätze variabel und direkt an die Liborsätze gekoppelt sind, üblicherweise an den 1-Jahres Liborsatz. Diese sind in Erwartung weiterer Zinsschritte der EZB seit Sommer 2010 um rund einen vollen Prozentpunkt gestiegen, also mehr als die EZB-Leitsätze. Darüber hinaus sind die Risikoaufschläge, welche die Banken anwenden, durch den Fall der Immobilienpreise teilweise erheblich nach oben angepasst worden, was vor allem Neuhypothesen massiv verteuert. Insgesamt sind die durchschnittlichen Hypothekensätze dadurch von ihren ausserordentlich tiefen Niveaus 2009/10 wieder auf die Normalniveaus wie 2005/06 angestiegen, was bei dem enormen Stress im Immobilienmarkt zusätzlich restriktiv wirkt. Um es quantitativ auszudrücken: Eine Erhöhung des durchschnittlichen Hypothekensatzes von 2.5% auf 4% entspricht einer Steigerung von über 50%, dies bei einer enormen Hypothekarlast, fallenden Immobilienpreisen, extrem fallenden Realeinkommen der Haushalte. Die Nominaleinkommen per Beschäftigten stagnieren, die Inflation beträgt 3.5%, und der gewaltige Anstieg der Arbeitslosigkeit resp. der Rückgang der Beschäftigung drückt auf die Realeinkommen. Für Neuhypothesen gelangen Kreditsätze zwischen 4-6% zur Anwendung, und ein erheblicher Teil potentieller Käufer erhält aufgrund der Tragbarkeitskriterien überhaupt keinen Kredit.

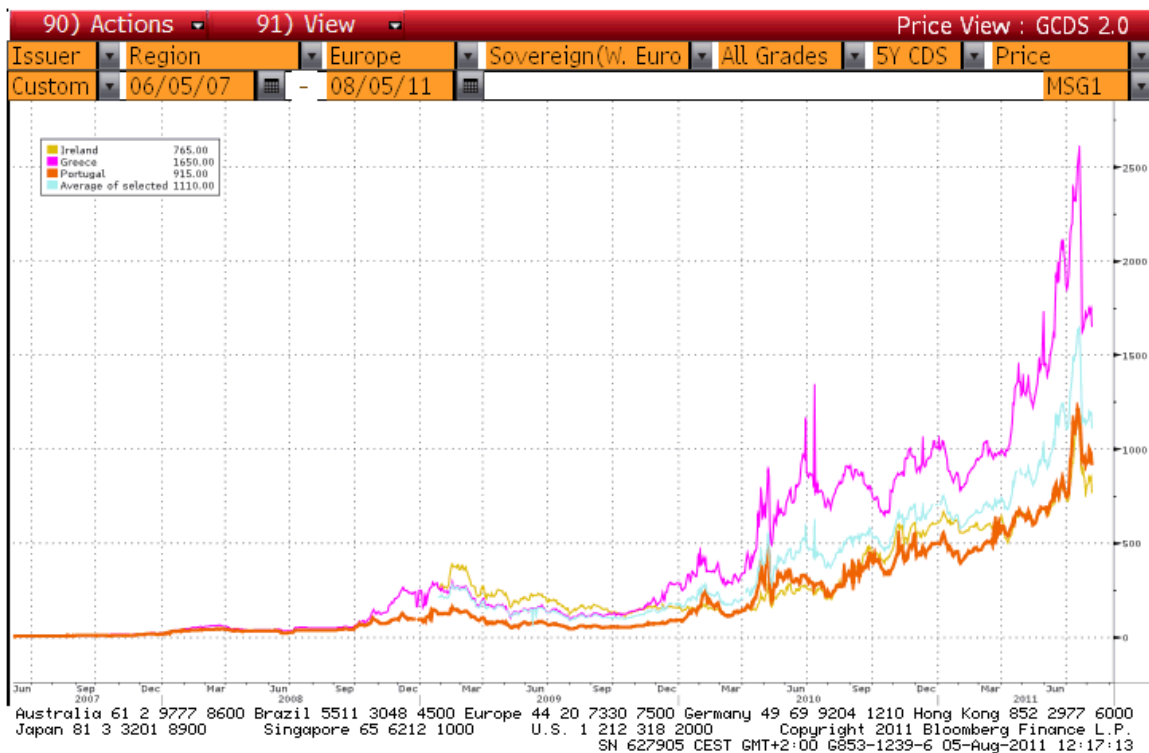
Abbildung 9: Immobilienpreise Spanien



Dabei wäre deren Situation im Ausgangspunkt verschieden: Spanien hat heute 21% Arbeitslose gegenüber rund 7% im zyklischen Höhepunkt 2007, mit einer Arbeitslosenversicherung, deren Leistungen auf eine derartige Rezession nicht eingerichtet sind. Ein Verstärker der Schuldendeflation ist das System der Hypothekarverschuldung. Bei einer Zahlungsunfähigkeit des Kreditnehmers geht dieser nicht nur der Immobilie als Collateral verlustig. Wie in vielen europäischen Ländern werden bei anschließenden Zwangsverkäufen oder der Übernahme auf das Bankbuch weitere Zahlungen fällig, um die Differenz zum Nominalwert der Hypothek zu begleichen. Es können weitere Aktiven des Kreditnehmers herangezogen werden, und es werden ihm die zukünftigen Einkommen etwa durch Lohnzession beschlagnahmt. Die vorübergehende Zahlungsunfähigkeit für das Wohneigentum aufgrund etwa von Arbeitslosigkeit kann dadurch in lebenslange Armut umschlagen. Dieses System führt, da erhebliche Teile der Gesellschaft potentiell von einer solchen Situation betroffen sind, zu einem von extremer Vorsicht geprägten Konsumverhalten der Haushalte – und verstärkt so die deflationäre Spirale. Mit einer Staatsverschuldung von rund 60% Ende 2010 steht Spanien relativ gut da, hätte durchaus Spielraum wie auch dringende Notwendigkeit für antizyklische Finanzpolitik. Stattdessen auferlegen die EU und die EZB - Bedingung für die Staatsanleihenkäufe der EZB im August 2011 - in einer solchen Situation eine massiv verschärfte Sparpolitik, die nur mit einem Ausgang enden kann: Einer weiteren Rezession, dadurch bedingt ein weiterer Fall der Immobilienpreise, insolvente Hypothekarschuldner und damit Banken, sehr hohe Kosten für einen bail-out des Bankensystems und damit eine weiter explodierende Staatsverschuldung. Das einzige Land unter den PIIGS-Staaten, bei der die von Merkel und Sarkozy auferlegte Kur, isoliert betrachtet, angebracht wäre, ist Italien. Italien hat eben keine vergleichbare Kreditexpansion im privaten Sektor gehabt. Die Privathaushalte und der Unternehmenssektor sind solider finanziert, der Bankensektor ungleich anderen Zweigen der

italienischen Wirtschaft einer massiven und erfolgreichen Restrukturierung unterzogen worden. Hier wäre effektiv schon lange eine rigide Austeritätspolitik angebracht gewesen, um die viel zu hohe Staatsverschuldung – bei bescheidenen staatlichen Leistungen – grundlegend zu beheben. Allein der auf nominelle Budgetdefizite fixierte Ansatz führt in der Panik wiederum zu schlechten Lösungen: Was die Regierung Berlusconi im August 2011 vorgeschlagen hat – hauptsächlich mehr Steuern, dann auch reduzierte staatliche Leistungen – wird das strukturelle Malaise der italienischen Wirtschaft verstärken. Das Grundproblem, eine tiefgreifende Reform des ineffizienten, hochbürokratischen und aufgeblähten italienischen Staatsapparates, wird nicht wirklich angegangen.

Abbildung 10: Kreditausfall-Versicherungsprämien für PIGS-Staatsanleihen



Seit Ausbruch der Griechenland-Krise haben sich die CDS auf PIGS-Staatsanleihen nur ausgeweitet. Zusammenfassend kann gefolgert werden, dass in den PIGS-Ländern ein Konjunkturprogramm für eine wirtschaftliche Verschlechterung zur Anwendung gelangt, die immer mehr den Aktionen von Kanzler Brüning oder Präsident Hoover in den frühen 1930er Jahren vergleichbar scheinen. Alle Stabilisator-Mechanismen wurden ausgeschaltet, und die Grösse der negativen Makro-Schocks maximiert. Vor diesem Hintergrund sind die Budget-Planungen des IWF und der EU für diese Länder optimistisch. Eine Depression mit BIP-Rückgängen von kumulativ 10% und mehr dürfte demgegenüber, bedingt durch die erwähnten Faktoren, nicht überraschen.

Das Gegenstück der EU-Politik gegenüber den PIG-Ländern ist zweierlei, ein Wirtschaftsaufschwung in den Kernländern der Eurozone und das Aufspannen von immer neuen und grösseren Unterstützungs- bzw. Kredit-Fazilitäten.

- Durch die Form der Rettungspakete gekoppelt mit einer rabiaten Deflationspolitik sind die Risikoprämien an den Finanzmärkten für die PIG- Länder nur gestiegen, und zwar scharf. Umgekehrt hat dies innerhalb der Eurozone zu einer Flucht in sichere Häfen geführt, und die Zinsen über die ganze Kurve hinweg in den Kernländern, insbesondere Deutschland, ge-

drückt. Am kurzen Ende hat die EZB viel länger an der Tiefzinspolitik festgehalten als unter normalen Umständen, und am langen Ende ist der flight to quality-Effekt besonders sichtbar. Ökonomisch hat bisher eher ein Transfer von den Defizitländern in die Geberländer stattgefunden als umgekehrt. In den Geberländern wurde das Wirtschaftswachstum durch ausserordentlich niedrige Zinsen gefördert, mit dem Sekundäreffekt verbesserter Steuereinnahmen und reduzierter Ausgaben für Arbeitslose.

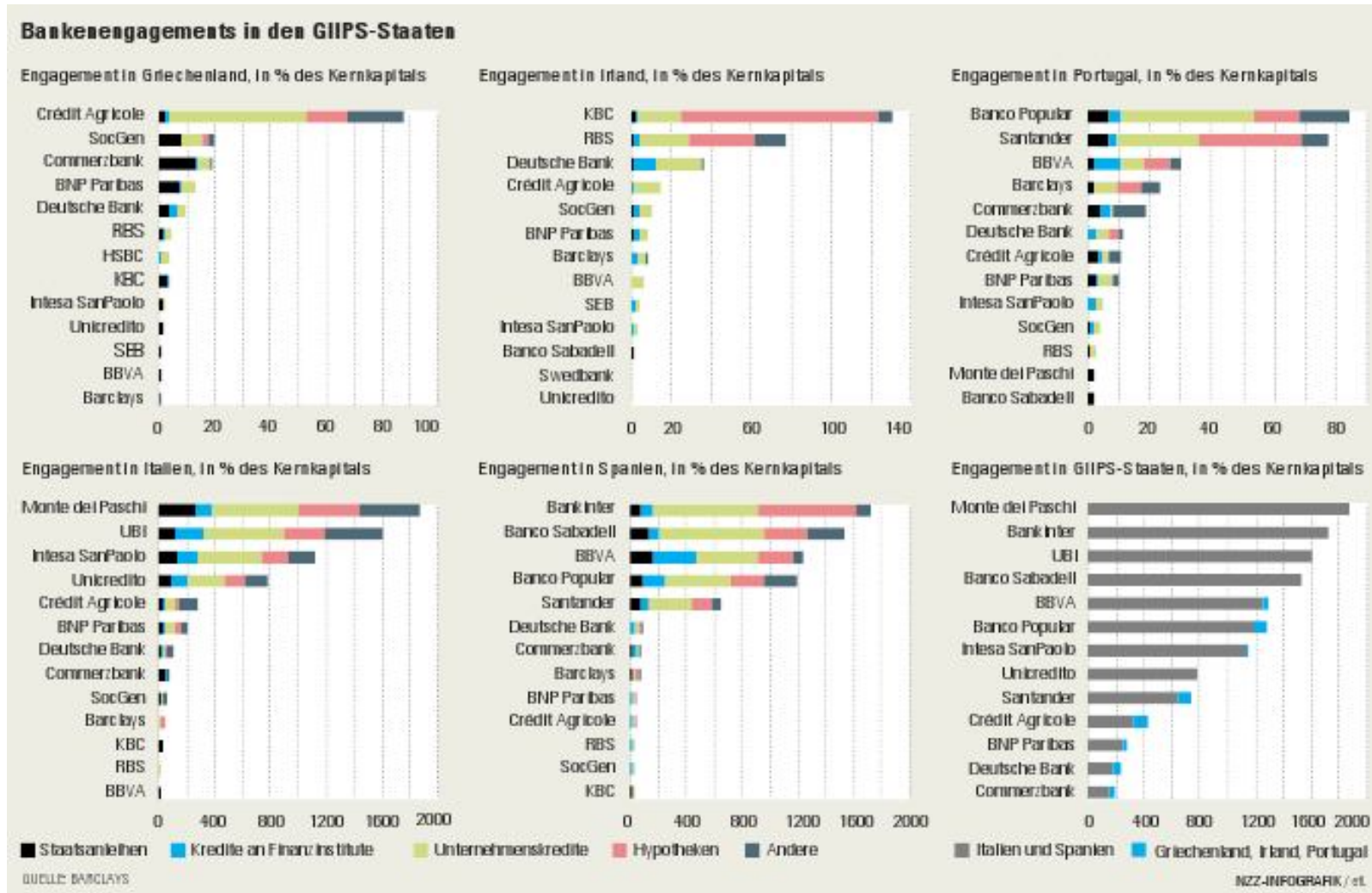
- Durch den gewählten Approach wurden zunächst zwar die Konjunktur stimuliert und die laufenden Budgetdefizite gesenkt. Die Staatsschuldensituation in den Kernländern der EU verschlechtert sich aber trotz guter Konjunktur dramatisch weiter, weil die Eventualverpflichtungen wirksam werden. Beispiel: Nach der Eurostat-Statistik hat die Verschuldung der Kernländer Deutschland und Frankreich Ende 2010 die Quote von 80% überschritten, genauso wie in der gesamten Eurozone. In Deutschland ist sie dabei von 73.5 % Ende 2009 auf 83.2 % Ende 2010 angestiegen. Neben dem laufenden Budgetdefizit von 3.3% sind Wertberichtigungen bei den Bad Banks der Bundesrepublik auf Subprime-Papieren erfolgt, die 232m EUR oder 9.3% des BIP betragen. Auch für 2011 und die Folgejahre ist mit sehr hohen zusätzlichen Schulden von den beiden Bad Banks sowie vom Rettungsschirm und Rettungsfonds der EU zu rechnen. Die deutschen Banken wurden anders als die in den USA nicht wirklich restrukturiert. Sie haben noch ganz erhebliche Subprime-Bestände und Engagements in bezug auf die PIG-Staaten in ihren Bilanzen. Wenn die US-Konjunktur in eine neue Rezession abgleiten würde, könnte dies beeindruckende Dimensionen erreichen. Der Rettungsschirm kostet die Geberländer unmittelbar dann, wenn es Abschreiber auf den gewährten Krediten gibt. Beim Rettungsfonds sind es tranchenweise Beitragszahlungen ab 2013. Dabei noch nicht eingerechnet sind die Rekapitalisierungsmassnahmen, welche die EZB benötigt, falls grosse Abschreiber erfolgen sollten, sowie die Rekapitalisierung des maroden Bankensystems, falls es Zahlungsausfälle in den PIG-Staaten geben sollte. Kern der Sache ist, dass die offiziellen Budgetdefizite aus politischen Gründen (Wahlen 2013 in Deutschland, 2012 in Frankreich) geschönt sind. Es wird keine konsolidierte Haushaltrechnung mit all den verschiedenen Schattenhaushalten geführt, und die Eventualverpflichtungen werden nicht eingerechnet. Bei Zahlungsausfällen der PIG-Länder allein würden die Eventualverpflichtungen sofort in Abschreiber umgewandelt, und die konsolidierte Schuld könnte schon 2012 ohne weiteres über 100% ansteigen, in der Bundesrepublik, in Frankreich wie für die gesamte Eurozone. Insofern sind auch Spanien und Italien aufgrund ihrer hohen Beiträge an das EZB-Kapital wie an den Rettungsschirm direkt von einem potentiellen Bankrott der PIG-Staaten betroffen. Dieser Sachverhalt erklärt, wie prekär die Situation in Europa wirklich ist. Durch die den PIGS-Ländern aufoktroierte Deflationspolitik wird es mit einiger Sicherheit zur Zahlungsunfähigkeit vieler privater Schuldner, zur Insolvenz weiter Teile ihres Bankensystems, sowie in einer oder anderer Form zur Zahlungsunfähigkeit eines der oder aller drei PIG-Länder kommen.

Der gewählte Ansatz ist umso widersinniger, als er das Bankensystem nicht nur in den PIGS-Staaten, sondern auch in den Kernländern der Eurozone in Solvenzprobleme zu reissen droht. Anlässlich des Stresstests für die Europäischen Banken sind die Expositionen einzelner Institute in den PIIGS-Staaten publiziert worden.⁷ Sie zeigen, dass die grossen Geschäftsbanken Deutschlands, Frankreichs (wie auch Grossbritanniens) teilweise mit einem mehrfachen ihres Kernkapitals in den PIG-Ländern allein exponiert sind. Die Expositionen in den PIIGS-Ländern sind dann nochmals in einer ganz anderen Grössenordnung.

⁷ Anzumerken ist, dass die Stresstests unter der Annahme keines Defaults und keiner Umschuldungen in den PIIGS-Ländern durchgeführt wurden. Das evidente Risiko, das es bei einem Stresstest effektiv zu messen gäbe, wurde per Annahme ausgeschlossen. Der Stresstest ist per se unbrauchbar.

Die Darstellung in diesem Kapitel verzichtete auf die Diskussion der trägen Entscheidungsfindung und mangelnden institutionellen Verankerung zentraler Instanzen in der Europäischen Union. Dieses Manko erklärt den ad-hoc oft unstrukturierten organisationellen Ansatz gegenüber der Staatsschulden-Krise, der oft getrieben von Ereignissen und Marktreaktionen erscheint. Es gibt darüber eine ganze Literatur. Wichtig ist, dass die permanente Unsicherheit bezüglich Entscheidungsfindung eine zusätzliche Risiko-Komponente in die Märkte hineingetragen hat.

Abbildung 11: Exposition grosser Geschäftsbanken in den PIIGS-Ländern



Quelle: NZZ, 19.Juli 2011, mit Genehmigung der NZZ hier reproduziert.

Die hohen Expositionen einzelner Institute – übrigens auch von Versicherungen⁸ - sorgen dafür, dass die Schuldendeflation auf die Geberländer zurückschwappt. Weil die Zinsen der Staatsanleihen in den PIIGS-Staaten gestiegen sind, haben diese Institute hohe Bewertungsverluste zu Marktwerten. Die Basel II und III Vorschriften sowie interne Risikomodelle zwingen diese Banken wie auch Versicherer, ihre Bestände über Credit Default Swaps (CDS) abzusichern. Indem sie dies tun, muss die Gegenpartei zum Risikomanagement diese Anleihen borgen und gleich wieder verkaufen, um sich ihrerseits der Marktrisiken zu entledigen. Die Überexposition und die verfehlte Wirtschaftspolitik zwingen mit anderen Worten eine Panik an den Finanzmärkten auf, jeder will zuerst zur Tür hinaus. Es wäre deshalb naiv, nur oder speziell die explizit genannten Institutionen als kritisch anzusehen. Über Credit Default Swaps (CDS) können (oder müssen) sich diese Institutionen rückversichert haben, und im Effekt können ganz andere Banken, welche als Gegenpartei der CDS fungieren, auch mitbetroffen sein. Im Kern geht es um eine mögliche Systemkrise des ganzen europäischen oder globalen Bankensystems. Ein Indikator dafür ist der TED-Spread im Euro. Seit Mitte Juli sind die TED-Spreads in der Eurozone wieder in raschem Anstieg begriffen – ein schlechtes Omen.

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen: Die Schuldenkrise in Europa

Die Euro-Krise liesse sich somit folgendermassen resümieren: Am Ursprung steht eine Währungsunion ohne notwendige Ausbauschritte Richtung politischer Union und gemeinsamer Finanzpolitik sowie viel zu laxen nationalen Finanzmarktaufsichten, letztere vom Glauben an die Effizienz des privaten Sektors beseelt. Der Kern der Schuldenkrise heute ist die gewaltige Kreditexpansion an Haushalte und Unternehmen zwischen 1998 und 2007 primär in Grossbritannien und in den PIGS-Staaten. Die Staatsverschuldung wurde in diesem Zeitraum nicht genügend abgebaut, wäre für sich gesehen aber zu bewältigen. Die im Stabilitätspakt vorgesehenen Korrekturmechanismen bei anhaltend hohen Budgetdefiziten und Staatsverschuldung wurden bei zu vielen Ländern nicht eingehalten. Eine gewaltige Kreditexpansion mit anschliessend klassischer Blase in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien schufen die Grundlage für eine Schuldendeflation in diesen Ländern. Auslöser dafür war die globale Finanzkrise mit dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes. Den in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Ländern wurde durch die EZB und die neugeschaffenen Rettungs-Fazilitäten über die Liquiditätskrise hinweggeholfen. Bisher unterblieb eine Abzugspanik im Bankensystem, auch wenn 2010/11 in Griechenland durchaus eine solche Tendenz auszumachen ist. Die gleichzeitig auferlegte Kreditkonditionalität verstärkt und vertieft aber die Schuldendeflation des privaten Sektors in diesen Ländern, sie wirft diese Länder in eine Abwärtsspirale. Die EU, die EZB und der IWF haben mit Rezepten der Sparpolitik operiert, die in einem Entwicklungsland unter bestimmten Bedingungen – Möglichkeit einer erheblichen Abwertung - wirksam sein können. In Ländern mit hoch überschuldeten privaten Haushalten, Unternehmen und Banken, die schon in einer Schuldendeflation und zusätzlich im Korsett einer Einheitswährung stecken, kombiniert noch mit schwachem Wachstumspotential wie Griechenland, Portugal oder Italien, dürfte sie eine ganz andere als die beabsichtigte Wirkung zeitigen. Die EZB hat sich allein auf die Passivseite des Bankensystems in diesen Ländern konzentriert, jedoch den Prozessen auf der Aktivseite, die mit einer Schuldendeflation einhergehen, offenbar keine Beachtung geschenkt. Die Solvenz der Staatsfinanzen dieser Länder wird durch die auferlegte Austeritätspolitik nicht etwa verbessert, sondern direkt und über Rückkopplungsmechanismen rasch, erheblich und nachhaltig zerstört. Was vor allem unterschätzt wird, ist die Nichtlinearität der Effekte eines Immobilienpreisfalls auf die Netto-Vermögensposition der Haushalte, auf die Solvenz des Bankensystems und damit auf die Konjunktur in diesen Ländern. Die ersten 10 bis 25% Preisfall stellen noch nichts dar, sie sind durch die Belehungspraxis noch abgefedert. Jeder weitere Preisfall aber hat weitreichende Konsequenzen, weil dann breite Teile

⁸ Beim kurz zuvor publizierten Stresstest der europäischen Versicherer wurden die gleichen axiomatischen Annahmen getroffen. Im Unterschied zum Banken-Stresstest wurden die Expositionen aber nicht publiziert.

der Hypothekarschuldner in eine negative Vermögensposition abrutschen und die Banken potentiell oder bei Zahlungsunfähigkeit der Hypothekarschuldner effektiv insolvent werden. Angesichts des Leverage der Bankbilanzen im konventionellen inländischen Kreditgeschäft hat dies gravierende Auswirkungen auf die Kosten der Rekapitalisierung der Banken. Die Staatsfinanzen verschlechtern sich direkt – über die Kosten von Banken-Bailouts – und indirekt – über die zyklische Verschlechterung von Steuereinnahmen und erhöhte Ausgaben für Arbeitslose. Die Budgetdefizite und die Staatsschulden schnellen empor, statt sich zurückzubilden resp. sich zu konsolidieren.

Alle Warnzeichen wie die explodierenden Kredit-Spreads dieser Länder wurden nicht korrekt interpretiert, stattdessen wurden einfach die Eventualverpflichtungen der Geberländer und der EZB ständig weiter erhöht. Die im Kern verfehlte Medizin, eine rüde Sparpolitik in einer Situation extremer Schuldendeflation, wurde etappenweise verstärkt und auf weitere Länder mit Budgetproblemen, insbesondere Spanien, aber auch Italien ausgedehnt. Insofern spielt auch keine Rolle, ob Eurobonds kommen werden oder nicht. Wenn die Logik der Sparpolitik nicht gebrochen wird, repräsentieren diese einfach eine zusätzliche Eventualverpflichtung. Die erste Rückwirkung auf die Kernländer der Eurozone ist für Banken, Versicherer und Pensionskassen der Zwang zur Risiko-Minderung aufgrund der Basel 2 und 3 basierten Risikomodelle. Überexponierte Grossanleger müssen ihre Positionen abbauen, und dies führt zu Zwangsverkäufen in den Staatsanleihen und privaten Wertpapieren dieser Länder. Weil deren Preise sinken, drückt es auf der Solvenz des gesamten überexponierten Finanzsystems in ganz Europa. Die interne Schuldendeflation in diesen Ländern wird durch diesen Mechanismus auf die gesamteuropäische Ebene übertragen. Typisch für den klassischen Ablauf einer Schuldendeflation wäre, dass dies in eine Krise des gesamten Finanzsektors münden würde, begleitet oder gefolgt von einem *Credit Crunch* und einer Rezession auch in den Kernländern. Sehr hohe Abschreiber aus den Eventualverpflichtungen, die immensen Kosten der Rekapitalisierung des Bankensystems und der EZB würden in diesem Fall die Staatsschuld in den Kernländern trotz bisher guter Konjunktur weiter deutlich ansteigen lassen.

Der letzte Schritt in das ökonomische Malaise ist die Mitte August von den beiden wichtigsten Entscheidungsträgern der Eurozone, Kanzlerin Merkel und Präsident Sarkozy, angekündigte Schuldenobergrenze und Wirtschaftsregierung, die allen Ländern mit Staatsschulden über 60% des BIP eine drakonische Sparpolitik aufzwingen soll. Nach dem dort verkündeten Plan soll jedes Land mit mehr als 60% Staatsschulden ab 2013 jedes Jahr die Staats-Schuldenquote durch finanzpolitische Massnahmen um volle 5% pro Jahr senken müssen, bis die Quote unter 60% gefallen ist. Mit diesem Programm wäre eine europaweite Depression garantiert, die über diejenige der 1930er Jahre hinausginge. Deutschland, Frankreich und praktisch die gesamte Eurozone müssten wohl bis Ende des Jahrzehnts jedes Jahr eine finanzpolitische Rosskur unglaublichen Ausmasses durchmachen.

Mit einem positiven Ausgang der laufenden Euro-Krise kann, wenn dieser Weg beschritten wird, nicht gerechnet werden. Für eine Kehrtwende in Philosophie und Logik der Wirtschaftspolitik scheint es spät. Das Führungsduo hat sich derart exponiert und kurz vor den Präsidentschaftswahlen in Frankreich wie auch innenpolitisch in Deutschland auf einen Kurs eingeschossen, der eine rasche Kehrtwende wohl ausschliessen dürfte. Die EZB hätte mehr Möglichkeiten, wird angesichts der Inertia dieser Institution aber erst verzögert reagieren können. Der ökonomisch widersinnige Approach der EU könnte viel schneller und tiefer in die Abwärtsspirale einer gesamteuropäischen Schuldendeflation münden, als man sich dies vorstellen kann. Ganz massgeblich scheint dabei die Rückwirkung der PIIGS-Schuldenkrise auf das Bankensystem in den Kernländern und auf die EZB.

In einem solchen Fall dürfte sich die Krise dann zu einer wirklichen und breit basierten EUR-Währungskrise auswachsen, mit breit basierten Umschichtungen aus dem EUR. Kritik verdient in diesem Zusammenhang die EZB: Nur weil die gemessene Inflation hauptsächlich wegen gestiegener Erdölpreise, administrierter Preise sowie höherer indirekter Steuern über 2% hinausgeschossen ist, hat sie einen Straffungszyklus begonnen. Die EZB hat offensichtlich den fundamental deflationären Kurs der Wirtschaftspolitik zunächst in der Peripherie Europas, der jetzt auf Spanien / Italien, bald auf Frankreich und Deutschland zurückstrahlt, nicht einbezogen. Sie hat mit der geldpolitischen Straffung massiv zu zusätzlichen Problemen des Bankensektors zunächst in den PIGS-Ländern, und indirekt in den Kernländern der Eurozone beigetragen, und die Ausbreitung der Schuldendeflation auf den ganzen Kontinent vorbereitet. Ihre Kompetenz muss wie für 2008 in höchstem Masse angezweifelt werden. Auch damals straffte sie bis in den Herbst 2008, sogar noch mehrere Wochen nach dem Lehman-Konkurs, die Geldpolitik, nur um sie nachher umso drastischer lockern zu müssen. Dasselbe dürfte 2011/12 wieder passieren, mit zusätzlichem Druck auf den EUR aufgrund scharf fallender Leitzinsen.

Angemerkt werden soll hier nur, dass es eine ganze Reihe von Interaktionen zwischen der Schuldendeflation und der inadäquaten Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten einerseits und in der Eurozone andererseits gibt. Die Entwicklungen beiderseits des Atlantik bedingen, beschleunigen und verstärken sich gegenseitig. Deshalb ist es nicht falsch, von einer drohenden globalen Schulden-Deflationsspirale zu sprechen. Eine genaue Darstellung ist an dieser Stelle viel zu aufwendig, sie würde weit über die Währungsanalyse hinausgehen, setzt ein komplexes Verständnis verschiedener Asset-Klassen, insbesondere des Fixed income, und ihrer gegenseitigen Interaktion voraus.

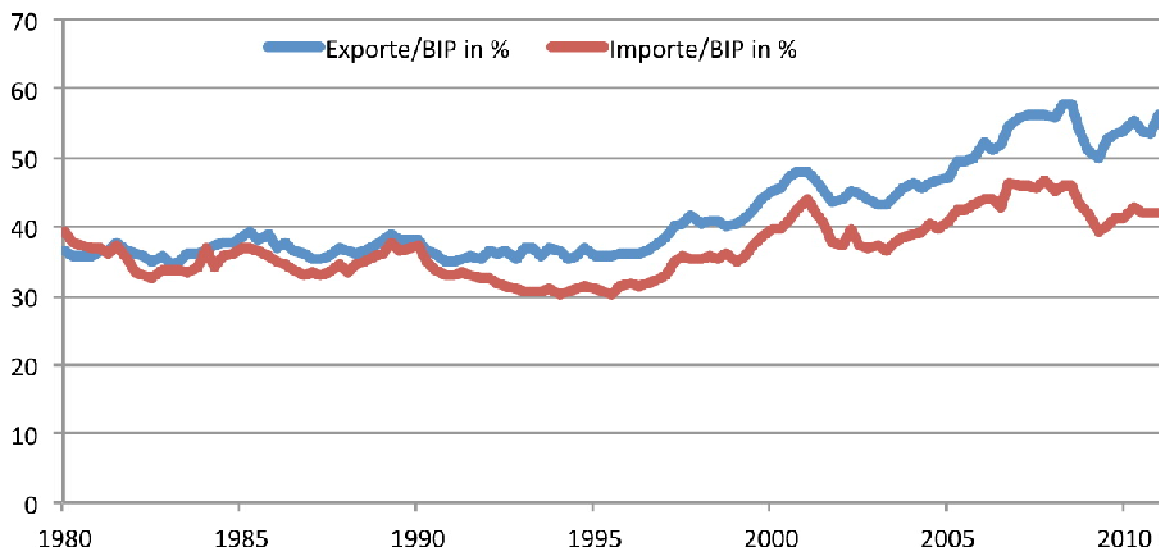
5 Schweiz: Fiskal- und Geldpolitik auf konträrem Kurs zum Rest der Welt

Anders als in der Schweiz dies wahrgenommen wird, handelt es sich bei der gegenwärtigen Frankenstärke anders als in den 1970er Jahren noch nicht um eine offene Krise des Weltwährungssystems. Der USD tendiert zwar seit 10 Jahren zur Schwäche, aber die Fallgeschwindigkeit ist langsam und kontrolliert. Der Euro ist nicht gegenüber allen Währungen schwach, sondern nur gegenüber sehr wenigen ausgewählten Währungen mit spezifischen Merkmalen wie guter Konjunktur, stabiler Haushaltslage und Zinsanpassungsphantasie, darunter dem Schweizer Franken. Im Kern handelt es sich vielmehr um eine isolierte Aufwertung des Frankens gegenüber praktisch allen Hauptwährungen. Um dies zu verstehen, ist eine Analyse des Schweizer Frankens nötig.

Der Franken als unabhängige Währung mit speziellen Merkmalen

Die Schweizer Wirtschaft ist eine kleine offene Volkswirtschaft. Sie ist über den Austausch von Gütern und Dienstleistungen sowie über den Kapitalverkehr eng mit der Weltwirtschaft verbunden. Illustrieren mögen dies die Export- und Import- oder kombiniert Aussenhandelsquoten.⁹ Mit einer Exportquote von rund 50% teilt die Schweiz diese Eigenschaft mit vielen anderen vergleichbaren Ländern, so etwa Schweden, Finnland, Norwegen, Holland, Belgien, Oesterreich und vielen anderen Ländern. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 sind die Aussenhandelsquoten nochmals deutlich gestiegen, dies nicht nur in der Schweiz, von rund 35% 1970 auf 50% 2010, sondern weltweit. In der Schweiz erfolgte dieser Anstieg noch beschleunigt seit den 1990er Jahren. Gründe waren die lange Stagnation der Binnenwirtschaft in den 1990er Jahren, ihre sukzessive Öffnung und die Einführung des Euro 1998.

Abbildung 12: Entwicklung der Aussenhandelsquoten Schweiz



Was die Schweiz speziell macht im Vergleich mit Ländern ähnlicher Struktur, ist die Tatsache, dass sie eine eigene Währung hat. Sie ist nicht in einen grösseren Währungsverbund eingebunden, und sie fixiert ihre Währung auch nicht in einem festen Wechselkursregime zu einer wichtigen Referenzwährung. Sehr wenige Länder sind deshalb mit der Schweiz vergleichbar. Unter den kleineren europäischen Ländern mit eigener Währung fixiert Dänemark die Krone in einem

⁹ Als Exportquote kann das Verhältnis von Exporten von Gütern und Dienstleistungen zum BIP definiert werden, als Importquote analog das Verhältnis von Importen von Gütern und Dienstleistungen zum BIP. Die Aussenhandelsquote wäre dann das Aggregat beider Quoten.

engen Band zum Euro, während die schwedische Krone und die norwegische Krone etwas grössere und zum Teil zyklische Schwankungen aufweisen.

Umgekehrt ist typisch, dass vor allem grosse Länder mit einem erheblichen Binnenmarkt eigene Währungen haben, und dass diese Länder oft viel geringere Exportquoten aufweisen.

Die Exportquoten der wichtigsten Währungen der Welt (2009):

USD	11	AUD	20
EUR	ca. 10	NZD	28
JPY	13	CAD	29
GBP	28	SEK	49
CHF	52	NOK	42

Quelle: World Bank

Als dritte Besonderheit kann gelten, dass der Schweizer Franken eine der **Anlagewährungen** ist, und dass er in einem kleinen Land mit grossem Finanzplatz ganz spezifische Eigenschaften entwickelt hat. Der Finanzplatz Schweiz ist ein weltweites Vermögensverwaltungszentrum, wobei er für Sicherheit / konservative Anlagen und Werterhaltung steht. Viele ausländische Anleger haben in der Schweiz hohe Cash-Bestände, aber nicht unbedingt in Franken, und tendenziell defensive Anlagen mit keinem oder geringem Aktienanteil, dafür hohem Obligationenanteil. Aggressivere Portfolio-Strukturen finden sich vor allem in London und in New York, Finanzplätze mit langer Aktientradition. Typischerweise ist in der Schweiz im domestic onshore Bereich fast alles versteuerte Geld, während die grenzüberschreitende Vermögensverwaltung zu einem sehr hohen Anteil unversteuertes oder steuerneutrales Geld darstellt. Konvertibilität der Währung auch im Krieg und in der Nachkriegszeit, hohe politische und finanzielle Stabilität des Landes, Liberalität der Gesetzgebung und Regulierung stellen weitere Attribute der Frankenanlagen dar.

Die Rolle als Anlagewährung hat der Franken in den 1960er Jahren langsam und in den 1970er Jahren fast schlagartig übernommen, dies war gleichzeitig auch sein Höhepunkt.. Damals kamen die Anleger effektiv wegen der Rolle des Frankens als Anlagewährung zu den Schweizer Gross- und Privatbanken. Das Geld wurde entsprechend zu einem prozentual hohen Anteil in Franken angelegt. Grund dafür war die Reputation des Frankens als Inflationsschutz. Die SNB hat nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen mit einem *cold turkey*¹⁰ die Inflation drastisch und effektiv aus dem System gequetscht. Dies hatte eine erste Frankenaufwertung, verbunden mit der tiefsten Rezession aller Industrieländer zur Folge. Gleichzeitig war die SNB zusammen mit der Deutschen Bundesbank eine der ersten Notenbanken mit einem monetaristischen Konzept und damit mit Reputation für absolute Priorität der Preisstabilität. Im Ausland – den USA, Grossbritannien, Italien, Frankreich, Schweden – wurde im grossen Stil mit keynesianischer Wirtschaftspolitik auf den Ölpreisschock und die Krise 1974/75 reagiert. Politische Unsicherheit aufgrund sozialdemokratischer Regierungen oder sogar das Gespenst von Volkfront-Regierungen, klassische Inflationsmechanismen wie inflationsindexierte Löhne (scala mobile), und die kalte Progression in den Steuersystemen veranlassten die Anleger in Scharen, das Geld in Franken auf einem diskreten und steuergeschützten Account in der Schweiz zu platzieren. Besonders beliebt waren die Kombination von Treuhandanlagen, wobei die Bank dies bei einer Subsidiären im Ausland anlegte, und Goldaccounts.

¹⁰ Ein Cold turkey ist ein plötzlicher Stoff- oder Drogenentzug bei Süchtigen. In der Geldpolitik wird als Cold turkey bezeichnet, wenn eine Notenbank die Geldpolitik so scharf strafft, dass die Inflation nicht gradualistisch, sondern auf einen Schlag aus dem System gepresst wird.

Diese Ausnahmestellung als Anlagewährung hat der Franken eingebüsst durch den Übergang zu einer expliziten Untergrenze des Wechselkurses für 1979 und durch SNB-ähnliche Cold turkey Übungen der grossen Notenbanken anfangs der 1980er Jahre, so in den USA unter Volcker, in Grossbritannien oder in Italien. Auch diese Notenbanken übernahmen darauf monetaristische Konzepte. Der internationale Finanzplatz Schweiz expandierte weiter, aber die primäre Motivation war nicht mehr Inflationsschutz, sondern die Kapazität, Portfolios konservativ zu bewirtschaften und gleichzeitig Sicherheit und Steuervorteile zu haben. Am deutlichsten war dies nach dem Wahlsieg Mitterands in den frühen 1980er Jahren.

Der Franken hat sich deshalb eine Sonderstellung bewahrt. Er ist eine Währung, die spezielle Attribute aufweist. Die kontinuierlichen sehr hohen Überschüsse in der Ertragsbilanz und die tieferen Inflationsraten als im Ausland haben zu einer nominellen wie realen Aufwertung im Trend oder in der langen Frist gegen fast alle wichtigen Währungen geführt. Die Aufwertung ist aber nicht stetig, sondern in grossen Schüben erfolgt, der erste und weitaus massivste von 1973-78. Dieser wurde gestoppt durch eine einmalige Intervention der Schweizerischen Nationalbank, welche ein explizites Wechselkursziel verkündete (DM/CHF deutlich über 80), dieses durch Negativzinsen auf Frankenanlagen von Ausländern und durch Interventionen untermauerte. Ein zweiter, zeitlich sehr begrenzter Aufwertungsschub fand Mitte der 1990er Jahre statt. Er trug neben der Immobilienkrise wesentlich zur Stagnation der Gesamtwirtschaft in diesem Jahrzehnt bei. Es dürfte nicht falsch sein, die Frankenaufwertung seit 2010 als dritten solchen Aufwertungsschub zu betrachten. In der ganzen Periode von 1978 bis 2009 herrschte eine gewisse Stabilität des nominellen Wechselkurses gegenüber der D-Mark respektive seit Einführung des Euro 1999 gegenüber dem Euro in einer weiteren Bandbreite. Tatsächlich hat sich der DEM/CHF-Wechselkurs über lange Zeiträume in einem Band zwischen 80 und 85 bewegt, mit einem Überschüssen auf rund 89 in den Jahren 1980-92. Analog bewegte sich EUR/CHF von 1998 bis 2010 zwischen 1.45 und 1.62, mit einem kurzen Ausreisser auf 1.68 Ende 2007. Der reale handelsgewichtete Wechselkurs dagegen wertete sich über die Zeit hinweg kontinuierlich auf.

Abbildung 13: Realer handelsgewichteter Wechselkurs des Frankens (24 Länder)



Quelle: SNB

Der reale handelsgewichtete Wechselkurs unterschätzt vermutlich den wirklichen Einfluss des EURCHF-Wechselkurses auf die Schweizer Wirtschaft. Anders als der von der Bundesbank berechnete reale Wechselkurs der Bundesrepublik enthält er keine Wettbewerbseffekte auf Drittmärkten, sondern bilaterale Handelsströme. Es gibt erhebliche Evidenz, dass die Wettbewerber der schweizerischen Exportindustrien primär im Euroraum, häufig in Deutschland, zu finden sind. Dies trifft mit Sicherheit für die Elektro-, die Maschinen und Metallindustrie zu. Die Pharma und Chemische Industrie hat ihre Wettbewerber ebenfalls im Euro- sowie im Pfundbereich und teilweise im Dollar. Der Tourismus konkurriert vor allem mit demjenigen der benachbarten Alpenländer. Der Finanzplatz steht vor allem im Wettbewerb mit London und damit dem Pfundraum. Der Fall des EURCHF-Wechselkurses ist damit wohl noch gravierender als dies in den realen effektiven Wechselkursen zum Ausdruck kommt.

Was den Franken ferner auszeichnet, ist ein gewisses Muster im Zyklus, das seine Rolle als sichere Anlage widerspiegelt. Typischerweise wertet er sich in den globalen Konjunkturschwüngen auf, und zwar deutlich. Die Aufwertung dauert oft längere Zeit in den Konjunkturaufschwung hinein, vor allem wenn globale Währungsanpassungen stattfinden. Die Höhepunkte der Franken-Aufwertung lagen 1978, 1987, 1996. Einzig 2003 fiel der Höhepunkt der Frankenaufwertung mit dem zyklischen Tiefpunkt zusammen. In der zweiten Phase der globalen Expansion neigt der Franken üblicherweise zur Schwäche und trägt zur Konjunkturüberhitzung resp. zu importierter Inflation bei. Der Aussenwert des Frankens ist also im Gegensatz etwa zu den Rohstoff-Währungen konjunkturell kein automatischer Stabilisator, sondern eher ein prozyklisch verstärkend wirkender Faktor der Konjunktur. Typischerweise zwingt er die SNB, die Zinsen lange bis in den Aufschwung sehr tief zu halten oder sogar auf null abzusenken, und im Boom, wenn der Franken sich abschwächt und typischerweise die Erdölpreise stark ansteigen, dann rasch und massiv anzuheben, was Mietpreise und Inlandteuerung antreibt.

Was hatte und was hat denn die Schweiz von der eigenen Währung, wenn sie zyklisch verstärkend wirkt? In einer längerfristigen Perspektive kann folgende Interpretation herangezogen werden. Die Schweiz hatte zu Beginn der 1970er Jahre einen aufgeblähten und teilweise ineffizienten Industriesektor, der neben einem weit unterbewerteten Franken stark auf der Massenimmigration von billigen ausländischen Arbeitskräften beruhte (Breitenwachstum). Kehrseite war eine importierte Inflation. Durch die massive Aufwertung wurde neben der konjunkturell dämpfenden Wirkung ein weitreichender langfristiger Strukturwandel eingeleitet. Der Aufstieg des Finanzsektors erfolgte zulasten der Industrie, und der Industriesektor wurde einer tiefgreifenden Restrukturierung unterzogen. Im Rückblick wurde die Schweizer Wirtschaft – nicht zuletzt durch die SNB-Politik - in den 1970er Jahren auf jenen Sektor ausgerichtet, der global gesehen von 1982 an die höchsten Wachstumsraten hatte, den Finanzsektor. Die Schweiz profitierte dabei während der folgenden 30 Jahre vom globalen Fall der Inflationsraten, Zinsen und vom Anstieg der Aktienmärkte, sowie vom Aufbau individueller und kollektiver Altersvorsorgeschemen.

Die Gesamtwirtschaft profitierte von im Mittel deutlich tieferen Inflationsraten und nominellen Zinsen, welche die Kehrseite des starken Frankens darstellen. Die tieferen Zinsen als im Ausland erlauben eine höhere Kapitalintensität und damit höhere Produktivitätsgewinne, weil technischer Fortschritt kapitalgebunden ist. Ohne Nebengeräusche blieben diese Vorteile nicht. Die Schweiz hat ausgeprägte Konjunkturzyklen gehabt in der Nachkriegszeit. Sie waren dank des Konjunkturpuffers Immigration ohne gravierende Effekte für den Arbeitsmarkt, wo der Anstieg der Arbeitslosigkeit jeweils moderat ausfiel. Dieser Puffer dürfte in der jetzigen Frankenhausse weit weniger als früher stabilisierend auf den Arbeitsmarkt wirken.

Die Operateure im Devisenmarkt in Bezug auf den Franken – Mythen und Realität

Um die Effizienz möglicher geldpolitischer Massnahmen oder sogar Eingriffe der Notenbank in den Franken zu diskutieren, sind gewisse Merkmale des Währungshandels, vor allem mit dem Franken, nützlich.

Der Schweizer Franken war historisch eine der Hauptwährungen. Neben dem USD war nur CHF in der Nachkriegszeit jederzeit konvertierbar. Aus dieser Periode entspringt auch die wichtige Rolle der Schweizer Grossbanken im weltweiten Währungshandel. Nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen hat sich diese Sonderrolle akzentuiert. Neben USDCHF wurden CHF-crosses wie DEMCHF breit gehandelt, der Franken wurde sogar zur Reservewährung für andere Notenbanken in den 1970er Jahren, was die SNB nach 1978 erfolgreich unterband.

Die Schweizer Grossbanken waren entscheidend für den CHF-Währungshandel, sie waren wichtige Market-maker und Liquiditätsprovider im CHF. Ausländische Banken haben die CHF-Positionen oft über die Grossbanken abgewickelt, was sich in einem sehr grossen Interbankgeschäft ausdrückte. Die Liquidität im USDCHF war aber nie ausreichend, dass sehr grosse Positionen einfach auf die Bücher genommen werden konnten. Typischerweise haben die Spot-Desks der Banken grosse USDCHF Bestände deshalb zerlegt in USDDEM und DEMCHF Positionen, was sich in einer positiven Korrelation der beiden Währungspaare niederschlug. Anders ausgedrückt, die implizite wie die effektive Volatilität in USDCHF war typischerweise leicht höher als in USDDEM. Und USDCHF war für grosse Anleger das bessere Vehikel, wenn sie eine direktionale Dollar-Position einnehmen wollten. Der Franken war somit immer auch eine Spekulationswährung: Für direktionale USD Positionen gegen europäische Währungen eignete sich USDCHF am besten. DEMCHF und EURCHF reflektierten diesen USDDEM oder EURUSD Einfluss, waren, von bestimmten Episoden abgesehen, aber nicht primäres Objekt von global tätigen Währungsakteuren.

Die Einführung des SIC und verschiedene ihrer Entwicklungsstufen wie auch die Fusionen im schweizerischen Bankensektor sowie das Kreditrisiko-Management haben die Rolle der Grossbanken im Schweizer Franken Handel reduziert. Ausländische Banken können durch remote access direkt ins SIC handeln, sind nicht mehr auf Abwicklung durch die Schweizer Grossbanken angewiesen.

Umgekehrt haben zwei Elemente sich geändert. In der grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung ist der Anteil des Frankens als Liquidität an der gesamten Portfolio-Grösse über die Jahrzehnte drastisch gesunken. De facto ausländische Anleger sind umgekehrt nicht mehr als Ausländer in der Bankenstatistik aufgeführt, sondern über Strukturen in der Schweiz als Inländer, so etwa die Family-offices, welche die Vermögen wohlhabender Familien verwalten, oder Niederlassungen und Tochtergesellschaften ausländischer Firmen in der Schweiz, wo aus Steuer- und anderen Gründen gewisse Funktionen, vor allem kaufmännische und finanzielle, zentralisiert sind, während die eigentliche operative Tätigkeit nach wie vor im Ausland stattfindet. Auch bei den Schweizer Vermögensverwaltungs-Kunden ist der Anteil des Frankens über die Zeit hinweg deutlich gesunken.

Eigene Beobachtungen

Ich war während Jahren Devisenökonom im Handelsraum einer Grossbank, später war ich in leitenden Funktionen für das Asset Management grosser Banken und Versicherer tätig. Die folgenden Beobachtungen beziehen sich auf diese Erfahrungen. In 2010 war ich nicht mehr im Handelsraum einer Grossbank, so dass ich den Anstieg des Frankens nicht von innen miterlebt habe. Dennoch hoffe ich, einiges aus diesen Erfahrungen zusammenfassen zu können.

Seit den 1980er Jahren ist ein extremer Vormarsch der Optionsgeschäfte im Devisenhandel erfolgt. Diese werden sowohl zu Absicherungs- wie zu Spekulationszwecken eingesetzt. Im Devisenbereich waren Optionen besonders einfach, weil die Black-Scholes Formel sich bei Devisen weniger problematisch¹¹ anwenden liess, während für andere Asset-Klassen wie Fixed Income oder Aktien z.T. komplexere und weniger standardisierte Pricing-Verfahren Anwendung finden.

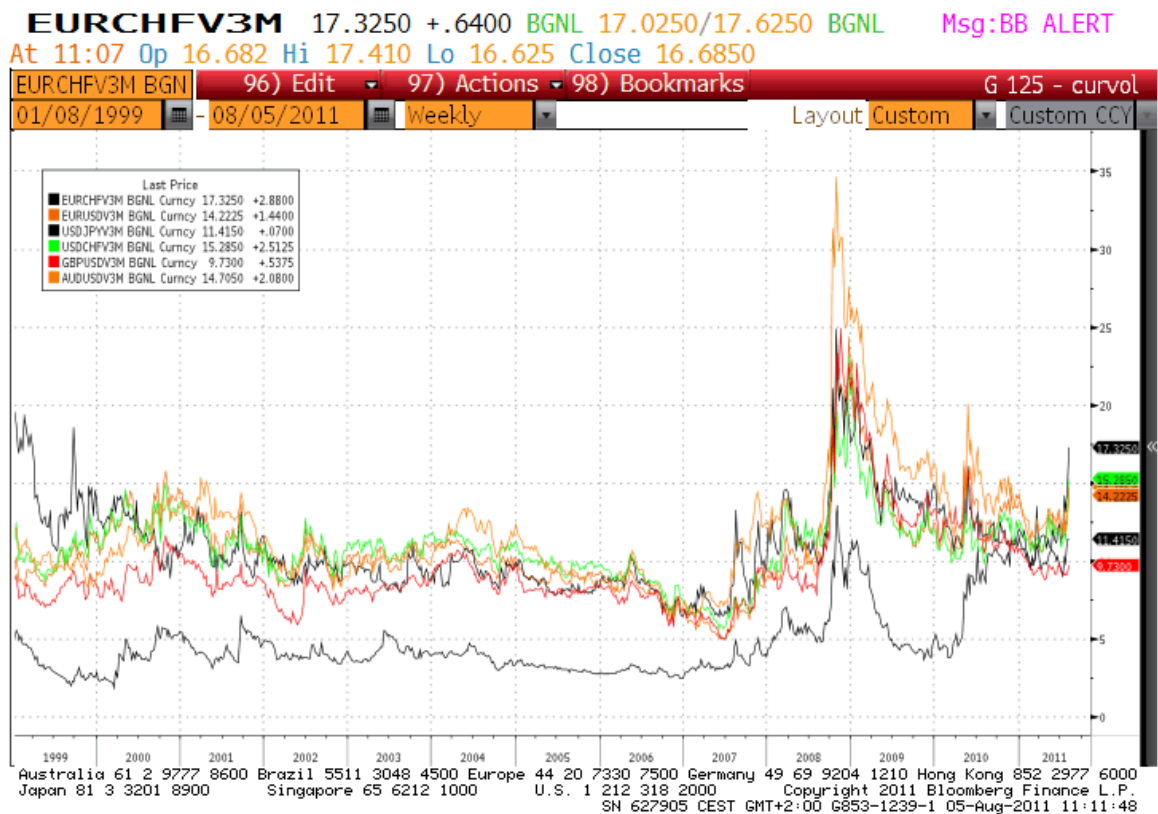
Bei diesen Devisen-Optionsgeschäften werden vor allem die Hedging-Aktivitäten der Optionsdesks der Banken preiswirksam, global gesehen sind ein sehr hoher Prozentsatz aller Devisenmarkttransaktionen optionsinduziert. Dies bedeutet, dass die Optionsdesks der Banken kontinuierlich delta-, gamma-, vega-hedging¹² betreiben, und durch diese kontinuierliche Adjustierung der Optionsparameter riesige Summen in Betrieb setzen. Die Optionsdesks der Banken haben selber aber kaum je direktionale Positionen im Kassamarkt, das Delta sichern sie typischerweise ab. Sie haben, wenn sie eine Risikoposition eingehen, zumeist nur Vola- oder Vega- Positionen. Selbstverständlich gibt es auch andere sophistische Kunden wie Hedge-funds oder sehr grosse Treasuries, welche zusätzlich zu Options-Exposures auch Kassa-, Termin- und Swapgeschäfte tätigen, um die Gesamtposition zu optimieren. Besonders starke Preiswirkungen gehen beim Hedging von Zweit- und Dritt-Generations exotischer Optionen aus, wie Barrier-options oder anderen exotischen Optionen. Das Gamma-Hedging um die Barrier kann dann zu ganz gewaltigen Volumina und Preiswirkungen führen. In den letzten Jahren ist vor allem der Aufstieg des algorithmic trading bemerkenswert. Dies sind computergesteuerte Programme, die teilweise in Millisekunden kleinste Marktineffizienzen ausnutzen und riesige Transaktionsvolumen kreieren. Im Kern haben sie zu tieferen Spreads und höherer Liquidität des Marktes geführt. Ihr direktonaler Effekt ist umstritten. Soweit sie vor allem Arbitrage-Geschäfte tätigen, führt er zu vermehrter Volatilität, aber nicht unbedingt zu direktonalen Wirkungen. Im Übrigen waren einzelne Schweizer Grossbanken weltweit führend in den Entwicklungen auf den Derivatemarkten. Vor allem der Schweizerische Bankverein, nach der Fusion die UBS, wurden durch die Integration der O'Connors-Derivate-Boutique zu einem der führenden Devisenhändler der Welt.

Schweizer Exporteure und Multinationale sind strukturell lang USD und EUR exponiert, weil ihre Einnahmen grossenteils in diesen Währungen erfolgen, ihre Ausgaben aber ganz oder teilweise in CHF denominated sind. Typischerweise haben sie eine systematische Absicherungspolitik für USD-, weniger für DEM- oder EUR-Expositionen. Primär Firmen mit sehr grossen Bilanzen wie Banken und Versicherer betreiben im Rahmen ihres Asset-Liability Management (ALM) ein systematisches EUR-hedging. Typisch für den Schweizer Exporteur war aber, dass er oft noch in Franken Rechnung stellte und/oder Euro-Einnahmen nicht absicherte. Dies unterschied ihn fundamental von skandinavischen Accounts, die ein systematisches Währungshedging betreiben. USD Positionen wurden typischerweise verschrieben und damit Absicherungsgeschäfte über USDCHF Put-Optionen finanziert.

¹¹ Ein Grundproblem der Black-Scholes Formel im Devisenbereich ist der sogenannte Volatilitäts-Smile, Gemäss BSM sollte der Volatilitäts-Smile flach und konstant sein, in der Realität ist er aber konvex im Options-strike.

¹² Das Delta bezeichnet die Veränderung des Optionspreises in Abhängigkeit von der Veränderung des Kassakurses, es liegt zwischen 0 und 1 bzw. -1. Das Gamma ist die Veränderung des Delta in Abhängigkeit von Kassakurs. Das Vega gibt die Veränderung des Optionspreises an, wenn die Volatilität um einen Prozentpunkt ändert.

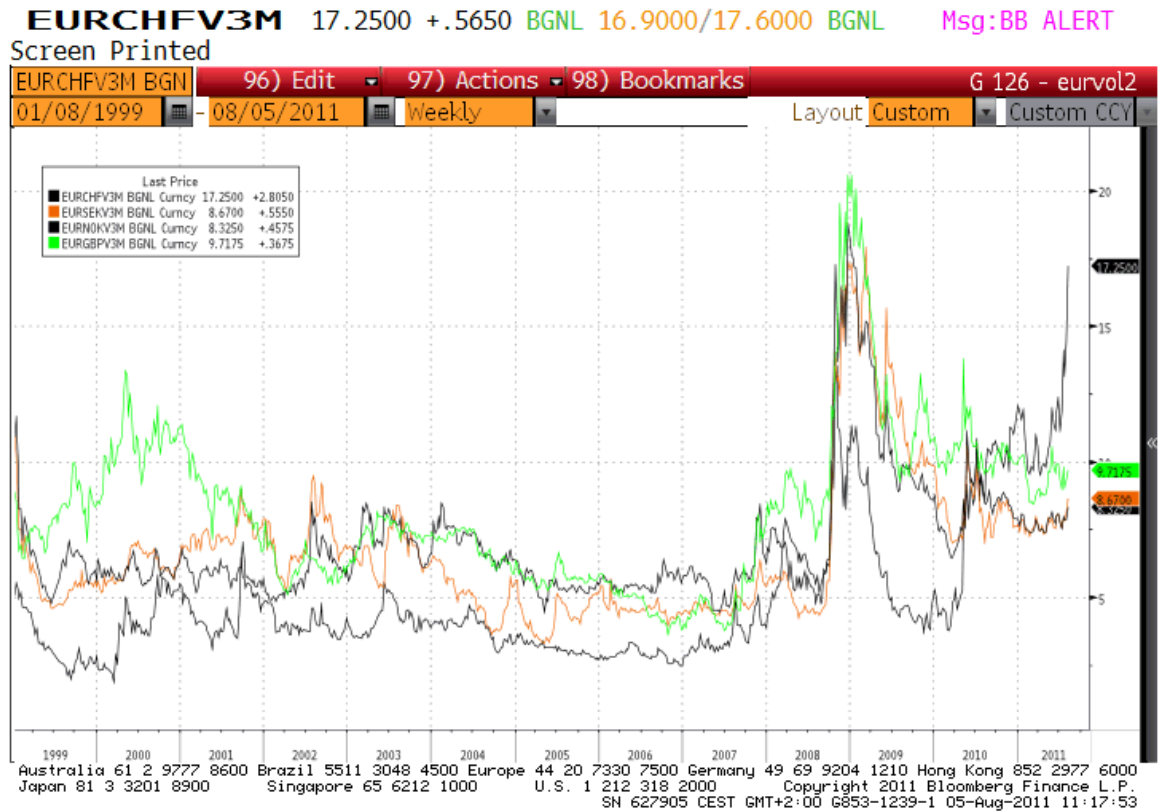
Abbildung 14: Volatilitäten verschiedener Währungspaare 1999-2011 (3-Monats atm-vol)



Ausdruck der als sehr stabil angesehenen Wechselkursverhältnisse, waren die impliziten Volatilitäten im EURCHF analog vorher zu DEMCHF sehr niedrig.¹³ Die Abbildung 15 vergleicht die EURCHF-Volatilität mit derjenigen anderer wichtiger Währungspaare. Während deren Volatilitäten zwischen 8-14 betragen, lagen DEM/CHF und EURCHF-Volatilitäten während langen Jahren oder fast Jahrzehnten zwischen 2-4. Auch im Vergleich zu anderen europäischen EUR-crosses in Abbildung 15 lag die Volatilität von EURCHF seit Einführung des Euro systematisch niedriger. Die EURCHF-Volatilitäten stiegen im Gefolge der Bankenkrise nach dem Lehman-Zusammenbruch erstmals auf über 10% an. Dies war dem Zusammenbruch des Interbankenmarktes und dem kurzzeitigen Fall von EURCHF unter 1.50 (bis 1.43) zuzuschreiben, und es entsprach dem generalisierten Volatilitäts-Anstieg aller Währungspaare und aller Asset-Klassen. Der SNB gelang es damals mit einem raschen Eingreifen, einer Kombination von Zinssenkungen und Devisenmarkt-Interventionen, den EURCHF-Wechselkurs rasch wieder über 1.50 zu liften. In der Folge fielen die EURCHF-Volatilitäten praktisch wieder auf ihr Ausgangsniveau zurück, jedenfalls deutlich unter 5. Seit dem 2. Quartal 2010 sind die EURCHF-Volatilitäten wieder – diesmal auch isoliert - angestiegen, wobei seit dem 2. Quartal 2011 ein geradezu phänomenaler Anstieg erfolgt, auf das höchste Niveau aller wichtigen Währungspaare überhaupt.

¹³ Die implizite Volatilität ist die im Markt gehandelte oder erwartete Volatilität eines Finanzinstruments. Sie unterscheidet sich von der historischen oder ex-post Volatilität.

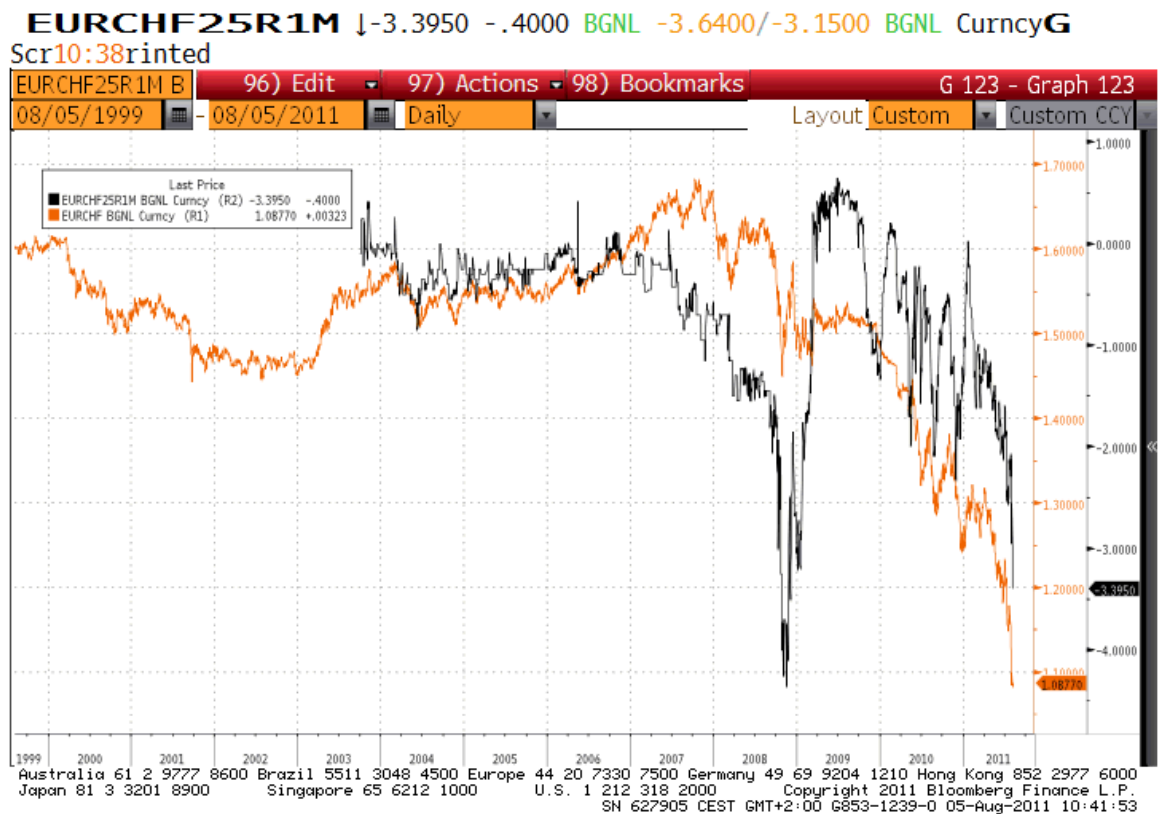
Abbildung 15: Volatilität verschiedener europäischer EUR-crosses 1999-2011 (3-mt-atm vol)



Klar ersichtlich war auch aus den Risk-Reversals¹⁴, dass die Puts in EURCHF fast systematisch höhere Volatilitäten hatten als Calls, und dies selbst während jahrelang steigenden Kassakursen wie von 2003 bis 2007. Dies ist ungewöhnlich, weil normalerweise in Märkten mit langen Trends die Risk-Reversals in der Richtung des Trends gehen. Mit anderen Worten wurden Optionen im EURCHF primär für Absicherungsgeschäfte von Exporteuren genutzt, um sich gegen unerwartete Aufwertungen des Frankens zu schützen. Meist geschah dies über Out-of the money Puts, um sich gegen das tail-risk, das Risiko von Extremereignissen, zu schützen.

¹⁴ Risk reversals sind definiert als Call Volatilität minus Put Volatilität für das gleiche Finanzinstrument (Währungspaar), bei identischer Laufzeit und identischem Delta, meist einem Delta von 0.25.

Abbildung 16: EURCHF-Wechselkurs (Kassakurs) und 3 Monats 25-er Delta Risk-Reversals



Die Graphik zeigt zwar eine gewisse Korrelation der Risk-reversals zum Kassakurs. Entscheidend ist aber, dass die Risk-reversals selbst in der Phase der EURCHF-Hausse absolut gesehen negativ waren, d.h. dass sie durch Hedging des Abwärtsrisikos dominiert waren, und nicht durch den direktionalen Haussetrend. Am stärksten ist dies sichtbar 2006, als EURCHF kurzfristig gegen 1.70 stieg.

Typischerweise wurden aber die Franken-Expositionen gegenüber DEM oder gegenüber dem EUR überhaupt nicht kursgesichert, weil es sich nicht lohnte. Empirische Simulationen zeigen, dass seit 1979 spätestens nach 2.5 Jahren eine ungesicherte DEMCHF oder EURCHF Position rentabler war als eine systematisch gesicherte Position über 3-Monats-Terminverkäufe. Die Absicherungskosten (Zinsdifferenz, Bid-Ask Spreads für Transaktionskosten) waren zu hoch, als dass eine systematische Absicherungspolitik lohnend gewesen wäre.

Neben den Exporteuren betrieben die auf den Schweizer Franken basierten **Anleger** ebenfalls kaum ein EUR- und darüber hinaus nicht einmal ein USD-hedging. Zwar wurden Obligationen Ausland, eine kleine Position (typischerweise 5, maximal 10% eines CHF-Portfolios) in einem typischen private banking oder institutionellen Portfolio, systematisch kursgesichert. Die viel wichtigere Position Aktien Ausland (15-30%) waren und sind aber typischerweise nicht kursgesichert.

Die Einführung des Euros 1999 hat sich während eines Jahrzehnts stabilisierend auf den Franken ausgewirkt. Der Franken schien sogar von seinem Sicherheitsbonus einzubüßen, weil der Euro für viele Anleger aus europäischen Ländern mit früher instabiler eigener Währung attraktiv wurde.

Der Franken war für Anleger aber nicht nur eine Anlagewährung. In bestimmten Perioden diente er im Gegenteil auch als **funding currency**¹⁵. Zu diesem funding gehörte selbstverständlich das CHF-Emissionsgeschäft der Grossbanken für ausländische Emittenten. Ausländische Emittenten gingen an den Kapitalmarkt, um Anleihen im niedrigverzinslichen Franken aufzulegen, welche die Grossbanken mit ihrer Platzierungskraft dann über ihr Distributionsnetz entweder im Privat banking oder bei Institutionellen platzierten. Die ausländischen Emittenten nutzten dabei allfällige Zinskurven-Unterschiede und/oder Wechselkursüberlegungen, um im Frankenmarkt Platzierungen vorzunehmen. Zeitweise oder auch konsistent hatten sie im Schnitt ungesicherte Franken-Verbindlichkeiten, was einer funding-Position im Franken entsprach. Dieses Franken-Emissionsgeschäft boomte insbesondere nach 1978 und der Verkündung des Wechselkursziels. Hedge funds und grosse prop desks der Banken nutzten den Franken in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre für sehr grosse carry trades, indem sie sich dessen niedrige Verzinsung zu Nutzen machten. Carry trades sind Devisengeschäfte, bei denen sich der Operateur in einer niedrigverzinslichen Währung verschuldet und in eine hochverzinsliche Währung investiert.¹⁶ Typischerweise liegen bei einer funding currency die Zinsen nahe bei Null und werden noch lange dort erwartet, etwa wegen einer Immobilien-Krise. Investiert wird in Währungen mit hohen Zinsen und weiterem Zinssteigerungspotential aufgrund guter Konjunktur und/oder Überhitzungsanzeichen. Zu vermuten ist, dass der Franken erstmals bereits in der ersten Hälfte der 1980er Jahre eine solche Funktion als funding currency für Dollaranlagen ausübte. Nach der Einführung des Euro etablierte sich der Franken als generalisierte funding currency für andere Typen von globalen Anlagen: In Österreich, Ostmitteleuropa generell erfolgte die Hypothekarkreditaufnahme weit verbreitet in Franken. Gemäss statistischen Schätzungen wurden für rund 80 Mrd. Franken CHF-Hypothekenkredite im Ausland gewährt, dies fast ausschliesslich von ausländischen Banken ohne relevantes Schweizer Franken Geschäft. Anlagen mit dem Schweizer Franken als funding currency wurden in ein weiteres Spektrum investiert. So haben sich auf viele westeuropäische Städte direkt oder indirekt über strukturierte Produkte in Franken verschuldet.

Der Franken hat diese Funktion als funding currency 2009/10/11 verloren, nicht weil die Zinsen zu wenig tief wären, sondern weil der USD diesbezüglich an seine Stelle getreten ist. Global tätige Investoren wie Hedge funds verschulden sich in USD, weil dort die Aussicht auf langfristig tiefe Kurzfrist-Zinsen am besten sind. Die Schweiz ist in einem binnenwirtschaftlichen Boom, wo eigentlich deutlich höhere Zinsen angemessen wären. Ganz sicher aber gab die SNB mit ihrer veränderten Geldpolitik Ende 2009 den Startschuss für ein dauerhaft verändertes funding-Verhalten. Noch immer gibt es aber global gesehen sehr viele im Franken als funding currency engagierte Marktteilnehmer, hauptsächlich eben die Hypothekenschuldner in Ostmitteleuropa.

Prinzipiell bedeuteten die tiefe Volatilität und die begrenzte Teilnehmerschaft des Frankenmarktes, spezifisch im EURCHF, dass effektiv nur viel geringere direktionale Positionen von Nichtbanken-Desks bereits einen sehr stark preiswirksamen Effekt hatten. Dies ermöglicht es insbesondere den Notenbanken als tendenziell grössten Marktteilnehmern, einen stark bestimmenden Einfluss auf das Devisenmarktgeschehen auszuüben.

Genau das Gegenteil dessen, was in der Öffentlichkeit oft als Weisheit verkündet wird, ist wahr: Angesichts der riesigen Summen im Devisenmarkt könne eine Notenbank keinen Einfluss auf den Kurs nehmen. Heute sind die prop-desks der Banken praktisch ausgeschaltet, weil die EK-Auflagen auch diese Form von risk-taking ausschliessen. Die meisten Markt-Teilnehmer – ob Institutionelle oder Private Banking – sind passiv und indexiert. Hedge-funds im Währungsbe- reich – global macro funds oder CTA's – haben gegenüber den 1990er Jahren an Bedeutung

¹⁵ Eine funding currency ist eine Währung, in der sich Anleger verschulden, dies oft mit leverage, und dann in eine andere Währung investieren. Dies kann in ein weites Feld von Aktiven erfolgen.

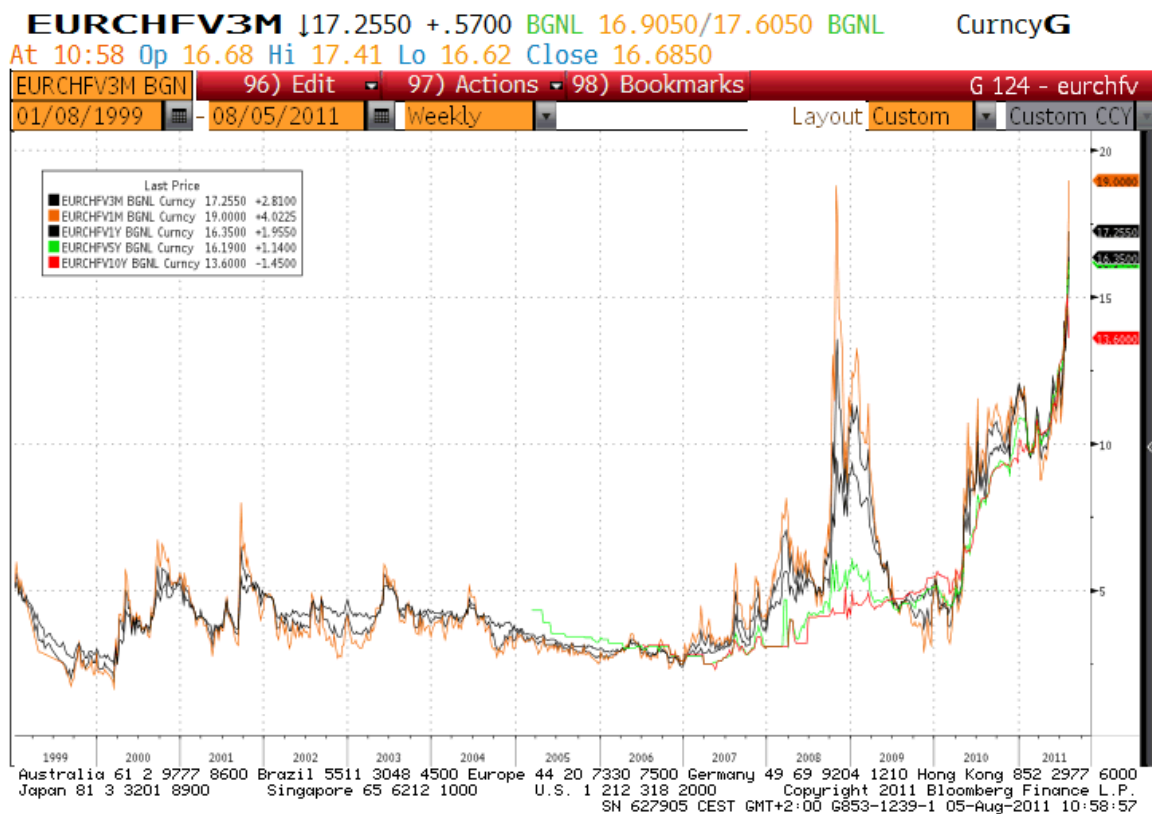
¹⁶ Ein einfaches Beispiel eines Carry-trades ist die rollende Aufnahme in 3 Monats JPY oder CHF, und die rollende Anlage in 3 Monats AUD, CAD oder ZAR.

verloren, dominant sind Long-short equity funds, die typischerweise keine Währungs-Bets nehmen. Einen wachsenden Teil der Transaktionen lösen zudem sogenannte Algorithmic funds aus, Funds, die kleinste Differenzen zur Arbitrage ausnützen. Sie können pro Tag Hunderttausende von Transaktionen machen, ohne dass irgendein direktonaler Effekt über den Tag hinaus vorhanden ist. Dies eröffnet es den Zentral-Banken mit ihrer geballten Macht, prinzipiell einen wichtigen Einfluss auf den Wechselkurs eines Landes zu nehmen.

Was ist 2010/11 in Bezug auf diese Charakteristiken passiert?

Die Form der Frankenaufwertung wird aus der publizierten Devisenstatistik der SNB nur teilweise ersichtlich. In ihrer Datenbank müssten sich deutlich mehr Informationen finden lassen. Es scheint aber, dass keine wichtigen längerfristigen Anlageentscheidungen oder Portfolio-Shifts dahinter stehen, was die SNB auch so nach aussen kommuniziert hat. Es sind vor allem Devisengeschäfte mit kurzfristigem Horizont und derivativem Charakter, die EURCHF bewegt haben.

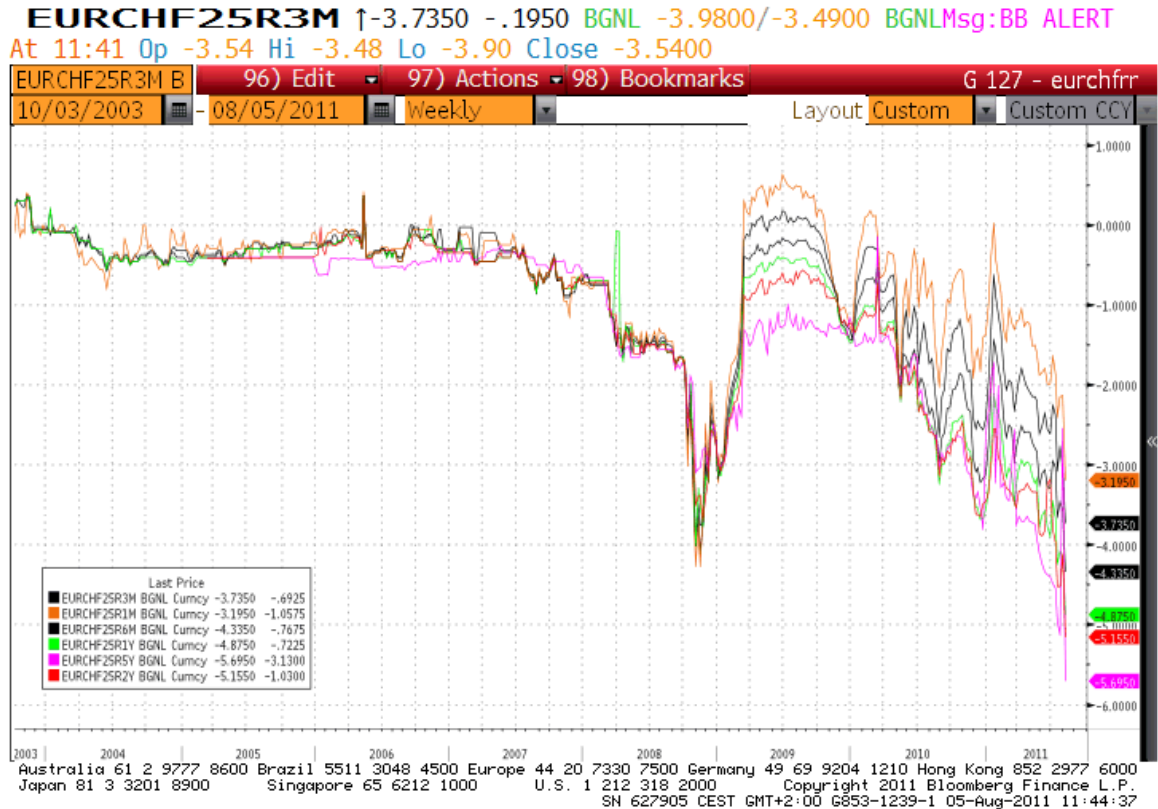
Abbildung 17: EURCHF-Volatilitäten von 1 Monat bis 10 Jahre



Mit der Baisse seit 2010 ist nun die Volatilität im EURCHF auf 18% und damit deutlich über das Niveau anderer wichtiger Währungspaare angestiegen. Das heisst, dass das Hedging der Optionsdesks wie auch anderer aktiver Marktteilnehmer wie Hedge-funds jetzt wie bei anderen Währungspaaren die Aktivität im Kassamarkt wohl massgeblich oder komplett bestimmt. Interessant ist vor allem die Volatilitäts-Kurve über 1 Jahr hinaus. Im Unterschied zum Herbst 2008 ist 2010 / 2011 die Volatilität über die ganze Kurve hinweg explodiert. Mit anderen Worten gibt es grosse Marktteilnehmer, vornehmlich Multinationals und Treasuries grosser Exportfirmen, die selbst auf diesen Niveaus noch auf 10 Jahre hinaus Absicherungen kaufen, obschon EURCHF tief und die Absicherung teuer ist. Dies deutet auf Stress und Vertrauensverlust in die Fähigkeit der SNB hin, die Kontrolle über den Wechselkurs wiederzugewinnen. Es ist unvergleichlich schwieriger, bei solch hohen Volatilitäten über Devisenmarkt-Interventionen Effekte zu erzielen, viel grössere

Summen und ein sophistiziertes Financial engineering der Interventionen sind erforderlich. Immer noch herrschen extrem negative Risk-reversals, mit Put-Volas weit höher als Call-Volas. Je länger die Laufzeit, desto höher der Risk-reversal.

Abbildung 18: Risk-reversal Kurve 1 Monat bis 5 Jahre im EURCHF-Wechselkurs



Dies impliziert für die Notenbank einen anderen Approach als erfolgversprechend. Auch mit einer solchen Situation könnte die SNB potentiell Erfolg haben, aber dies erforderte genaue Kenntnis des financial engineerings und der Funktionsweise der Options-desks. Dazu kommt, dass der Franken nun zu einer der wichtigsten oder sogar der Spekulationswährung der Welt geworden ist.

Insgesamt darf wohl geschlossen werden, dass am Ursprung der Frankenaufwertung nicht böse Spekulanten, spezifische Gruppen von Investoren hinter der Frankenaufwertung standen. Im Wesentlichen waren es Exporteure, inländische Firmen mit Liquidität in EUR, die ihre EUR-Exposures über Optionen abgesichert haben oder teilweise in CHF umgeschichtet haben. Global tätige hedge funds dürften ebenfalls dahinter stecken, aber sie haben viel an relativer Bedeutung verloren gegenüber den grossen global macro funds der 1990er Jahre. 2011 hat hingegen eine massive Verbreiterung eingesetzt. Immer mehr Exporteure, bei denen der break-even erreicht war, mussten ihre Exposures oder zukünftigen Einkünfte auf immer längere Zeiträume hin absichern. Zusätzlich ist der Franken zum global trade of the year geworden: Aus den Daten der nordamerikanischen Futures-Börsen geht hervor, dass der Franken zu einer oder der meistgehandelten Währung geworden ist. Kleine und grosse Spekulanten im Währungsbereich haben den Franken als eines der bevorzugten Vehikel identifiziert und sich entsprechend positioniert. Internationale Anleger haben begonnen, in den Franken zu diversifizieren, nicht nur solche mit Konten in der Schweiz, sondern auch solche mit Konten im Ausland bei Nicht-Schweizer Banken. Umschichtungen aus Risiküberlegungen aus Cash-Beständen in EUR und in anderen Währun-

gen in CHF erfolgten zunächst nicht primär spekulativ, sondern aus Absicherungsgeschäften und aus Risikoaversion. Was hinter der Frankenaufwertung steckt, ist ihr klassischer Mechanismus also. Ohne eine spezielle Rolle der Notenbank ist aber ein Ausbruch aus einer dreissigjährigen Untergrenze, wie es 1.50 oder 1.45 im EURCHF darstellte, gar nicht vorstellbar.

Schweizerische Fiskal- und Geldpolitik: Der Schweizer Beitrag zur Frankenstärke

Die Franken-Stärke ausschliesslich mit der USD- und EUR-Krise zu erklären, wäre verfehlt. Sie hängt auch mit makroökonomischen Entwicklungen und sogar primär mit fiskal- und geldpolitischen Entscheidungen auf schweizerischer Seite zusammen.

Binnenwirtschaftlicher Wachstumsschub durch Personenfreizügigkeit und Fiskalimpulse

Nach einem Jahrzehnt wirtschaftlicher Stagnation ist die Schweiz seit 2003 auf einen Wachstumsprozess eingeschwenkt, der nicht nur exportgetrieben ist, sondern auch starke autonome binnenwirtschaftliche Antriebsfaktoren hat. Die Schweizer Wirtschaft hat sich besonders erfolgreich auf die grossen Schwellenländer ausgerichtet, und erzielt dort im Export erstaunliche Wachstumsraten. Die Öffnung des Arbeitsmarktes durch die Personenfreizügigkeit mit der Europäischen Union sowie eine erhöhte Geburtenrate hat zu einem starken Bevölkerungswachstum geführt. Dadurch wurde die Wohnbautätigkeit angeregt, welche auch von niedrigen Zinsen und von Impulsen aus Energieprogrammen profitierte. Ganz wichtig ist auch die verstärkte Ansiedlung ausländischer Firmen, die von den tiefen Unternehmenssteuern in der Schweiz profitieren, auch selektiv gewährten im Rahmen kantonaler Wirtschafts-Förderungsprogramme. Die Zuwanderung qualifizierter ausländischer Kader und Fachkräfte erlaubte darüber hinaus Produktivitätsgewinne, die wiederum der Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie zu Gute kamen. In der Fiskalpolitik führten systematische Fehlbudgetierungen zu geringen Ausgaben, vor allem im Infrastrukturbereich, was anhaltende Budgetüberschüsse der Eidgenossenschaft hervorrief. Seit dem Ausbruch der Finanz- und Staatschuldenkrise ist die Diskrepanz zwischen der Eurozone und der Schweiz nirgends so evident bei dem Trend der Staatsfinanzen. Die Schweiz hat niedrigere Schuldenquoten zum BIP und erwirtschaftet hohe laufende Budgetüberschüsse, während alle wichtigen Länder der Eurozone stark explodierende Staatsschulden zum BIP und anhaltend hohe Budgetdefizite aufweisen. Auch zum positiven Bild der Schweizer Staatsfinanzen beigetragen hat die geglückte Rettungsaktion von Bund und SNB für die UBS, die für den Bund sogar mit einem Milliarden-Kursgewinn für die Aktien endete. Die Sorge um die längerfristige Finanzierbarkeit der Defizite und Staatsschulden nicht nur der PIG-Länder, sondern auch im Kern der Eurozone haben wahrscheinlich erstmals zu einer Risiko-Präferenz für Frankenanlagen geführt. Es äussert sich die aber nicht in erkennbaren Käufen von Staatsanleihen in CHF, sondern in einer isolierten Frankenstärke. Der schweizerische Obligationenmarkt ist bedingt durch die Stempelsteuer eine einheimische Angelegenheit auf dem Sekundärmarkt.

Explodierende Staatsschulden, die nicht nur durch eine Geldpolitik mit tiefen Zinsen akkommodiert werden, sondern direkt durch Offenmarktoperationen in den Bilanzen der Notenbanken sich widerspiegeln, werfen einen grellen Schein auf den Musterknaben. Dass die Schweiz finanzpolitisch so gut dasteht, ist nicht zuletzt der sehr erfolgreichen Geldpolitik des letzten Jahrzehnts zuzuschreiben, aber eben auch Personenfreizügigkeit / Immigration und zahlreichen steuerlichen Impulsen für die Unternehmensbesteuerung. Von daher ist eine Risikoaversion gegenüber dem EUR und eine Präferenz für den Franken verständlich.

Geldpolitik: H1 2010: Die angekündigte Straffung der Geldpolitik – „ineffektive“ Devisenmarktinterventionen?

(Vorbemerkung: Der folgende Abschnitt analysiert die Geldpolitik und die Devisenmarkt-Interventionen in H1 2010. Es geht dabei nicht darum, die SNB als Institution oder einzelne Personen zu kritisieren. Aber das genaue Verständnis dessen, was passiert ist, erscheint wichtig, um die meines Erachtens falsche Perzeption der Effekte der Notenbankpolitik und von Devisenmarkt-Interventionen für den Wechselkurs bei vielen Kommentatoren und Kritikern zu korrigieren. Die Darstellung soll im Gegenteil zeigen, dass die SNB sehr grosse Chancen hat, sich durchzusetzen, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind)

Die SNB hat in Bezug auf die Geldpolitik wie auf den Wechselkurs Ende 2009 eine deutliche Wende vollzogen. Sie weckte die Erwartung mittelfristig steigender Geldmarktsätze und rückte von ihrem im- resp. expliziten Wechselkursziel/-untergrenze ab.

Dies geschah erstmals beim geldpolitischen Entscheid Mitte Dezember 2009. Die SNB rückte von der vorher verfolgten Geldpolitik ab und kündigte an, dass sie aufgrund der Inflationsaussichten die expansive Geldpolitik nicht endlos weiterführen könne, ohne die mittel- und langfristige Preisstabilität zu gefährden. Mit anderen Worten kündigte sie nicht für die nächsten 3 Monate, aber für den weiteren Jahresverlauf und ganz sicher für den Zeitraum der Inflationsprognose (bis Mitte 2012) höhere Zinsen an. Die SNB änderte auch ihre Aussage in Bezug auf den EURCHF Wechselkurs, indem sie nur noch sagte, dass sie einer übermässigen Aufwertung sich entgegenstellen werde. Vorher hatte sie im geldpolitischen Beschluss jeweils signalisiert, dass sie keine Aufwertung zulassen würde. Die Ankündigung einer mittelfristig veränderten Geldpolitik erfolgte in einem Umfeld, wo fast alle Notenbanken noch an unverändert extrem tiefen Leit- oder Interventionssätzen festhielten. Der Entscheid der SNB war also weltweit isoliert und divergierte notabene von der Politikausrichtung der EZB. Der Franken begann sich sofort zu befestigen, und EURCHF fiel in den folgenden Tagen unter die Marke von 1.50. Gleiches wiederholte sich im März 2010. Wieder wurde ein geldpolitischer Beschluss kommuniziert, der auf eine Straffung in mittlerer Frist hindeutete aufgrund der Inflationsprognose. Wieder wurde in bezug auf den EURCHF Wechselkurs festgestellt, dass einer übermässigen Aufwertung entgegengetreten würde. Dies bei einem Niveau von 1.45, d.h. knapp über dem damaligen Allzeit-Tief. Exakt dasselbe wie im Dezember 2009 wiederholte sich, der EURCHF durchschlug in den folgenden Tagen das Allzeit-Tief und setzte den Abstieg fort. Nochmals wiederholte sich dieses Muster im Juni-Quartalsbericht. Wiederrum, nachdem der EURCHF bereits unter 1.40 gefallen war und am Vorabend des geldpolitischen Entscheids knapp über 1.40 handelte, betonte die SNB die Notwendigkeit der Straffung der Geldpolitik in mittlerer Frist. Zusätzlich sprach sie vom Wegfall des Deflationsrisikos, und begründete damit auch die Aufgabe der Deviseninterventionen. In den Folgetagen ging der EURCHF in einen Sturzflug über und fiel direkt von knapp 1.40 auf knapp über 1.30.

Die SNB hat mit ihrer Ankündigung einer isolierten und von der EZB abweichenden Straffung der Geldpolitik und der Aufgabe von Wechselkursuntergrenzen – zuerst 1.50, dann 1.44, dann 1.40, den Sturz des EURCHF direkt motiviert. Sie hat dabei eine Abkehr von der jahrzehntelangen Praxis genommen, an wichtigen Kursniveaus oder Kursuntergrenzen den EURCHF mit geldpolitischen Aussagen oder Aktionen und mit Aussagen zum Wechselkurs zu stabilisieren, und stattdessen mit ihren Aussagen direkt den Anstieg des Frankens angestossen. Für den initialen Sturzflug von EURCHF ist die SNB wesentlich mitverantwortlich. Nun kann das gerechtfertigt sein durch das Primat der Preisstabilität. Die SNB hatte bei diesen drei Quartalsmeetings eine Inflationsprognose, die eine steigende Teuerung vorhersagte und am Ende des Prognosezeitraums über die von ihr festgelegte Grenze von 2% anstieg.

Beim initialen Frankenanstieg war sie sich des Mechanismus wohl gar nicht bewusst: Systematisch bestand in EURCHF eine von Hedging-Absichten herrührende Exposition mit Puts, meist deutlich out of the money, die durch Verschreiben gegenläufiger Calls (oder durch Verschreiben von Calls auf ähnliche Währungspaare) finanziert wurde (collar). Stürzt der Wechselkurs dann aus der etablierten Bandbreite ab, setzt ein zusätzliches Hedging der Exporteure oder ausländischen Kapitalmarkt-Emittenten über Put-Optionen einerseits, ein reges Delta-, Gamma- und Vega-hedging der Optionen-Desks ein, weil die Optionen ins Geld kommen und zusätzlich die Volatilität ansteigt. Genauso ist es in H1 2010 passiert.

Für mit dem Devisenmarkt nicht vertraute Leser sei dies im Folgenden illustriert:

- Solange EURCHF über 1.50 lag, wurden vermutlich in gewissem Mass Put-Optionen mit strikes zwischen 1.40- und unter 1.50 zu Absicherungs-Zwecken gekauft. Weil sie out-of-the-money waren, und die Vola sehr niedrig lag, waren die Prämien sehr billig.
- Als der Kurs SNB-induziert unter 1.50 fiel, stieg das Delta dieser Optionen an, weil der Kassakurs sich den strikes der Optionen näherte oder sie bei den höheren strikes unterschritt. Out-of-the-money Optionen haben tiefe Deltas zwischen praktisch 0 und 0.5, at the money liegt das Delta bei 0.5, und in the money steigt es rasch gegen eins, wenn der Kassakurs weiter fällt. Die Options-Desks mussten plötzlich sehr grosse Beträge von EURCHF am Kassamarkt verkaufen, weil das aggregierte Delta in den Büchern scharf anstieg.
- Um dies zu exemplifizieren: Bei einer Options-Exposure von Notional 1 Mrd EUR. und einem Delta von 0.2 muss vom Desk 200 Mio EUR verkauft werden, bei einem Delta von 0.8 aber 800 Mio. Wenn die Volatilität noch zusätzlich ansteigt, kann das rasch das Fünffache und mehr des ursprünglichen Betrages ausmachen.
- Aus der Graphik, welche den Spotpreis und die Volatilität von EURCHF gegeneinander abbildet, ist zu ersehen, dass die Volatilität explosionsartig ansteigt mit dem Fall des Kassakurses, der aus der Bandbreite fällt. Auch die Risk-Reversals fallen mit dem Spotpreis. Mit anderen Worten heizt der Fall unter die als sicher geltende Untergrenze von 1.50 resp. 1.45 resp. 1.40 eine hektische Zusatzabsicherung von Kundenseite einerseits über Put-Optionen, eine erhebliche zusätzliche Hedging-Aktivität der Options-Desks andererseits an.
- Ebenfalls in die gleiche Richtung dürfte das Hedging der exotischen Optionen, etwa der Barrier-options gewirkt haben. Bei einer so tiefen Volatilität und als dauerhaft wahrgenommenen Untergrenze in EURCHF muss es grosse Mengen von Barrier-Strukturen im Markt gegeben haben. Oberhalb der Barrier dürfte von den Options-Desks oder von Akteuren mit grossen Barrierstrukturen im Schnitt hektisch EURCHF gekauft worden sein, d.h. die SNB wurde vom Hedging der Barrier-Strukturen unterstützt. Sobald diese barriers aber durchschlagen waren, setzten riesige Volumina im Hedging der Option-Desks in die andere Richtung ein, etwa bei Knock-in Optionen. Es kann als sicher gelten, dass angesichts der jahrzehntelangen impliziten Untergrenze von 1.50 bzw. 1.45 zahlreiche Produkte im Markt platziert waren, deren barriers dort oder nicht allzu weit davon entfernt lagen.
- Durch den explosionsartigen Anstieg der Volatilität werden Vanna- und Volga-Hedging¹⁷ zu noch stärkeren Hebeln der Abwärtsbewegung.

¹⁷ Das Vanna kann als Veränderung des Delta in Abhängigkeit von der Volatilität (oder invers) ausgedrückt werden, das Volga als Veränderung der Volatilität.

Befremdend war die Tatsache, dass die SNB mit ihren geldpolitischen Ankündigungen in den Quartalen Q4 2009 bis Q2 2010 einerseits den Sturz des EURCHF motiviert hat, gleichzeitig aber nach vollbrachter Tat jeweils entgegengesetzt und offenbar mit hohen Summen interveniert hat. Diese Interventionen waren nicht wirkungslos, im Gegenteil. Bis zur Ankündigung ihrer Aufgabe im Juni 2010 war das Tempo des Rückgangs von EURCHF begrenzt, der EURCHF stand damals am Vorabend des Quartalsberichts knapp über 1.40. Auf handelsgewichteter Basis war die Aufwertung noch geringer. Die SNB erreichte mit anderen Worten ihr Ziel einer nicht-übermässigen Aufwertung des Franken. Hingegen waren die Interventionen weder intendiert noch geeignet, eine Trendumkehr einzuleiten. Denn die SNB musste aufgrund ihrer gewählten geldpolitischen Ausrichtung erst dann intervenieren, wenn der Franken sich stark oder übermässig aufwertete und die Optionen stark ins Geld kamen, das heisst die Optionsdesks sehr grosse Beträge am Kassamarkt verkaufen mussten. Ineffektiver konnte die SNB die Mittel nicht einsetzen: Solange die Optionen out-of the money waren, wäre es billig gewesen zu intervenieren, es hätte keine so grossen Beträge gebraucht, das Delta und die Vola lagen tief. Sobald aber die Put-Optionen ins Geld kamen, braucht es das Mehrfache an Beträgen, weil die SNB dann gegen zusätzliche Absicherungen und gegen das absolut mechanische Risiko-Management der Options-desks der Banken ankämpfen musste.

Auch die Form der Devisenmarkt-Interventionen war ungeeignet, dem Markt ein klares Signal zu geben. Oft wurden sie über die BIZ ausgeführt und jedenfalls dem Markt nie klar signalisiert, wie dies andere Notenbanken tun. Die SNB gab keine Bestätigung von Interventionen, und oft wurden sie am Nachmittag oder gegen Ende des Tages ausgelöst, d.h. nach erfolgtem Kurssturz. Die Interventionen gingen auch nicht soweit, das Ausgangs-Niveau des Kassakurses wieder zu übersteigen, was ein synchrones Auflösen der Hedges der Options-Desks und damit eine Trendumkehr ausgelöst hätte. Wenn daraus eine Lehre gezogen werden kann, dann die, dass eine klar kommunizierte Untergrenze eine klare Leitplanke ist, an der sich der Markt orientieren kann. Bei Interventionen nur bei übermässiger Aufwertung ist unklar und wird vom Markt getestet, was wann als übermässig angesehen wird.

Die Kommunikation der Interventionen war nicht konsistent: Die SNB begründete die Notwendigkeit von zukünftigen Zinserhöhungen zwischen Dezember 2009 und September 2010 explizit mit den Inflationsaussichten, was zur Frankenaufwertung führte. Mit Deflationsrisiken begründete sie im genau gleichen Zeitraum, d.h. bis Mitte Juni 2010, die Notwendigkeit entgegengesetzter Devisenmarktinterventionen, was ihnen geldpolitische Glaubwürdigkeit nahm.

Im Juni 2010 gab die SNB die Devisenmarkt-Interventionen auf. Sie begründete dies damit, dass die Deflationsgefahr jetzt gebannt sei – eine mit den vorangegangenen Beschlüssen konsistente Argumentation. Nur hatten die Inflationsaussichten Mitte Jahr genau die gleiche Form wie im Dezember 2009. Zudem liess die SNB die Warnung fallen, dass sie einer übermässigen Aufwertung entgegentreten werde. Was die SNB damit dem Markt signalisierte, war dreierlei:

- Eine geldpolitische Straffung wird kommen, nun zum drittenmal bestätigt. Sie wird unbesehen vom Effekt auf den Wechselkurs und von der im Mai im Zusammenhang mit der Griechenland-Krise einsetzenden Flucht in den Franken kommen.
- Die Implikationen für den Wechselkurs sind uns vorerst nicht mehr wichtig, da die Deflationsgefahr gebannt ist.
- Auch die verstärkte Nachfrage nach Franken im Zusammenhang mit der Griechenland-Krise ist für die Geldpolitik nicht relevant, jeglicher Hinweis auf eventuelle Interventionen unterblieb, explizit wurde das Gegenteil signalisiert.

In den Tagen nach der Publikation des geldpolitischen Beschlusses sackte EURCHF von 1.40 auf gegen 1.30 ab. Von diesem Zeitpunkt an, d.h. Mitte Juni 2010 war EURCHF zum Abschluss freigegeben¹⁸, und EURCHF definitiv einfach zum Abbild der PIG-CDS mutiert. Die PIG-CDS repräsentieren die Kosten der Versicherung gegen einen Kreditausfall in Portugal, Irland und Griechenland, wobei die CDS der respektiven Länder mit je 1/3 gewichtet wurden. Weltweit gibt es kein Währungspaar, das auch nur annähernd die gleiche Korrelation zur Risikoprämie in der Eurozone hergibt wie EURCHF. Abbildung 19 zeigt die PIG-CDS gegenüber dem CHFEUR-Wechselkurs.

Die SNB hat im Effekt durch diese Politikänderung vom Juni 2010 die Kontrolle über den für die Schweizer Wirtschaft zentralen EURCHF-Wechselkurs aufgegeben. Dieser steht seither primär unter dem Einfluss der Risikoprämie in der Eurozone. Waren schon die geldpolitischen Entscheidungen in Q4 2009 und Q1 2010 nicht ganz glücklich, so dürfte der Entscheid im Q2 2010 im Rückblick weitaus gewichtiger gewesen sein. Nicht nur wurde der Kurs freigegeben, was zu den heutigen Schwierigkeiten führte, sondern die hoch gehebelte Bilanzposition aus den Interventionen wurde zum Verlust- und Prestigerisiko. Im Rückblick hätte die SNB damals wohl eine neue Untergrenze bei 1.40 definieren und durchsetzen sollen. Interventionen, vor allem solche in den quantitativen Grössenordnungen wie in Q2 2010, müssen ohne wenn und aber durch nachfolgende Aktionen untermauert werden. Auch die Beurteilung erwies sich im nachhinein als falsch: Genau mit Ausbruch der Griechenland-Krise haben sich die Deflationsrisiken in Europa erst richtig herausgebildet, und sind nicht wie damals kommuniziert zurückgegangen. Dieser letztere Punkt soll aber demonstrieren, wie schwierig Zentralbankpolitik ist: Entscheidungen erfolgen unter Zeitdruck und unter hoher Unsicherheit.

Von Mitte Juni 2010 bis Mitte Juli 2011 nahm die SNB keinen sichtbaren Einfluss mehr auf den EURCHF-Wechselkurs. Für die Märkte bedeutete dies, dass die SNB die Rückkehr des Frankens zum sicheren Hafen zumindest duldete.

Abbildung 19: PIGS-CDS und CHFEUR-Wechselkurs



¹⁸ Am Vorabend der Pressekonferenz lag EURCHF noch bei 1.4040, nachher ging der Wechselkurs in den freien Fall über.

Zusammenfassung: Die SNB hat den Kurssturz von EURCHF durch ihre geldpolitischen Entscheide in Q4 2009-Q2 2010 gewissermassen ausgelöst. Sie hat diese Entscheide mit den Inflationsaussichten begründet, und im gleichen Zeitraum in noch nie gesehene Ausmass entgegengesetzte Devisenmarkt-Interventionen zur Schadensbegrenzung getätigt. Im Unterschied zu den Interventionen der beiden Vorjahre standen die Interventionen aber im Widerspruch zur grundlegenden Orientierung der Geldpolitik und waren – neben der ineffektiven Implementierung und Kommunikation – deshalb nur von begrenzter Wirkung. In der Öffentlichkeit aber ist der falsche Eindruck entstanden, mit den Mitteln der Geldpolitik – Zinspolitik, Wechselkursaussagen oder –ziele/-untergrenze, Devisenmarkt-Interventionen – könne die Notenbank in einem Meer von Devisentransaktionen ohnehin keine durchschlagende Wirkung entfalten. Bei Wirtschaftsverbänden und Finanzmarkt-Ökonomen ohne Verständnis des Devisenmarktes kam deshalb die Zeit der resignativen Anpassung und inadäquaten Vorschläge. Hervorzuheben ist demgegenüber, dass die Interventionen zu keinem Zeitpunkt wirkungslos waren. Es ist nicht so, dass trotz Interventionen der EURCHF durchsackte, weil viel stärkere Marktkräfte wirksam waren. Die SNB hat im Gegenteil den Kurs unter Kontrolle gehabt und diese Kontrolle im Juni 2010 bewusst aufgegeben.

Die Wirkung war zweierlei: Mit deutlich mehr als hundert Milliarden EUR Interventionen hat die SNB keinen nachhaltigen Einfluss gehabt, während sie mit einem deutlich kleineren Betrag den Wechselkurs ohne weiteres oberhalb von 1.45/ 1.50 hätte stabilisieren können. Unangenehm ist die Tatsache, dass der Franken sich so stark aufgewertet hat, obschon weltweit das Währungsgefüge erst sichtbare Risse hat, aber noch keine offene Krise ausgebrochen ist. Im Euro ist durch die scharfe Deflationspolitik gegenüber den PIG-Staaten eine Zuspitzung der Krise vorprogrammiert. Ohne eine überzeugende Modifikation, wenn nicht eine Überholung des geldpolitischen Konzepts, dürfte eine Befestigung des EURCHF und damit des handelsgewichteten Wechselkurses sehr schwierig werden.

SNB: Bilanzrisiken, angeschlagene Reputation und (un-)eingeschränkter Handlungsspielraum?

Die Schweizer Wirtschaft steht an einer kritischen Stelle. Der Franken hat sich isoliert aufgewertet, und es wird allein davon einen realwirtschaftlichen Schaden daraus geben. Sollte der Wechselkurs längere Zeit auf dem jetzigen Niveau verharren, wird der Schaden erheblich grösser. Schlimmer: Am Horizont lauert potentiell eine globale Rezession **und** Währungskrise, Krise des Dollars **und** des Euros. Ein scheinbar fixer Zusammenhang zwischen PIG-Risikoprämie und EURCHF hat sich herausgebildet und ist nun fest in den Risikomodellen von globalen Banken und anderen Marktteilnehmern wie Hedge Funds oder aktiven Währungsspekulanten verankert.

Als Folge der Devisenmarkt-Operationen ist die SNB-Spitze, respektive allein ihr Präsident, in das Schussfeld von Presse und Politik geraten. Durch diese Angriffe wurde der SNB-Spitze in einem gewissen Sinne die Möglichkeit genommen, die Kontrolle über den Wechselkurs wiederzugewinnen. Es gab kaum mehr Unterstützung für mögliche Devisenmarkt-Interventionen in der Politik, die SNB operiert aber ganz klar in einem politischen Umfeld.

Von aussen betrachtet und ohne genügende Kenntnisse interner Vorgänge bietet sich ein etwas anderes Bild als das gegenwärtig in der Presse diskutierte:

Die heutige SNB-Spitze hat einen hervorragenden Leistungsausweis für die Jahre seit 2003. Sie hat, gemessen an Wirtschaftswachstum und Inflation, einen weit besseren Leistungsausweis als frühere SNB-Präsiden, vor allem in den 1980er und der ersten Hälfte der 1990er Jahre. In der Finanzkrise reagierte sie resolut und erfolgreich. Hingegen sind tatsächlich die Kommunikation der Geldpolitik und das Verhalten gegenüber der Entwicklung des Frankenkurses seit Jahresbeginn 2010 sehr problematisch. Wichtig ist zunächst, dass das Ergebnis sicher nicht so beabsich-

tigt war. Ohne Gewähr, aber vermutlich wollte die SNB-Spitze vom Dezember 2009 an einfach keinen Raum für aufkeimende Inflationserwartungen lassen, und gleichzeitig dem Devisenmarkt signalisieren, dass keine übertriebene Aufwertung erfolgen sollte. Meiner Meinung nach sind fünf wesentliche Punkte dafür verantwortlich, dass das Ergebnis dann anders als beabsichtigt ausfiel: Zwei Schwachstellen des geldpolitischen Konzepts des Inflationsziels, ein externer, zu Beginn nicht zu erwartender Schock in Form der Griechenland-Krise sowie eine ineffiziente Implementierung der Devisenmarkt-Interventionen:

- Das Inflationsmodell und die mittelfristige Inflationsprognose: Im SNB Inflationsmodell spielen Geldmengenaggregate im Hinterkopf immer noch eine wichtige oder zumindest eine gewisse Rolle. Diese Geldmengenaggregate hatten mit der Ausnahme von M3 im Jahr 2009 extrem hohe Wachstumsraten. Aufgrund der üblichen Verzögerung müsste spätestens 2012/13, aber eigentlich schon beginnend in 2011 die Inflation massiv ansteigen. In H1 2010 stieg die Basisgeldmenge nochmals beschleunigt an, während die Wachstumsraten von M1 und M2 sich stark zurückbildeten. Diese Indikatoren erscheinen aus heutiger Sicht als unbrauchbar, um irgendeine Aussage über die zukünftige Inflation zu machen. Jedermann weiss, dass wir 2012/13 nicht mit ansteigender Inflation, sondern mit der realen Gefahr einer deflationären und auf jeden Fall rezessiven Entwicklung zu rechnen haben.
- Die Inflationsaussichten relativ mechanisch als Leitschnur geldpolitischer Aussagen zu nehmen dürfte ebenso problematisch sein. Die SNB verwendet dazu verschiedene Inflationsmodelle. Wenn man die Unsicherheiten über die exogenen Faktoren der Inflation wie über die wirklichen Treiber der Inlandteuerung in der Schweiz kennt, ist das problematisch. Die Inflationsprognose überstieg bei den 3 Quartalsprognosen Q4 2009 bis Q2 2010 für den Schluss der Periode das 2%-Niveau. Die Prognosequalität für diesen Zeitraum dürfte eher gering sein. Mit auf diesen Inflationsprognosen mässiger Qualität abgestützten Aussagen beeinflusste die Notenbankspitze nicht nur den EURCHF-Wechselkurs in wahrscheinlich nicht intendierter Richtung und Ausmass, sie vergab sich generell zu viele Handlungsspielräume. Dies ist eine weitere Schwachstelle der Implementierung des Konzepts. Letzten Endes sind die Handlungsspielräume der SNB in Bezug auf die Zinssetzung geringer. Systematisch und frühzeitig von der zu erwartenden EZB-Politik abzuweichen hat eben starke Wechselkurseffekte.
- Es ist nicht so sehr die Geldpolitik in den nächsten 3 Monaten, sondern die mittelfristige Orientierung der Geldpolitik, die auch den EURCHF-Wechselkurs bestimmt. Die SNB-Spitze schien nicht mit diesem Zusammenhang zu rechnen, sondern baute offenbar auf die Zinsdifferenz bei den 3-Monats-Libor Sätzen. Die SNB-Spitze signalisierte dreimal klar, dass sie nicht für die Folgeperiode, aber mittelfristig die Geldpolitik straffen wollte. Mit einer solchen Ankündigung kann nicht nur eine Anpassung von 0.25 oder 0.5% bei den Leitzinsen gemeint sein, das hätte keinen genügend dämpfenden Effekt auf die Inflation, deshalb die jeweils starke Reaktion des Devisenmarktes. In empirischen EURCHF-Modellen ist der Einfluss der Erwartungen über die Geldpolitik schwieriger zu operationalisieren, weil es einen starken entgegengesetzten Einfluss vom Wechselkurs auf die erwartete Geldpolitik gibt, mit anderen Worten eine simultane Beziehung. Nichtsdestotrotz ist der Einfluss der mittelfristig erwarteten Geldpolitik eben auch stark wie bei anderen Währungspaaren. Auch dies ist eine Schwachstelle des geldpolitischen Konzepts.
- Die Anfang Mai 2010 vollends ausgebrochene Griechenland-Krise beschleunigte die Verkäufe in EURCHF und warf die SNB in eine Situation ohne Alternative. Die SNB hatte, gegeben ihre vorherigen Bekenntnisse, keine andere Wahl als einfach hinzustehen und gewaltige Summen gegen den Anstieg des Frankens auszugeben. Sie hatte sich ja im März 2010 dazu bekannt, einem übermässigen Frankenanstieg entschieden entgegenzutreten. Es ist nichts als fair anzuerkennen, dass dies eine vollkommen neue Situation darstellte. Die Kritiker der Interventionen mussten zur Kenntnis nehmen, dass damals der Kurs ohne die Intervention

der SNB wohl in einen Sturzflug übergegangen wäre. Zudem wäre die geldpolitische Glaubwürdigkeit der SNB bei Abseitsstehen angeschlagen gewesen.

- Die Devisenmarkt-Interventionen wurden über diese sechs Monate hinweg in verschiedenerlei Hinsicht nicht genügend effektiv ausgeführt. (Siehe Analyse vorher). Immerhin stand EURCHF bei der Ankündigung der Aufgabe der Interventionen Mitte Juni immer noch bei 1.40, d.h. der Franken hatte sich erst moderat aufgewertet. Auf handelsgewichteter Basis war die Aufwertung noch schwächer, wie Danthine im Quartalsheft vom März 2011 korrekt analysiert. Das Problem ist, dass die riesigen Interventionen nachher wertlos wurden durch die Ankündigung der Geldpolitik im Juni 2010. Obschon im Mai eine schwere Finanzmarktkrise in Europa ausgebrochen war, mit einer Panik in allen globalen Finanzmärkten, stützte die SNB ihren geldpolitischen Beschluss weiterhin nur auf die Inflationsaussichten (Inflationsprognose) ab. Sie zog jegliches Bekenntnis zur Stabilisierung des Wechselkurses zurück. Der EURCHF wurde dadurch zum freien Fall freigegeben. Die Kenntnisse und Erfahrungen in der SNB für die Bewegung in einem System mit einer impliziten Untergrenze waren vollkommen adäquat. Sie waren aber ungenügend in einem Regime, wo die jahrzehntelange Untergrenze durchschlagen worden war und sich ein giftiger Derivate-Cocktail im Markt zusammenzubrauen begann.

Zusammenfassung

In der Geldpolitik ist 2010/11 ein Bruch mit über 30 Jahren eingeübter und zuletzt auch 2008/09 sehr erfolgreicher pragmatischer Wechselkurssteuerung passiert. Zugrunde lagen fachliche Probleme und Schwächen des Konzepts der Inflationsziele, ein externer Schock zur Unzeit – zudem anfänglich falsch interpretiert – und Schwierigkeiten bei der praktischen Implementierung von Interventionen.

Die Problemstellung kann in vier Teile zerlegt werden:

- Bei der bis Anfang August 2011 eingeschlagenen Politik waren Wechselkurs und Zinsen zum Spielball des Erfolgs der Deflationspolitik für die PIG-Länder in der Eurozone und sekundär zum Spielball des deutlich angezählten Schuldensystems der USA geworden. Das ist per se eine gefährliche Situation. Berücksichtigt man die Konklusionen über die Schulden-Deflations-Dynamik in Europa, ist dies keine wünschenswerte Alternative mehr.
- Die Zeit drängt insofern, als das Überschiessen des Frankenkurses in Kürze eine Lawine von Abbau-Massnahmen losstrecken dürfte, mit negativen Folgen für Konjunktur und längerfristiges Wirtschaftswachstum. Der Leverage der Notenbank-Bilanz ist ausserdem so hoch, dass bei einem Schuss in die falsche Richtung milliardenschwere Sanierungsprogramme auf die öffentliche Hand zukommen.
- Einfach ist es nicht angesichts der externen Rahmenbedingungen. Zum ersten Mal ist EURCHF zum primären Vehikel für die globale Währungsspekulation und Vermögensumschichtungen geworden, mit völlig neuen Marktteilnehmern und möglicherweise anderen Adressaten der geldpolitischen Kommunikation. Zudem gibt es weniger Support mehr von der Derivateseite. Solange die implizite Untergrenze im Markt verankert war, gab es eine grosse Unterstützung vom Verhalten der Akteure und von den Barrierstrukturen. Jetzt ist die Situation komplexer: Kassakurs, Volatilität und Risk-Reversals gehen alle in die gleiche Richtung und wirken als Trendverstärker. Zu meinen, dass jetzt die Chance besser sei, wo der Wechselkurs 20-25% von der wie auch immer berechneten Kaufkraftparität entfernt liegt, ist meines Erachtens nicht per se korrekt. Es ist schwieriger, jetzt den Wechselkurs zu stabilisieren, und erfordert jedenfalls neue Wege, ihn in Richtung langfristiges Gleichgewicht zurückzubringen.

- Klar ist, dass die SNB Handlungsbedarf signalisiert hat, sie hat aber keine grosse Marge für weitere Irrtümer. Diese würden irreversible und langfristige Schäden hervorrufen.

Positiv ist anzumerken, dass seit Beginn August 2011 ein Umschwung in Politik, Wirtschaft und öffentlicher Meinung eingetreten ist. Angesichts der Verhältnisse und öffentlichen Meinung war es bis vor kurzem unmöglich, wirklich im Markt zu intervenieren und grössere geldpolitische Aktionen zu lancieren. In einem solchen Umfeld dann eine klare Sprache zu sprechen, ist auch nicht einfach, die Notenbank konnte ja nicht ohne weiteres nachliefern. Unter anderem deshalb war wohl auch die Kommunikation der SNB derart einsilbig und zurückhaltend.

Was aus meiner Sicht überraschend ist, sind hingegen die Summen, die jetzt von allen Seiten für mögliche Interventionen schon im Voraus abgenickt werden. Beträge von mehreren Hundert Milliarden sind plötzlich kein Problem mehr. Natürlich sind so grosse Summen theoretisch denkbar, in der gegenwärtigen Konjunkturlage auch risikolos in Bezug auf die Inflation. Eine Optimierung von Einsatz und Risiko zeigt aber, dass zusätzliche Massnahmen im financial engineering und in Bezug auf Regulationen nötig sind, um effektiv durchschlagen zu können, ohne später auf dem falschen Fuss erwischt zu werden.

6 Die Alternativen für die SNB-Politik

Die SNB hat seit Übergang zu flexiblen Wechselkursen verschiedene geldpolitische Konzepte gehabt. Ab 1975 Geldmengenziele für M1, später ab 1979/80 für die Notenbankgeldmenge, einmalig ein Wechselkursziel 1978/79 und seit 1998 Inflationsziele. Die Philosophie der Geldpolitik war stark monetaristisch inspiriert, was eigentlich wenig Spielraum für Wechselkursereinigungen enthielt. In der Realität aber war die Wahrnehmung im Markt viel pragmatischer, de facto ergänzt um eine Wechselkurs-Untergrenze seit 1978 für DEM/CHF bei 80, die jahre- oder fast jahrzehntelang nachhallte, und für EURCHF bei 1.45/1.50.

Diese Perzeption im Markt wurde durch das effektive geldpolitische Verhalten mitgeprägt. Nicht über die ganze Periode hinweg war das Verhalten identisch. De facto hat die SNB über die Steuerung der Zinsdifferenz sei es des Diskontsatzes, sei es des 3-Monats-Liborsatzes, zur DEM und seit 1999 zum EUR auf den Wechselkurs Einfluss genommen, sie hat darüber hinaus die Zinserwartungen entsprechend dirigiert, und im täglichen Feintuning der Geldmarktoperationen ebenfalls Signale ausgesendet, falls nötig. Von Herbst 2008 bis Dezember 2009 hat die SNB eine Wechselkursuntergrenze von 1.50 für EURCHF gehabt und diese mit Devisenmarktinterventionen auch untermauert. Diese implizite Wechselkurs-Untergrenze, die über lange Jahrzehnte sich herausgebildet und durch die Praxis der SNB-Politik verfestigt hat, ist durch die von Dezember 2009 an betriebene Geldpolitik ausser Kraft gesetzt worden. Die jetzige Situation ist deshalb nur noch mit derjenigen der zweiten Hälfte der 1970er Jahre vergleichbar. Mitte der 1990er Jahre, bei der zweiten Aufwertungskrise, ging DEMCHF nie längere Zeit unter 80.

Was darüber hinaus berücksichtigt werden muss, ist die global veränderte Währungslandschaft. Die beiden grossen Währungsräume stecken im eisernen Griff einer Schuldendeflation, mit der Sekundärwirkung einer drohenden Staatsschuldenkrise. Die Eigendynamik der Schuldendeflation und die aus politischen Gründen zunehmend verfehlten Wirtschaftspolitiken – Kombination von Finanz- und Geldpolitik – drohen sich in verhängnisvoller Weise zu verzahnen und lassen das Gespenst einer globalen Schuldendeflation am Horizont erscheinen. Es ist durchaus denkbar, dass die Flucht in Gold und den Schweizer Franken nur ein Vorspiel viel grösserer Verschiebungen im globalen Währungsgefüge darstellen. Diese Ausgangslage muss man sich vor Augen halten, wenn über die Handlungsalternativen nachgedacht wird.

Effekte des starken Schweizer Frankens

Bevor die Alternativen im Detail diskutiert werden, sind einige quantitative Erwägungen wichtig. Die Exportquote der Schweiz liegt bei rund 50%, die Importquote bei 40%. Die Export- und Importquoten sind deutlich höher als noch in den 1970er Jahren. Die Exportquote ist von ungefähr 35% auf über 50% angewachsen. Dabei dürften angesichts der Spezialisierung auf wertschöpfungsintensive Produktionsstufen weniger importierte Vorleistungen in den Exporten enthalten sein als noch in den 1970er Jahren. Das heisst mit anderen Worten, dass die Frankenhaasse nicht mehr wie damals über verbilligte Rohstoffe und Halbfabrikate gemildert wird in ihrem Effekt auf Exporte und Gesamtwirtschaft. Darüber hinaus gehören noch einige zusätzliche Erwägungen hinzu: Eine der grossen Exportbranchen ist der Tourismus. Die Touristen kommen in die Schweiz, aber nicht alle ihre Käufe werden statistisch erfasst. So sind ihre Verkäufe von Uhren, Kleidern, anderen Luxuswaren in der Statistik als privater Konsum aufgeführt. Gleiches gilt für die Importe: Der rege Schweizer Tourismus ins Ausland wird unterschätzt, weil ein Teil der Käufe nicht erfasst wird. Die effektiven Aussenhandelsquoten dürften die ausgewiesenen noch leicht übersteigen.

Die Preiselastizitäten im Aussenhandel sind genauso wie die Wechselkurse Objekt grosser Irrtümer in der Makroökonomie. Sie werden systematisch unterschätzt, wobei ökonometrische Prob-

leme dahinter stecken. Der Grund dafür ist, dass der Wechselkurs die Export- oder Importvolumen über einen langen Zeitraum hinweg beeinflussen. Dem muss in der Spezifikation adäquat Rechnung getragen werden. Empirisch sind die Elastizitäten der Exporte und Importe relativ zu den Wechselkursen über -1 (minus eins), wenn die Spezifikation korrekt vorgenommen wird. Mit anderen Worten sinken die Exporte kumuliert über die Zeit hinweg und *ceteris paribus* um 10%, wenn der Wechselkurs des Frankens sich permanent um 10% aufwertet. Der Effekt setzt verzögert nach 6 Monaten ein, und erreicht im 2. Jahr die maximale Stärke. Der Grossteil des Effekts ist nach 3 Jahren durch. Es ist ganz klar der durchschnittliche Wechselkurs über Jahre hinweg, der relevant ist. Um es einfach abzuschätzen, ist es nicht falsch, mit Jahresmittelwerten zu arbeiten.

Im Industriesektor sind alle Branchen betroffen, besonders stark diejenigen Branchen mit dünner Gewinnmarge wie die Metall- und Maschinenindustrie. Margenstarke Branchen wie die Pharmaindustrie oder die Uhrenindustrie spüren den Effekt ebenfalls, dort geht er einfach zuerst in die Gewinnmarge. Bei den Dienstleistungssektoren ähnelt der margenschwache Tourismus der Metall- und Maschinenindustrie, während in der grenzüberschreitenden Vermögensverwaltung die Preiselastizität tief ist, aber der Effekt voll in die Marge geht.

Zusammengefasst werden kann, dass die Effekte von permanenten Wechselkursänderungen angesichts der Wirtschaftsstruktur und empirischen Gesetzmässigkeiten extrem stark, am Anfang aber nicht sichtbar sind, und sich erst nach und nach durchsetzen. Neben dem Wechselkurs beeinflusst natürlich die Einkommensentwicklung in den Absatzmärkten die Exporte. Hier ist auf die hohe Einkommenselastizität der Nachfrage in den BRIC-Ländern nach schweizerischen Waren und Diensten zu erwähnen. Uhren, Tourismus-Dienstleistungen und Ausrüstungsgüter-Industrie profitieren extrem stark von deren hohem Wachstumsrhythmus. Typischerweise ist dieser Effekt unverzögert.

Die hohe marginale Einkommenselastizität der Exportnachfrage nach schweizerischen Gütern und Diensten, das extrem starke Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern, die gute Konjunktur in Mittel- und Nordeuropa und die nur verzögert einsetzende Wirkung des Wechselkurses erklären, warum die Exporte trotz des explosionsartigen Anstiegs des Frankens sich 2010/ 2011 bisher sehr gut gehalten haben. Es ist daran zu erinnern, dass auf handelsgewichteter Basis sich der Franken in der ersten Jahreshälfte 2010 nur um rund 3% aufwertete. Eine extrem schwache Tourismus-Sommersaison und schwache Vermögens-Dienstleistungsexporte werden im Q2 2011 die Exporte verlangsamen. Von jetzt an wird aber die Exportbaisse immer breiter basieren. Insgesamt wird sie sich *ceteris paribus* zu einer gesamtwirtschaftlichen Rosskur ausweiten, wenn der Franken sich auf diesen Niveaus stabilisiert und sich nicht wieder relativ rasch abwertet.

Insgesamt muss betont werden, dass eine Aufwertung des handelsgewichteten Frankens von gegen 30% seit Ende 2009 eine schwere Belastung für die Zukunft impliziert, wenn der Franken längere Zeit auf diesem Niveau verharren sollte. Eine weitere Aufwertung im selben Tempo würde eine eigentliche gesamtwirtschaftliche Depression implizieren, nicht nur mit dem Effekt eines Konjunkturreinbruchs für die nächsten 2-3 Jahre, sondern mit einer massiven Beschneidung des Wachstumspotentials für lange Zeit. Die Arbeitsplätze in der Exportindustrie wären irreversibel verloren, und würden auch bei einer Normalisierung nicht mehr zurückkehren. In den 1970er Jahren war die Finanzindustrie der grosse Profiteur der Aufwertung, weil aus Inflationsangst und politischer Instabilität riesige Zuflüsse in die grenzüberschreitende Vermögensverwaltung erfolgten. Dies hat die Gesamtwirtschaft damals stabilisiert. Heute würde die Finanzindustrie mit am stärksten betroffen, und in Bezug auf Arbeitsplatzverluste anderen Branchen in nichts nachstehen. Regulatorisch ist sie zu einer Abkehr von der Schwarz- zur Weissgeldstrategie gezwungen. Die Assets under Management (AuM) werden durch die geplante Abgeltungssteuern sowie durch Rückzüge von Kundengeldern schrumpfen, ebenso die Bruttomarge, welche sich dem onshore-

private banking annähern wird. Der Effekt der Frankenstärke schlägt dann nochmals voll auf die Erträge, die hauptsächlich in EUR und USD anfallen, während ein erheblicher Teil der Kosten in CHF ist. Bei Cost-Income ratios im private banking zwischen 60-80% kann dies für weite Bereiche des wealth management das Ende in der Schweiz und bei den Grossbanken und grossen Privatbanken den Zwang zur weitreichenden Auslagerung bedeuten.

Schliesslich soll nicht an dieser Stelle ausgeführt, aber vorsorglich erwähnt werden, dass die globale Konjunktur sich für 2012/2013 erheblich eintrüben dürfte. Der globale Konjunkturrückgang, in einzelnen Regionen ein eigentlicher Einbruch, wird sich also mit dem Wechselkurseffekt für die Schweizer Exporte kombinieren.

Die geldpolitischen Alternativen für die SNB

Die SNB kann versuchen, mit ihrem Inflationsziel ohne Wechselkursrücksichten weiter zu funktionieren, und entweder den Wechselkurs als nicht genügend relevant abtun oder, wenn doch als wichtig erachtet, auf externe Hilfe hoffen. Die EZB ist in einem Straffungszyklus, und vielleicht ist mit dem zweiten Griechenland-Paket der Tiefpunkt erreicht, und die PIGS-Risikoprämien bilden sich zurück. Zu empfehlen ist dieser Approach nicht, zu riskant scheint die Brüning-gleiche Deflationspolitik, welche Deutschland den PIG-Ländern auferlegt hat. Zu gross sind die Risiken einerseits eines Staatsbankrotts in diesen Ländern, andererseits explodierender Transferzahlungen auf die Geberländer, und die möglichen verheerenden Rückwirkungen auf die Bankensysteme in der Eurozone inklusive auf die EZB. Es gibt auch durchaus vergleichbare Risiken in den Vereinigten Staaten. Zu gross sind aber auch die Defizite des geldpolitischen Konzepts der Inflationsziele der SNB, speziell der Inflationsaussichten, um die Zinsentscheidungen und den Wechselkurs weiterhin von einer solchen Grösse weiterhin abhängig zu machen.

Auch das globale Währungsbild für den Schweizer Franken spricht gegen einen solchen Approach. Bis jetzt handelt es sich um eine isolierte Aufwertung des Frankens, aber noch nicht um eine offene USD- oder EUR-Währungskrise. Die Frankenhausse hat dazu geführt, dass ehemals von primär Franken-basierten Exporteuren, Anlegern und Kapitalmarkt-Emittenten geprägte Währung sich in ein tolles Spekulations-Vehikel für Hedge Funds, globale Asset allocators und Kleinspekulanten verwandelt hat. Wenn jetzt noch zusätzlich im grossen Stil USD- oder EUR basierte Anleger in CHF umschichten, falls ein fundamentaler Vertrauensverlust in eine oder beide dieser Währungen erfolgte, würde sich die Frankenaufwertung noch beschleunigen. Dann werden es riesige Summen sein, die in Franken umgeschichtet werden. Ohne durchschlagende Massnahmen gegen eine solche Frankenstärke ginge es ab in die wirtschaftliche Depression, mit einer gewaltigen Entlassungswelle in der Industrie und im Dienstleistungssektor, und mit einer Konkurswelle in allen Bereichen der Exportindustrie.

Auch nicht zu vernachlässigen ist die Tatsache, dass im Franken immer noch grosse funding-Positionen bestehen. Hauptsächlich handelt es sich um die CHF-basierten Hypotheken, die in Mittel- / Osteuropa vergeben wurden. Diese sind noch längst nicht alle geschlossen oder durch entsprechende EUR-Hypotheken abgelöst.

Die Schweizerische Nationalbank hat sich öffentlich zu einer der Handlungsalternativen geäussert, nämlich dem **Fixieren des EURCHF-Wechselkurses**: Dies würde dem entsprechen, was Dänemark seit langem praktiziert. Dem hat die SNB aus zwei Gründen eine Absage erteilt. Aus ihrer Sicht würde es bedeuten, Inflation und Zinsen aus der Eurozone zu übernehmen. Und sie hat betont, dass dies mit dem Verfassungsauftrag kollidiert und eine Verfassungsänderung erfordern würde. Dass Inflation und Zinsen bei einem Fixkurs-Regime übernommen werden, tönt logisch und ist nach dem Basis-Schulbuch korrekt, muss aber im Einzelnen und vor allem im gegenwärtigen Europa-Kontext nicht zutreffen. Die Zinsen am Euromarkt wären wohl am Front-end am ehesten identisch. Sicher ist das auch nicht. Die ganze CHF-Swap-Kurve könnte aber ohne

weiteres tiefer als die entsprechende EUR-Swapkurve liegen. Der Swap-Markt ist ein Interbanken-Markt. Bei den Schweizer Banken gibt es keine vergleichbaren Risiken wie bei den grossen Europäischen Banken in Bezug auf deren PIIGS-Exposures. Für die Bundesobligationen-Renditen wären durchaus die Zinsen in der Bundesrepublik die Referenz, und zwar mit einem Discount zu Deutschland, und nicht irgendein Durchschnitt von Zinsen in verschiedenen EUR-Ländern. Die Schweiz hat ja eine andere Staatsverschuldung und darüber hinaus keine vergleichbaren Eventual-Engagements in den Büchern wie die Bundesrepublik. Auch für die Inflation gilt nicht unbedingt, dass sie einfach der europäischen entsprechen muss. Es gibt auch innerhalb der Eurozone erhebliche länderspezifische Unterschiede. Die südeuropäischen Länder verzeichneten einen viel stärkeren Anstieg der Lohnstückkosten als Deutschland oder die Schweiz, und dementsprechend auch eine höhere Inflation. In der Schweiz ist ein relativ geringerer Anteil des fossilen Energieverbrauchs (Elektrizität aus Wasser- und Atomkraft) zu verzeichnen, deshalb auch eine geringere Importteuerung als in Südeuropa. Zusätzlich gibt es in der Schweiz wegen des elastischen Arbeitsangebots - Stichwort Personenfreizügigkeit - keinen markanten Effekt der Arbeitsmarktlage auf den Lohnanstieg. Dies bedeutet ein relativ geringes Gewicht der nachfragedeterminierten Teuerung. Umgekehrt gibt es in der Schweiz einen extrem starken Effekt der Zinsen via Mietpreise auf die Inlandteuerung. Starke Zinssteigerungen in der konjunkturellen Überhitzungsphase könnten also bedeuten, dass in der Schweiz eine viel höhere Teuerung als im Ausland auftritt.

Andere Exponenten haben wegen der verfassungsrechtlichen Bedenken nur eine temporäre Anbindung an den Euro gefordert, welche als Kurz- oder Mittelfristmassnahme dann wieder von einer Rückkehr zu Inflations- oder Geldmengenzielen begleitet werden sollte. Bis jetzt ist unklar, auf welchem Niveau der EURCHF fixiert werden sollte. Klar ist für diese Denkschule, dass dies mit einer deutlichen Ausweitung der Devisenmarkt-Interventionen erreicht werden müsste, und dass Inflation deswegen in Kauf genommen werden müsste. Mit geschickter Abschöpfung der Liquidität könnte dieser Schaden limitiert werden.

Alternativ zur temporären Anbindung an den Euro ist die Aufgabe des Inflationsziels und die **Einführung einer Wechselkurs-Untergrenze** gefordert worden, dies in Analogie zu 1978. Die SNB müsste dann in dieser Meinung ein Wechselkursziel verkünden und durch Devisenmarkt-Interventionen auch durchsetzen. Dabei sind verschiedene Ziele gefordert worden, ein Ziel auf tiefem Niveau (Sturm ETH bei 1.10), Baltensperger hat alternativ eine Etappierung vorgeschlagen, ebenfalls bei 1.10 beginnend, um in verschiedenen Schritten eine Rückführung des EURCHF-Wechselkurses in Richtung des Gleichgewichtskurses zu erreichen. Die Idee ist, mit kurz- bis mittelfristigen Wechselkurszielen, die stufenweise angehoben werden, in Richtung eines finalen Wechselkurszieles vorzudringen, das sich nahe bei einem wie auch immer gearteten Gleichgewichtskurs befindet. Die Ankündigung von Wechselkurszielen wird durch Interventionen begleitet. Auch in diesem Konzept werden möglicherweise sehr grosse Summen zum Einsatz kommen, die mittelfristig inflationär wirken, und die nachher rechtzeitig wieder abgeschöpft werden müssten.

Beide konzeptuellen Vorstellungen sind rückwärtsgerichtet, sie gehen auf die 1970er Jahre zurück, wo einerseits 1976 eine Anbindung des Frankens an den ECU diskutiert und andererseits Ende 1978 ein Wechselkursziel verkündet wurde. Beide Massnahmen entsprechen dem Lehrbuch, und sie nehmen das globale Währungsbild, wie es sich aktuell präsentiert, nicht in Betracht. Sie enthalten Risiken, falls es nach der Ankündigung und Durchsetzung zu einer Diversifikation auf globaler Ebene und zu einer Flucht in vermeintlich sichere Häfen kommen sollte. Hier die Kritikpunkte im Einzelnen:

- Ganz klar zu präferieren ist die prinzipielle Sichtweise von Baltensperger, weil sie zurück zu einem wie auch immer definierten Gleichgewichts-Wechselkurs will. Die Schwäche des Vorschlags ist der Weg dorthin. Bei einer temporären Anbindung an den Euro ist weder das Niveau noch der Weg dorthin definiert.
- Beide Vorschläge gehen aber von einer falschen Alternative zwischen Wechselkursziel und Inflationsziel aus. Dies war in den 1970er Jahren der Fall, heute haben wir es mit einem fundamental deflationären globalen Szenario zu tun. Die Interventionen würden, auch wenn sie sehr grosse Beträge umfassen sollten, im gegenwärtigen Umfeld keinesfalls inflationär wirken, wie sie aufgrund der Basisgeldmengenausweitung und im Verständnis der Exponenten dieser Vorschläge signalisieren. Dem Markt darf im Voraus keinesfalls suggeriert werden, dass sie später zurückgenommen werden. Dies beraubt sie der längerfristigen Glaubwürdigkeit und macht sie per se weniger oder wenig effektiv.
- Beide Vorschläge gehen nur von einer Korrektur der isolierten Überbewertung des Frankens aus, und vernachlässigen die Risiken weiterer, massiverer Vermögensumschichtungen aus dem Dollar und/oder Euro, welche später die erzielten Erfolge in einem Schlag vernichten könnten. Das effektive Risiko dieser Strategie wäre, mit einigen Dutzend oder Hundert Milliarden Interventionen den Kurs etwas oder sogar signifikant zu festigen, um später von der globalen Vermögensumschichtung weggefegt zu werden. In einer globalen Finanzpanik könnte der Wechselkurs in beiden Fällen ausser Kontrolle geraten, und kumuliert würde die SNB wohl mehr als hundert Milliarden in den Sand gesetzt haben, ganz abgesehen vom viel bedeutenderen realwirtschaftlichen Schaden.
- Sie abstrahieren von der Verfassung des Derivatemarktes. Das Bild des Wechselkurses, das beide implizit vor Augen haben, ist das des Kassa- und allenfalls Terminmarktes vor 30 Jahren. Durch den Vormarsch der Optionen und vor allem auch der exotischen Optionen und ihres dominanten Gewichts für den Kassamarkt ist ein anderer Approach angezeigt. Der EURCHF-Markt hat heute eine Reihe von derivatetechnischen Merkmalen, die einen gradualistischen oder etappenweisen Approach als eher unwirksam erscheinen lassen. Der Kassakurs des EURCHF, die Volatilität und die Risk-Reversals kennzeichnen ihn als einen extrem trendigen Wechselkurs, mit dem bisher vorherrschenden Trend nach unten. Das Risiko dort ist, dass ein Erfolg beim ersten oder zweiten Etappen-Wechselkursziel eintritt, was globalen Anlegern nochmals günstige Einstiegskurse offerieren würde. Verschlimmert sich etwa die Krise der PIG-Staaten, dann würde von leicht höheren Niveaus aus ein Druck in den Franken erfolgen.
- Beide Vorschläge vernachlässigen umgekehrt auch die Möglichkeiten, welche die aktuelle Verfassung des Derivatemarktes enthält. Die SNB kann meines Erachtens mit wesentlicher weniger als mit Dutzenden oder Hunderten von Milliarden Franken wesentlich effizienter und zielgerichteter wesentlich höhere Wechselkursziele erreichen, als wenn sie einfach mit praktisch unlimitierten Interventionen am Kassamarkt vorgehen würde.
- Es ist eine Sache des Risiko-Managements, den besten Approach zu wählen. Dies schliesst die erwarteten Wechselkursgewinne einerseits, die möglichen Kosten der Operation andererseits ein. Von diesen beiden Kriterien aus gesehen ist der etappenweise Approach wohl nicht optimal.

7 Der Vorschlag für eine Neuformulierung der Geldpolitik unter Einschluss von expliziten Wechselkursuntergrenzen

Der im Folgenden diskutierte Vorschlag schliesst an die Beurteilung der mittelfristigen Risiken für eine Frankenhausse an. Er versucht, die positiven wie negativen Erfahrungen der letzten Jahre zu berücksichtigen. Anzumerken ist, dass nicht wie in vielen Wissensgebieten einfach die amerikanische Literatur etwas studiert und dann unbesehen auf die Verhältnisse in der Schweiz übertragen werden kann. Es gibt nur eine Währung auf der Welt, welche die Eigenschaften des Franken hat. Deshalb ist es wichtig, die diesbezüglichen Erfahrungen genau zu analysieren

Eine in der Öffentlichkeit seltsamerweise nicht diskutierte Alternative ist, das Inflationsziel mit einer EURCHF-Wechselkursuntergrenze zu kombinieren, wie dies bis 2009 de facto oder implizit der Fall war. Dies ist effektiv der hier vorgeschlagene Approach. Ein implizites Wechselkursziel oder eine implizite Untergrenze sind nicht mehr möglich, weil die Praxis der vergangenen 18 Monate diese zertrümmert hat. Heute und auch in Zukunft muss es eine **explizite Wechselkurs-Untergrenze** sein. Die Schwierigkeit ist heute, wo sie festzulegen, und wie sie operationell zunächst durchzusetzen und nachher zu garantieren ist.

Die Frage, welche sich zunächst stellt, ist diejenige, auf welchem Niveau sollten der fixe Wechselkurs zum EUR oder die Untergrenze festgelegt werden?

- Keine Option scheint eine Fixierung auf gegenwärtigem Niveau. Hier wäre der Franken massiv überbewertet, mit einem schweren Konjunktur- und Wachstumseinbruch als Folge.
- Das Problem für eine Untergrenze für den EURCHF-Wechselkurs ist zunächst eine realwirtschaftliche Betrachtung. Auf eine Diskussion des Inflationsziels und damit möglicher Zielkonflikte wird an dieser Stelle verzichtet, dies wird anschliessend gesondert betrachtet.
- Korrekt wäre wohl ohne irgendeinen Anspruch auf Exaktheit rund 1.40 für EURCHF gegenwärtig, ceteris paribus. Auf dieses Niveau kommt man ungefähr, wenn die Kaufkraftparität mit den Konsumentenpreisen gerechnet oder die Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der relativen Lohnstückkosten herangezogen würden. Zu Deutschland mit den Lohnstückkosten gerechnet läge der Wechselkurs eher bei 1.50.
- Ein Niveau von 1.40 kann in diesem äusserst instabilen globalen Umfeld aber zu einem späteren Zeitpunkt zu tief sein, wenn a) der Dollar zusätzlich abstürzt, b) die Weltwirtschaft einen möglicherweise schweren Konjunkturinbruch erleidet, oder wenn c) der Euro sich zu einem späteren Zeitpunkt aufwertet, weil einige oder alle PIIGS-Länder aus der Eurozone ausscheiden, und ein Kern-EUR sich generell stark befestigen würde. 1.40 kann umgekehrt zu hoch sein, wenn der EUR effektiv breit basiert abstürzen sollte. Eine Untergrenze in diesem instabilen globalen Währungsumfeld sollte mit anderen Worten ein Regime mit Anpassungsmöglichkeit sein, wobei selbstverständlich nicht nur die reale Wettbewerbsfähigkeit, sondern insbesondere auch das Inflationsziel mit berücksichtigt werden müsste.
- Der Vorschlag wäre also, das Inflationsziel nicht aufzugeben, sondern zu modifizieren und um eine explizite Wechselkurs-Untergrenze zu ergänzen. Die Wechselkurs-Untergrenze wäre nicht für alle Zeiten fix, sondern könnte resp. müsste von der SNB diskretionär verändert werden. Diese Flexibilität sollte aber keinesfalls ein Anpassen im Quartals-Rhythmus implizieren, sondern bei bedeutenden Veränderungen der Inflations- und Konjunkturaussichten, oder bei massiven Veränderungen der globalen Währungsrelationen, wie sie wohl zu erwarten sind. Die Wechselkurs-Untergrenze gäbe dem Markt Gewissheit, dass die SNB diese verteidigen würde, und würde die verrückte Volatilität aus dem Wechselkurs herausnehmen. Eine Rückkehr zu den Zuständen wie in den letzten 30 Jahren scheint mir aber auf absehbare Zeit ausgeschlossen.

Wie soll ein fester Wechselkurs oder eine Untergrenze zunächst durchgesetzt und dann aufrechterhalten werden? Wir sind weit von diesen Niveaus entfernt, und auf den ersten Blick scheint zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Trendwende dorthin nicht möglich zu sein. Dies kann keinesfalls isoliert in einer reinen Wechselkursbetrachtung, sondern muss integriert mit dem Inflationsziel werden. An dieser Stelle muss deshalb das Konzept der Inflationsziele der SNB diskutiert werden:

Die Limiten des bisherigen geldpolitischen Konzepts der SNB

Nicht nur die Bedeutung des Wechselkurses für die Wettbewerbsfähigkeit und die Konjunktur an sich, sondern auch die zutage getretenen Schwächen des existierenden geldpolitischen Konzepts sprechen für eine Kursänderung.

Zunächst ist festzustellen, dass das Ende der 1990er Jahre eingeführte Regime der Inflationsziele einen grossen Fortschritt gegenüber den Basisgeldmengenzielen der vorangegangenen 20 Jahre darstellte, beides konzeptionell und im praktischen Effekt. Vor allem die Steuerung der Geldpolitik über den Geldmarktsatz war ein grosser Schritt vorwärts, die Zieldefinition klarer, die Ausrichtung auf das Inflationsziel mit Hilfe verschiedenster Prognoseinstrumenten, etwa auch strukturellen Inflationsmodellen, und nicht nur mit Geldmengenaggregaten ein grosser Schritt vorwärts. Nicht verschwiegen werden soll, dass diese Konzeptänderung zeitlich, aber eben auch substantiell, begleitet war von der Einführung des Euro. Die Schweizer Nationalbank profitierte in diesem Zeitraum vom Erfolg des Euro und von der EZB-Politik. Die dramatisch sich zuspitzende Krise des Euro seit Anfang 2010 hat auch die Schwachstellen des Konzepts der Inflationsziele in den Vordergrund gebracht.

Der Schwerpunkt auf ein Inflationsziel per se als Zielsetzung der Geldpolitik ist gegeben, in der Schweiz ohnehin. Zwei Punkte oder Einschränkungen aber scheinen wichtig: a) Ein Inflationsziel allein genügt nicht, es kann nicht einziges Ziel der Geldpolitik sein, es gibt andere wichtige Ziele wie Wechselkursstabilität in einem bestimmten Rahmen oder das Wirtschaftswachstum. Dabei kann es Zielkonflikte geben, die eine Priorisierung erfordern, konzeptionell für die Normalität, aber auch situativ, in extraordinären Umständen. b) Die Operationalisierung des Inflationsziels und die Steuerung über Geldmarktsatz in einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit den Strukturen und Charakteristiken der Schweiz – hohe Aussenhandelsquoten, kleiner Binnenmarkt – wirft Fragen auf. Was auffällt, ist die Absenz des Wechselkurses als systematisches Zwischenziel der Geldpolitik. Der Wechselkurs sollte nicht nur ein Ziel der Geldpolitik per se, sondern auch ein Zwischenziel für das Inflationsziel sein. Dies war von 1999-2007 kein Problem, und wurde von der SNB 2008/2009 brillant gelöst.

Ein Inflationsziel, das direkt über den Geldmarktsatz angepeilt wird, ist in einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit anderen Worten per se problematisch: Die Notenbank kann die Inflation nicht so über die Übernachfrage steuern wie in einer grossen Volkswirtschaft mit viel geringerem Gewicht des Aussensektors. In der Schweiz gibt es starke andere Effekte wie Ölpreise, Wechselkurseinflüsse vor allem des Dollar, aber auch des EUR auf die Inflation. Die importierte Teuerung repräsentiert allein 26% des LKI, trägt aber aufgrund ihrer viel höheren Varianz im Konjunkturzyklus weit mehr zur Gesamtteuerung bei. Die inländische Teuerung ist nicht allein oder nicht einmal primär nachfragedeterminiert in der Schweiz, sondern über die Mietpreise (etwas mehr als 20% des LKI) stark von den Zinsen bestimmt, aber mit einem positiven Vorzeichen. Der hohe Anteil der Mieten am LKI und die grosszügige gesetzlich vorgegebene Überwälzungsmöglichkeit von Veränderungen des Referenzsatzes (früher variabler Hypothekarsatz) sorgen für einen sehr machtvollen Effekt der Zinsanpassungen. In der Schweiz ist eine Straffung der Geldpolitik, ceteris paribus, zunächst einmal mit einer nachfolgenden Beschleunigung der Inflation verbunden, und nicht mit einer Dämpfung. Importteuerung und Mieten üben die bei weitem stärksten Effekte auf die Gesamtinflation im Zyklus aus. Dies umso mehr, als auch andere wichtige Preise im Waren-

korb durch Regulationen geprägt sind, so etwa die hoch gewichteten Kosten des Gesundheitswesens. Über andere Mechanismen (administrierte Preise) spielt die vergangene Teuerung resp. Kostenentwicklung eine erhebliche Rolle. In der Schweiz gibt es historisch gesehen ein elastisches Arbeitsangebot, seit einigen Jahren noch verstärkt durch die Personenfreizügigkeit, so dass auch eine lange Phase starken Wachstums und der Übernachfrage keine deutlichen Lohnsteigerungen zur Folge hat wie in grossen Ländern. Nominallohnsteigerungen sind vor allem Folge vergangener Teuerung, auch wenn der formale Teuerungsausgleich vielenorts gefallen ist. Das Konzept einer Inflationssteuerung durch den Geldmarktsatz, ohne zusätzlich den Wechselkurs als wichtigen Transmissionsmechanismus der Geldpolitik einzubeziehen, ist mit anderen Worten per se problematisch.

Operationell ist es sehr fraglich, mit der von der SNB errechneten Inflationsaussichten die zukünftige Geldpolitik zu signalisieren. Die Inflationsprognose sollte mehr qualitativ umschrieben werden, als mit einer Schein-Exaktheit quantifiziert werden. Dann ist das Fehlen des Wechselkurses als Zwischenziel für das finale Inflationsziel zu monieren. 2008/09 wurde dies korrekt von der SNB so gemacht, und im Juni 2010 (in der Retrospektive unglücklicherweise) aufgegeben.

Schliesslich ist darauf hinzuweisen, dass ein Anstieg der gemessenen Teuerung über 2% nicht mechanisch mit Inflation gleichgesetzt werden kann. Wichtig ist es gerade für ein Inflationsziel, zwischen einer einmaligen Verschiebung des Preisniveaus und rekurrierender Inflation zu unterscheiden. Bei einem Erdölschock kann die gemessene Teuerung rasch auf deutlich über 2% ansteigen. Handelt es sich beim Schock um eine einmalige Anpassung des Preises, und stabilisiert er sich nachher auf erhöhtem Niveau, so gibt es keinen Grund, darauf zusätzlich mit restriktiver Geldpolitik zu reagieren, die Inflation wird sich nicht wiederholen. Die gemessene Teuerung wird samt Folgeprozessen vorübergehend ansteigen, und dann langsam wieder zurückfallen. Fällt der Ölpreis gar auf das Ausgangsniveau zurück, so ist die Teuerung einmalig und wird in den Folgeperioden durch einen Teuerungsrückschlag vollumfänglich kompensiert.

Neben einem Inflationsziel muss ein Wechselkursziel resp. eine Untergrenze per se ein wichtiges finales Ziel der Geldpolitik oder des geldpolitischen Regimes sein. Mit über 50% Exportquote und rund 40% Importquote, wobei die Importe (teilweise im Unterschied zur Situation bis zu den 1970er Jahren) nicht mehr einen hohen Vorleistungsanteil für die Exportindustrie enthalten, sondern teilweise sogar in Wettbewerb zur Inlandproduktion stecken, ist der Fall für eine minimale Wechselkursstabilität gegeben. Die Preiselastizitäten im Aussenhandel sind hoch. Wo dies nicht der Fall ist, wie bei den Finanzdienstleistungen, ist der Effekt des Wechselkurses auf die Wertschöpfung / Marge / indirekt Beschäftigung sehr bedeutsam. Es ist kein Zufall, warum viele Länder mit vergleichbarer Wirtschaftsstruktur wie die Schweiz ein Fixkurssystem oder eine Währungsunion vorgezogen haben.

Das schweizerische Preissystem impliziert auch, dass der Effekt eines starken Frankens auf die Exporte nicht rechtzeitig kompensiert wird durch Kaufkraftsteigerung bei Haushalten und damit besseren Konsum. Grund ist der ungenügende Pass-through der Importpreise. Die ausländischen Lieferanten, teilweise die Importeure behalten einen Teil der Wechselkursgewinne zurück, so dass sich das verfügbare Haushalteinkommen nicht entsprechend ausweitet.

Konklusion: Beim Inflationsziel müsste der Kritik in den vorangegangenen Teilen Rechnung getragen werden: Die Inflationsprognose, bei denen die Geldmengen-basierten Inputs einen systematischen Bias in die falsche Richtung erzeugen, müsste in der gegenwärtigen Form gestrichen werden. Die internen Inflationsmodelle der SNB sollten nochmals überprüft werden, gegebenenfalls auch unter Beizug externer Experten. Eine wissenschaftlich genaue Prognosequalität in diesem globalen Umfeld ist ohnehin nicht möglich, so dass auf präzise Prognosen vorderhand verzichtet werden sollte. Der Wechselkurs sollte mit einer Untergrenze ein zusätzliches Zwischenziel der Geldpolitik sein. In diesem Zusammenhang sollte eine zeitgemässe Diskussion über die Exo-

genität des Geldangebots und die Stabilität der Geldnachfrage, zentrale Prämissen des monetaristischen Konzepts, nachgeführt werden.

Das Big Picture: Sind wir in einer inflationären oder deflationären Periode?

In der ganzen Berichterstattung der SNB seit rund 20 Monaten schimmerte Sorge um eine schlummernde Inflation durch. Sie war das dominante Motiv der Geldpolitik, welche den Akzent primär auf die Preisstabilität legte. Dies ist eine Folge des immer noch latent monetaristischen Verständnisses des Inflationsprozesses. Viele externe Beobachter, die sich zur Frage von Wechselkurszielen geäußert haben, warnen noch jetzt vor den Inflations-Risiken einer Strategie mit Devisenmarkt-Interventionen.

Diese Inflationsangst vernachlässigt den zutiefst deflationären Charakter der Periode in den USA und in Europa wie auch in der Schweiz. Beide grossen Wirtschaftsräume sind von hoher privater und öffentlicher Verschuldung gekennzeichnet, verbunden mit einer Fragilität des Finanzsystems. Inflationspotential besteht in diesen grossen Wirtschaftsräumen dann, wenn das Banken- oder Finanzsystem fähig ist, in grossem Massstab neue Kredite zu schöpfen und die Gesamtnachfrage über verschiedene Kanäle zu stimulieren. Dies ist heute nicht der Fall, im Gegenteil,

In den USA besteht für die Zukunft im Gegenteil das Risiko einer wieder in Gang kommenden Schuldendeflation. Fallende Immobilienpreise, schwaches Wirtschaftswachstum, eine blockierte, wenn auch für 2012 nicht akut restriktive Finanzpolitik und ein blockiertes politisches System weisen auf die Risiken einer weiteren Drehung an der Schulden-Deflations-Spirale hin. Ohnehin ist bedingt durch den schleichenden Fall der Immobilienpreise und durch das Repricing von variablen Hypothekensätzen die reale Verschuldung der Haushalte weiter angestiegen.

In Europa wird aktuell mit einer deflationären Wirtschaftspolitik in den PIIGS-Ländern operiert. Dazu gesellt sich eine ähnliche Finanzpolitik, allerdings verbunden mit einer anders gearteten Geldpolitik - sehr tiefe Zinsen, scharf gefallener Wechselkurs - in Grossbritannien. In Europa droht die Schuldenkrise aus dem Ruder zu laufen, weil mit der gegenwärtigen Politik wohl kaum Chancen für nachhaltigen Erfolg in den PIGS-Ländern bestehen. Beide, die öffentliche und die reale private Verschuldung, steigen scharf an. Das Bankensystem in den Kernländern und die EZB sind mit risikobehafteten Aktiven aller Art dieser Länder vollgestopft. Die Staatsverschuldung in den Kernländern dürfte aufgrund der Immobilienkrise in den USA und in den PIGS-Staaten mit weiteren hohen Abschreibungen aus den Eventualverpflichtungen konfrontiert werden, ein Bailout des Bankensystems in den Kernländern und der EZB würde hohe zusätzliche Summen verschlingen. Der Rohwarenpriestieg ist für diese Wirtschaftsräume aufgrund der stark angestiegenen Arbeitslosigkeit kein Vorbote von zukünftiger Teuerung, sondern ein zusätzlicher negativer Terms of trade Schock. Was die Politik vernachlässigt, ist das ganz erhebliche Risiko einer Schuldendeflation, einer darauffolgenden neuen Finanzkrise sowohl in den USA wie in Europa, mit einer Erosion des EK des Finanzsystems und einem begleitenden oder nachfolgenden *Credit Crunch*. Wenn es eine Richtung der Risiken gibt für die nächsten 3-5 Jahre, ist es eine schwere Rezession in den beiden grossen Wirtschaftsräumen, die möglicherweise in eine lange Stagnation übergehen kann. China als Konjunkturlokomotive wird sich zunächst auch merklich abschwächen, weil die Geldpolitik in einem Straffungszyklus ist, China nicht aufgewertet hat, um die Teuerung in den Griff zu bekommen.

Zu diesen globalen Faktoren gesellen sich zu antizipierende Veränderungen des schweizerischen Preissystems. Mit zahlreichen Mitteln, unter anderem einer Verschärfung des Wettbewerbsrechts und allenfalls des Kartellgesetzes, versucht der Bundesrat, dem Problem der überhöhten Preise global gehandelter Güter in der Schweiz Herr zu werden. Es gibt keinen Zweifel, dass dies mit geeigneten Massnahmen erreicht werden kann. Das wird die Importpreise mittelfristig purzeln lassen, weil nicht nur der Wechselkurseffekt des starken Frankens durchschlagen,

sondern der Grossteil des strukturellen Schweiz-Zuschlag eliminiert werden wird. Dieser ist im Übrigen wie eine Steuer an das Ausland zu interpretieren, welche Exporteure, inländische Produzenten und Konsumenten systematisch bezahlen. Der zu antizipierende scharfe Fall der Importpreise wird auch die Preise einheimischer Güter und Dienstleistungen wie auch die Exportpreise über Zweitrundeneffekte absenken. Der exportinduzierte Konjunkturunbruch, der wohl kommen wird, dürfte Druck auf die Nominallöhne ausüben. Insgesamt steht die Schweiz vor einer Periode von 3-5 Jahren deflationärer Kräfte.

Es gibt mit anderen Worten, anders als in den 1970er Jahren, keinerlei Zielkonflikt zwischen Preisstabilität und Wechselkurs für die Schweiz, sondern nur das Risiko einer viel schwereren Rezession und Deflation, als dies allein durch den Wechselkurs signalisiert wird. Die Frankenaufwertung überträgt und verstärkt den deflationären Impuls der beiden grossen Wirtschaftsräume auf die Schweiz – das ist das wahre Risiko für die Schweizer Wirtschaft und einer zu defensiven Strategie gegenüber dem Wechselkurs. Aus geldpolitischer Sicht erscheint es unbedenklich, auch sehr grosse Summen in Bewegung zu setzen. Das einzige Risiko ist das Risiko nachfolgender weiterer Umschichtungen in den Franken in einer globalen Finanzpanik.

Schlussfolgerungen: Der Weg zu einem neuen Konzept mit Wechselkurs-Untergrenze und seine Implementierung

Um den konjunkturellen und globalen Währungsrisiken Rechnung zu tragen, sollte die SNB das geldpolitische Konzept in dreierlei Hinsicht modifizieren:

- Geldpolitisches Konzept: Einschluss einer expliziten Wechselkurs-Untergrenze
- Instrumente der Geldpolitik: Die Möglichkeiten der konventionellen Instrumente sind teilweise erschöpft, gerade was etwa den Geldmarktsatz betrifft. Die anderen klassischen Instrumente wie die Kommunikation der Absichten, wie Devisenmarktinterventionen und (neu) das financial engineering) können erheblich verfeinert und im Hinblick auf ein Regime mit expliziter Untergrenze ausgebaut werden. Die umfassende Vorbereitung regulatorischer Eingriffe in den Devisenmarkt, insbesondere in den Derivatebereich, ist eine Vorbereitung für den Notfall. Regulatorische Eingriffe sollten nicht zum täglichen Handwerk der Notenbank-Operationen gehören, schon gar nicht im Finanzplatz Schweiz. Aber sie sollen sicherstellen, dass die SNB auch bei einer panikartigen Flucht in den Franken trotzdem jederzeit und komfortabel den Kurs des Frankens dominieren kann, selbst wenn es zu grossen Umschichtungsversuchen kommen wird.
- Implementierung des neuen Konzepts, das ein wesentlich erhöhtes Wechselkurs-Know-how erfordert.

Die prioritäre Aufgabe bestünde wohl darin, wie eine Wechselkurs-Untergrenze und der Pfad dorthin zu bestimmen ist. Vom Inflationsziel und von einer realwirtschaftlichen Betrachtung her müsste ein Wechselkurs von approximativ 1.40 die Untergrenze sein, sonst ist das Risiko einer deflationären Entwicklung sehr hoch. Doch wie ist der Weg dorthin zu erreichen?

- Zunächst muss klar sein, dass die Differenz zwischen aktuellem Wechselkurs und dem anzuziehenden Zielwechselkurs oder der Untergrenze einer Risikoprämie entspringt, einer Risikoprämie von zwei Seiten her: Das Risiko von EUR-Anlagen, ausgedrückt in PIG-Ausfallwahrscheinlichkeit, wird hoch bewertet, das Risiko von CHF-Anlagen als sehr gering oder inexistent. Darin eingeschlossen ist die Absenz einer geldpolitischen Aktion der SNB (Zinsen sind schon quasi Null, keine Devisenmarktintervention oder anderen geldpolitischen Instrumente).

- Die Wahrnehmung dieser Risiko-Komponente im Markt muss drastisch geändert werden. Es kann nicht sein, dass der Franken in einem Weltwährungssystem mit Auflösungserscheinungen zum globalen safe haven wird. Die Korrelation zwischen Euro-Risikoprämie und EURCHF muss gebrochen werden. Ihre Kausalität besteht nicht per se, sie verdichtete sich aufgrund der historischen Rolle des Frankens als sicherer Hafen einerseits, der Aufgabe von Wechselkursambitionen und dem Abseitsstehen der SNB ab Juni 2010 andererseits. Dies kann nur durch einen Konzeptwechsel oder einer Konzept-Modifikation der Geldpolitik erreicht werden. In diesem Konzept muss der Wechselkurs gleichzeitig ein geldpolitisches Ziel (neben der Preisstabilität) wie auch ein Zwischenziel im Hinblick auf die Preisstabilität darstellen. Dieser Wechsel resp. diese Erweiterung oder Modifikation müsste von der SNB erklärt und explizit kommuniziert werden. Sie müssten Teil des geldpolitischen Konzepts sein.
- Ein solcher Konzeptwechsel müsste durch begleitende Massnahmen untermauert werden, um die Dominanz der SNB über den Wechselkurs wiederherzustellen und um einen maximalen Effekt zu erzeugen. Mit den Aussagen von Nationalbankpräsident Hildebrand und mit ihren Interventionen am Geldmarkt hat die SNB einen ersten grossen Schritt gemacht. Hier können nur einige Ideen skizziert werden, sie wären im konkreten Fall von der SNB zu treffen, und sind nicht als Kochbuchrezepte zu verstehen.
 - a) Die Ankündigung des konkreten Wechselkurs-Ziels, das im Einklang mit dem Inflationsziel steht. Allenfalls kann an ein Ziel in zwei grossen Etappen gedacht werden, bei dem die Derivate-Eigenschaften gleichwohl ausgenutzt werden können.
 - b) Geeignete Eingriffe / Interventionen in den Devisenmarkt, die klar machen, dass es der SNB mit der Wechselkurs-Untergrenze ernst ist.
 - c) Eine optimierte Derivatestrategie, welche nicht viel kostet, aber sehr hohe Wechselkursgewinne verspricht. Ein so trendiger Markt wie EURCHF offeriert eben auch Möglichkeiten in der Gegenrichtung. Dabei ist den Merkmalen im Derivatemarkt Rechnung durch die Wahl des financial engineering und durch geeignetes Market timing Rechnung zu tragen. Die SNB sollte eine Strategie vermeiden, die im Voraus ihre Bilanz um weitere Hunderte Milliarden aufbläst. Ein viel grösserer Effekt kann mit viel kleineren Risiken erzielt werden.
 - d) Die Ankündigung, dass eine grundlegende Überprüfung des geldpolitischen Instrumentariums im Derivatebereich vorbereitet und allenfalls durch dringliche Bundesbeschlüsse und selbst durch Notrecht durchgesetzt wird. Falls die Lage kritisch ist, sollte ein temporäres Auferlegen von Negativzinsen für ausländische Kunden bei inländischen Banken und vor allem von Franken-Guthaben ausländischer Banken bei inländischen Banken oder bei der SNB geprüft werden, um allfällige Umgehungsmöglichkeiten auszuschalten. Die Ausgestaltung dieser Massnahmen müsste so sein, dass die Schweizer Banken keine Wettbewerbsnachteile gegenüber ausländischen Konkurrenten hätten.
 - e) Allenfalls Auferlegen von temporären Margen für Devisenpositionen in CHF. Short EURCHF und allenfalls USDCHF- Position müssen temporär mit viel höherer Marge unterlegt werden.

Allein die Ankündigung der potentiellen Einführung von administrativen Kontrollen im Derivatebereich würde eine gewaltige Wirkung auf die Akteure im Markt haben.

Das Ziel einer solchen Operation müsste dreierlei sein:

- Den spekulativen Marktteilnehmern, die typischerweise über Optionen oder Terminverkäufe mit Leverage funktionieren, und die bis jetzt risikolose Gewinne auf langen CHF-Positionen eingefahren haben, müssten die Kosten drastisch erhöht werden und auch verdeutlicht werden, dass die Verluste sehr hoch sein können.
- Den ausländischen Anlegern, welche ihre Basiswährung oder ihr Währungsportfolio in Schweizer Franken umschichten wollen, müsste klar gemacht werden, dass der Franken keine wichtige Diversifikationswährung ist. Auf dem Finanzplatz Schweiz sind sie sehr willkommen, aber nicht in CHF. Es müsste weltweit schlagartig klar werden, dass der Franken nicht die Anlagealternative für eine globale Umschichtung in riesigem Ausmass sein wird.
- Den Schweizer Exporteuren / Importeuren sowie den CHF-basierten Anlegern das Vertrauen und eine Sicherheit geben, dass dies wirklich die Untergrenze ist. Und dass sie aufhören können, EURCHF auf immer längere Zeiträume hinaus zu hedgen. Sinnvoll ist eine Rückkehr zu einem Regime wie in der Vergangenheit, wo über out-of the money puts das Tail-risk begrenzt, aber sonst kein systematisches Hedging betrieben wird.

Gegeben die gegenwärtigen Exposures im Derivatemarkt und die gegenwärtige Risikoaversion im EURCHF-Wechselkurs, dürfte ein realistisches Wechselkursziel oder eine Untergrenze ohne diese Massnahmen nicht erreichbar sein. Wenn richtig dosiert implementiert, was vorgängig genaue und umfassende Kenntnis von Exposures, Motiven und Marktcharakteristika einschliesst, könnte dies hingegen explosionsartig die short EURCHF Positionen im Markt räumen. Dabei müssten die Optionseigenschaften genau berücksichtigt und die Hedging-Aktivitäten bei den Options-Desks korrekt in Betracht gezogen werden. Wichtig ist neben dem massgeschneiderten *financial engineering* das *Market-timing*. Eine richtige Massnahme im falschen Zeitpunkt kann verpuffen, während sie im richtigen Zeitpunkt voll durchschlagen und einen immensen Effekt haben kann.

Umgekehrt ist auch klar, dass dies eine grössere Übung ist, die einige Zeit Vorbereitung erfordert. Es braucht operationell eine Vorbereitung, es braucht für die Ankündigung eine Vorbereitung, damit sich die Finanzmarkt-Teilnehmer auf eine solche Aktion vorbereiten können.