

Medienkonferenz vom 5. September

Starker Franken

Was kann und was sollte getan werden? - Executive Summary

von Michael Bernegger, Consultant

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 widersetzen, 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.