

Sperrfrist: 24. April 2007, 18:15

Überlegungen zum Franken-Wechselkurs¹

Philipp M. Hildebrand
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Center for Comparative and International Studies (CIS)
der Universität, der ETH und der KOF Zürich
ETH Zürich Hauptgebäude, 24.4.2007

¹ Der Referent dankt Dr. Marlene Amstad und Dr. Caesar Lack von der Organisationseinheit Finanzmarktanalyse der Schweizerischen Nationalbank für ihre wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Zudem dankt der Referent Prof. Dr. Ulrich Kohli und Prof. Dr. Thomas Jordan für wertvolle Kommentare.

1. Einführung

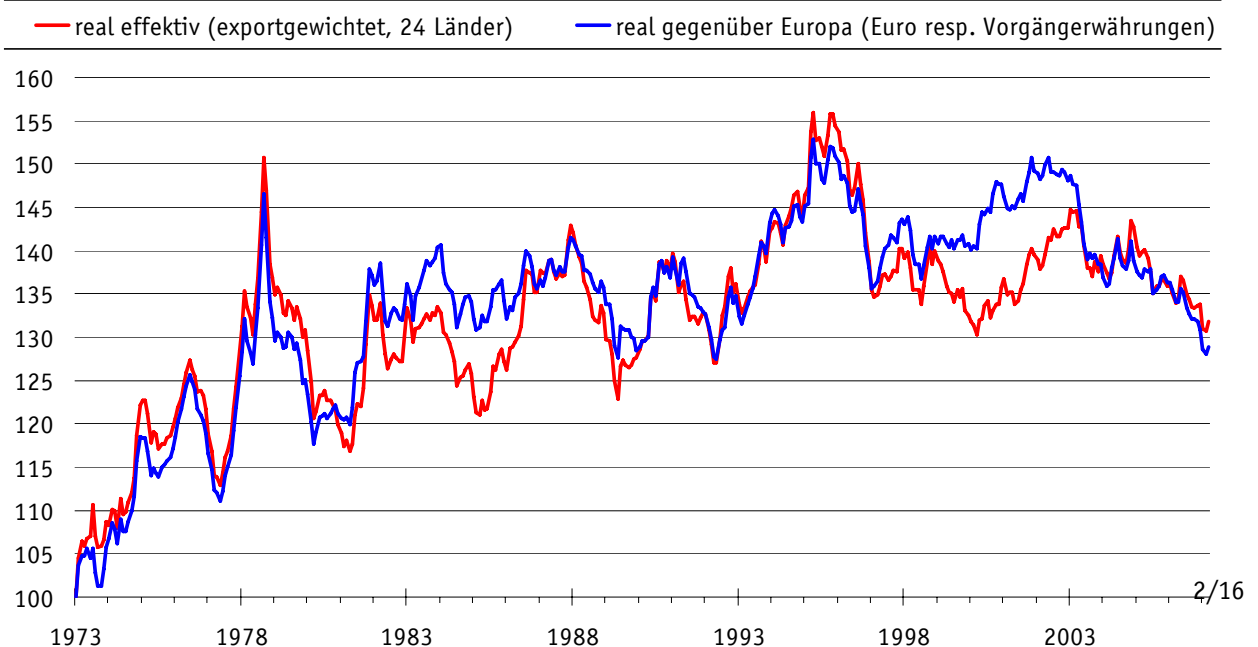
Ein prominenter ehemaliger Notenbanker hat vor wenigen Jahren behauptet, dass Wechselkursentwicklungen nicht besser prognostizierbar seien als Münzwürfe. Anlageberatern und Vermögensverwalter mag diese Aussage Mühe bereiten. Trotzdem eignet sie sich um auf die Schwierigkeiten von Wechselkursprognosen - insbesondere in der kurzen Frist - hinzuweisen. Theoretisch sollten in der längeren Frist die ungedeckte Zinsparität oder die Abweichungen von der Kaufkraftparität zwar Anhaltspunkte über den längerfristigen Trend geben. In der Praxis ist jedoch auch ihre Prognosefähigkeit oft bescheiden.

Trotz der Schwierigkeiten der Prognose lassen sich Wechselkursbewegungen ex post zumindest teilweise erklären. Meine folgenden Überlegungen zum Wechselkurs sind in diesem Sinne nicht als Prognose zu verstehen. Vielmehr sollen sie ein Versuch sein, einige grundsätzliche Überlegungen über die Bestimmungsgründe des Aussenwerts des Frankens seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen 1973 anzustellen.

Der Franken findet derzeit wieder vermehrt den Weg in die Finanzpresse und die Anlageempfehlungen der Analysten. Anders als in den letzten 35 Jahren ist der Grund dieses Mal allerdings nicht eine Frankenaufwertung, obwohl die Schweizer Wirtschaftsdaten zurzeit sehr stark sind.

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Frankens seit 1973 anhand des realen - also um die Inflation bereinigten - Wechselkurses einerseits zum Euro (bzw. zu einem Index aus seinen Vorgängerwährungen) und andererseits zu den Währungen unserer Haupthandelspartner.

Abbildung 1. Aussenwert des Frankens

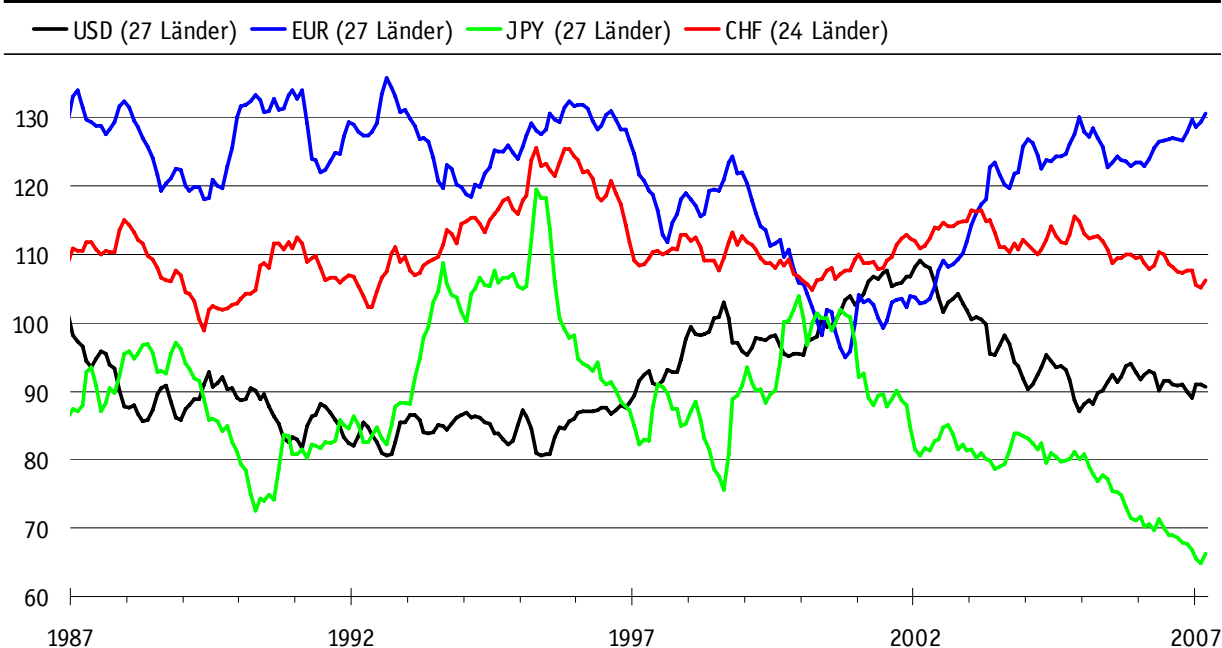


Insgesamt ist eine Tendenz zur leichten Aufwertung des Frankens zu erkennen, die aber nicht linear erfolgte. In den letzten Jahrzehnten kam es kurz- bis mittelfristig immer wieder zu erhöhter Volatilität. Trotzdem stört die Kurskorrektur seit 2003, die sich in den letzten Monaten zudem noch beschleunigte, den Gesamteindruck eines anhaltenden, langfristigen Aufwertungstrends.

Besonders ausgeprägt war der Rückgang des Frankens in der jüngeren Vergangenheit gegenüber dem Euro. Nominell kostet der Euro zwar aktuell nur unwesentlich mehr als 1999, dem Zeitpunkt der Einführung der europäischen Einheitswährung. Berücksichtigt man jedoch, dass die Inflation in der Schweiz in der Zwischenzeit bedeutend tiefer war als in der europäischen Währungsunion, dann hat sich der Euro gegenüber dem Franken seit 1999 deutlich aufgewertet, und zwar um rund 10%.

Ein grosser Teil des Rückgangs des realen effektiven Frankenwechsellkurses steht somit im Zusammenhang mit einer Phase der Eurostärke. Dies können Sie sehr schön aus der nächsten Abbildung ersehen. Letztlich entscheidet sich der Wert einer Währung insbesondere anhand ihrer „Handelskaufkraft“, d.h. wie sie sich gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner behauptet. Abbildung 2 zeigt den CHF, den USD, den Euro sowie den Yen jeweils handelsgewichtet seit 1988. Folgendes Gesamtbild ist klar ersichtlich: Der Franken und der Dollar sind heute real handelsgewichtet auf vergleichbarem Niveau wie vor zwanzig Jahren. Der Yen liegt auf einem Niveau, welches rund 30% tiefer ist als Ende der achtziger Jahre. Der Euro liegt zwar ebenfalls auf vergleichbarem Niveau wie vor zwanzig Jahren (gemessen an einem Index seiner Vorgängerwährungen). Dazwischen liegt aber einerseits in den Jahren vor der Einführung des Euro eine deutliche Abwertungsphase und andererseits seit der Einführung der Einheitswährung eine ausgesprochene Aufwertungsphase des Euro.

Abbildung 2. Reale effektive Wechselkurse



Da rund 60% unserer Exporte in die Eurozone gehen und über 70% unserer Importe aus diesen Ländern stammen, ist der gesamte reale handelsgewichtete Frankenkurs natürlich stark vom Verhältnis zum Euro geprägt.

Nachfolgend möchte ich einige grundsätzliche Überlegungen zu verschiedenen möglichen Bestimmungsgründen des Frankens anstellen und dabei insbesondere auf die aktuelle Entwicklung eingehen.

Lassen Sie mich vorher die generelle Bedeutung des Wechselkurses für die SNB festhalten. Das gesetzliche Mandat der SNB ist klar: Wir sind vom Gesetzgeber verpflichtet Preisstabilität zu gewährleisten, und dabei der konjunkturellen Entwicklung Rechnung zu tragen. Demzufolge kommt dem Wechselkurs für die Geldpolitik der SNB in soweit eine Rolle zu, als er die Preisstabilität beeinflusst. In der Schweiz, als eine kleine und sehr offene Volkswirtschaft, ist der Wechselkurs ein wichtiger Transmissionskanal über welchen die Geldpolitik der SNB ihrerseits auf das Wirtschaftsgeschehen und auf das langfristige Preisniveau wirkt. Die SNB muss sich daher zwangsläufig mit dem Wechselkurs auseinandersetzen. Sie hat aber kein Wechselkursziel, sondern ist der Preisstabilität verpflichtet.

2. Bestimmungsgründe des Wechselkurses

Ich möchte auf drei Gruppen von möglichen Bestimmungsgründen des Franken-Wechselkurses eingehen. Erstens strukturelle Faktoren, welche für eine langfristige Erklärung der realen Wechselkursentwicklung Hand bieten können. Darunter verstehe ich etwa die Entwicklung der Ertragsbilanz sowie den sog. Balassa-Samuelson-Effekt², welcher in der Vergangenheit oft als Erklärung für die reale Aufwertungstendenz des Frankens seit 1973 herangezogen wurde. Ein zweiter Bestimmungsgrund des Frankens dürfte die Attraktivität des Frankens in den Augen ausländischer Anleger als Diversifikationsinstrument sowie als sogenannter „sicherer Hafen“ sein. Als dritten, eher kurz- und mittelfristig wirkenden Bestimmungsfaktor möchte ich schliesslich auf die Geldpolitik selbst eingehen. Hier geht es primär um den nominellen - oder nur in der kurzen Frist um den realen Wechselkurs.

2.1 Strukturelle Faktoren

Ein wichtiger möglicher Bestimmungsgrund des Wechselkurses ist die Ertragsbilanz.³ Eine negative Ertragsbilanz kann auf eine nicht nachhaltige Entwicklung und auf eine bevorstehende Kurskorrektur hindeuten. Genau dieses Argument wurde in den letzten Jahren immer wieder im Zusammenhang mit der Kursentwicklung des U.S. Dollar gebraucht. Tatsächlich hat sich der reale handelsgewichtete Dollar seit Mitte 2002 um rund 15% abgeschwächt. Eine positive Ertragsbilanz hingegen kann ein Anzeichen für eine starke Volkswirtschaft und eine unterbewertete Währung sein.

Die schweizerische Ertragsbilanz war seit 1973 nur in einem einzigen Jahr, nämlich 1980, negativ. In den letzten Jahren stieg der Ertragsbilanzüberschuss nochmals deutlich an, nämlich von unter 8% im Jahr 2001 auf beinahe 19% in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres. Dies ist weltweit einer der höchsten Werte. Der hohe Überschuss deutet auf eine zu aktuellen

² Balassa (1964), "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal", in: *Journal of Political Economy*, S. 584-596. Samuelson (1964), "Theoretical Notes on Trade Problems", in: *Review of Economics and Statistics*, S. 145-154.

³ Die Ertragsbilanz wird oft auch als Leistungsbilanz bezeichnet. Die Ertragsbilanz umfasst den Handel mit Waren und Dienstleistungen, die Arbeits- und Kapitaleinkommen sowie laufende Übertragungen.

Wechselkursen äusserst wettbewerbsfähige Exportindustrie hin und spricht fundamental gesehen eher für eine Aufwertung des Frankens, auch und gerade in den letzten Jahren.

Im Folgenden möchte ich nun etwas ausführlicher auf einen weiteren strukturellen Faktor zu sprechen kommen, den sogenannten Balassa-Samuelson-Effekt. Dieser wird für die lange trendmässige reale Aufwertungsphase oft als Erklärungsansatz herangezogen. Die folgende Abbildung stellt den Balassa-Samuelson-Effekt graphisch dar.

Abbildung 3. Balassa-Samuelson-Effekt

$$\begin{array}{ccc}
 & \text{Abwertung} & \\
 & \text{der Inlandswährung} & \\
 \text{Inland} & & \text{Ausland} \\
 \frac{\Delta \text{Produktivität im Exportsektor}}{\Delta \text{Produktivität im Binnensektor}} & < & \frac{\Delta \text{Produktivität im Exportsektor}}{\Delta \text{Produktivität im Binnensektor}} \\
 & > & \\
 & \text{Aufwertung} & \\
 & \text{der Inlandswährung} &
 \end{array}$$

Etwas vereinfacht gesagt, erklärt der Balassa-Samuelson-Effekt den realen Wechselkurs zwischen zwei Ländern, anhand der jeweiligen Produktivitätsunterschiede zwischen Export- und Binnensektor. Die Währung eines Landes mit der grösseren Produktivitätsschere wertet sich gemäss dieser Theorie real tendenziell auf. Weshalb? Lassen Sie mich versuchen dies anhand eines einfachen Beispiels zu beschreiben.

Die Produktivitätsschere verändert die relativen Preise zwischen Gütern des Exportsektors und Gütern des Binnensektors. Gehen wir nun davon aus, dass insgesamt eine Situation mit 0% Inflation vorherrscht. Dies bedeutet, dass die Gütern des Exportsektors in Franken ausgedrückt billiger werden und die des Binnensektors teurer. Da die Gütern des Exportsektors im Weltmarkt in ausländischer Währung immer noch gleich viel kosten, muss sich der Franken nominell aufwerten. Diese nominelle Aufwertung entspricht bei einer Inflation von 0% auch einer realen Aufwertung.

Insgesamt vier Produktivitätswachstumsraten bestimmen somit die Entwicklung des realen Wechselkurses im Modell von Balassa und Samuelson: nämlich das Verhältnis zwischen dem Produktivitätswachstum des Exportsektors und dem Produktivitätswachstum des Binnensektors in Inland, sowie dem entsprechenden Verhältnis für das Ausland. Demzufolge gibt es im Rahmen des Modells vier Ansatzpunkte, eine langfristige reale Auf- oder Abwertung zu erklären.

Konkret wurde als wesentlicher Grund für die trendmässige reale Aufwertung des Frankens seit 1973 der grosse Unterschied bei der Produktivitätsentwicklung des wettbewerbsfähigen schweizerischen Exportsektors und des geschützten Binnenmarktes angeführt.⁴ Die Produktivitätsschere war in der Schweiz bedeutend grösser als im Ausland.

Wenn der Balassa-Samuelson-Effekt für die reale Aufwertung des Frankens zumindest bis in die Neunzigerjahre verantwortlich gemacht wird, dann stellt sich natürlich sogleich die Frage, ob die Entwicklung des Frankens der letzten Jahre mit dem Balassa-Samuelson-Effekt erklärbar ist. Eine Verringerung der Produktivitätsschere in der Schweiz im Vergleich zum Ausland würde gemäss Modell zu einer Verringerung der Tendenz zur realen Aufwertung führen.

Dafür gibt es insbesondere zwei plausible Ansatzpunkte: einmal ist es denkbar, dass sich, *ceteris paribus*, das Produktivitätswachstum im Schweizer Binnenmarkt beschleunigt hat, zum andern ist es möglich, dass sich, wiederum *ceteris paribus*, das Produktivitätswachstum im Exportsektor im Ausland beschleunigt hat.

Eine Beschleunigung des Produktivitätswachstums unseres Binnensektors könnte womöglich durch höheren Wettbewerbsdruck und eine Reihe von Deregulierungsschritten in den letzten Jahren verursacht worden sein. Eine Beschleunigung des Produktivitätswachstums im Exportsektor im Ausland könnte mit dem Fall des Eisernen Vorhangs, dem Eintreten Chinas in den Welthandel und womöglich auch mit den Produktivitätsfortschritten der deutschen Exportindustrie zusammenhängen. Bei dieser Hypothese müsste man allerdings letztlich davon ausgehen, dass unsere wichtigsten Handelspartner stärker von der Globalisierung und von der Liberalisierung tangiert wurden als wir selber. Dies scheint mir eher fragwürdig.

⁴ Siehe dazu auch Aebersold und Brunetti (1998), "Die langfristige reale Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark – Nichthandelbare Güter und der Balassa-Samuelson-Effekt", *Aussenwirtschaft*, Heft III, S. 365-386; sowie Baltensperger, Fischer und Jordan (1999), "Soll die Schweizerische Nationalbank den Franken an den Euro binden?", in: *Aussenwirtschaft*, Bd. 54, Heft 1.

Forschungsarbeiten zu diesen Entwicklungen sind für die Nationalbank sehr wichtig. Vorläufige Forschungsergebnisse unserer Ökonomen deuten darauf hin, dass bei den bisherigen Untersuchungen in den verfügbaren Daten keine eindeutigen Hinweise auf eine Umkehr des Balassa-Samuelson Arguments gibt. Sollte es allerdings in den vier genannten Produktivitätswachstumsraten tatsächlich zu Veränderungen gekommen sein bzw. noch kommen, so dürften diese Auswirkungen erst über einen längerfristigen Horizont sichtbar werden. Es könnte somit auch ganz einfach noch zu früh sein, definitive Aussagen zu diesem Thema zu treffen. Wie ich versucht habe in meinen kurzen Ausführungen zu illustrieren, ist die Sachlage empirisch gesehen ausserordentlich komplex. Weitere Forschungsarbeiten in diesem Bereich sind in der Nationalbank angesagt.

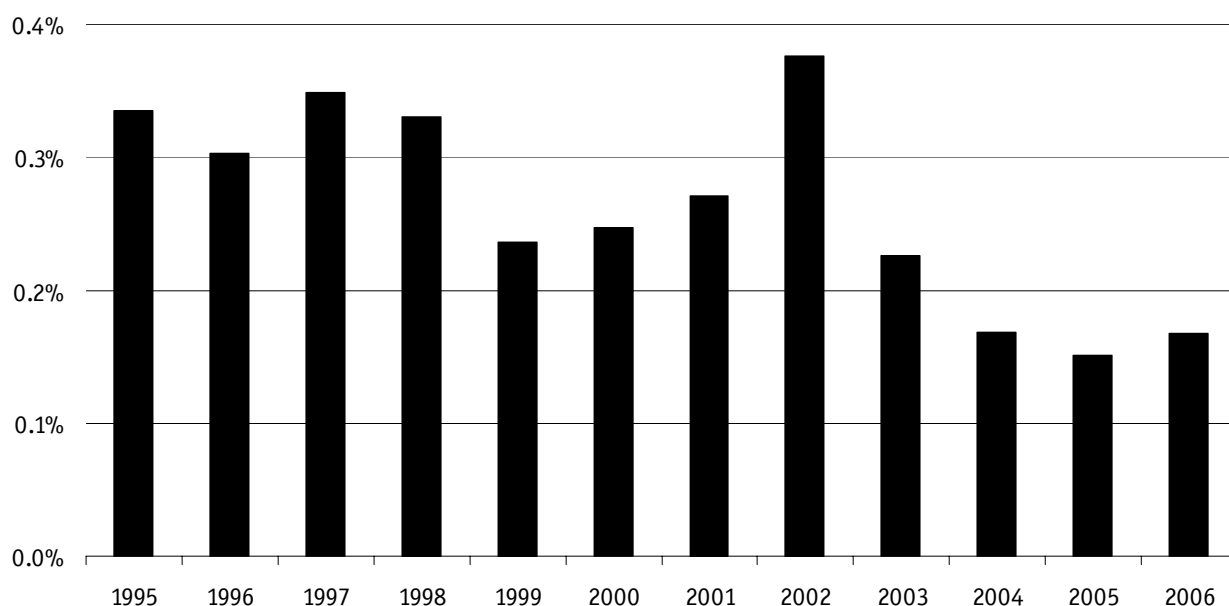
2.2 Franken als Anlagewährung

Als zweiten möglichen Bestimmungsgrund des Aussenwertes des Frankens sehe ich die Nachfrage ausländischer Investoren nach dem Franken als Anlagewährung. Neben der Funktion als Zahlungsmittel im Inland erfüllt der Franken eine weitere Funktion als international nachgefragte Denomination von Anlageklassen wie Aktien, Anleihen und Bankguthaben.

Ein Hauptgrund für die relativ weite internationale Verbreitung des Frankens als Anlagewährung dürfte die Stabilität des Frankens im weitesten Sinne sein: Es geht letztlich um das Vertrauen von Anlegern in den Schweizer Finanzplatz sowie die allgemeine soziale, politische und institutionelle Stabilität unseres Landes. Als Folge dieser Stabilität hat sich der Franken über die Jahre den Ruf einer "safe haven"-Währung geschaffen. Wie Sie wissen, äusserte sich dies in der Vergangenheit des Öfteren in der Form eines starken Aufwertungsdruckes in Zeiten politischer oder wirtschaftlicher Krisen.

Neben dieser "safe haven"-Funktion in Krisenzeiten kann der Franken aber auch in ruhigeren Zeiten eine interessante Ergänzung für ein international diversifiziertes Währungsportfolio darstellen, da er durch seine Eigenständigkeit das Risiko/Return-Profil eines Währungsportfolios verbessern kann. Absolut sind die Anlagen in Franken weiter angestiegen. Die relative Bedeutung des Frankens als Anlagewährung ist dagegen tendenziell abnehmend, allerdings schon seit zehn bis zwanzig Jahren.

Abbildung 4. Anteil der in Franken denominierten Devisenreserven der Notenbanken



Wie Sie aus Abbildung 4 ersehen können, zeigt sich beim Frankenanteil an den Devisenreserven der weltweiten Notenbanken eine rückläufige Tendenz, wobei die Zahlen von Jahr zu Jahr relativ volatil sind, nicht zuletzt geprägt von Bewertungseffekten je nach Wechselkursentwicklung. Gemäss einer Umfrage des Währungsfonds haben die Notenbanken zwischen 1995 und 2005 die gesamten Währungsreserven von 4% auf 10% des globalen BIP aufgestockt. Über dieselbe Zeitdauer hat sich der Anteil von Schweizer Franken an den gesamten Währungsreserven verringert. Während 1995 der Anteil des Frankens noch bei über 33 Promille lag, so lag der Anteil ab 2004 unter 20 Promille.

Beim geschilderten Rückgang der Rolle des Frankens als Anlagewährung darf nicht vergessen werden, dass es sich um einen relativen Rückgang handelt, also einen Rückgang im Vergleich zum Gesamtmarkt. Absolut sind nicht nur die in Franken denominierten Währungsreserven, sondern auch der Frankenumsatz an den Devisenmärkten sowie die ausstehenden Frankenanleihen in den vergangenen Jahren alle deutlich gewachsen. Allerdings war das Wachstum weniger stark als der jeweilige Gesamtmarkt, was zum erwähnten prozentualen Rückgang führte.

Der Hauptgrund für den relativen Bedeutungsverlust des Frankens liegt primär in der positiven Entwicklung ausländischer Finanzmärkte und Währungen. Im Vordergrund steht auch hier der Euro. Die erfolgreiche Einführung einer europäischen Währung hat massgeblich dazu beige-

tragen, dass sich in unmittelbarer Nähe der Schweiz ein dynamischer und sehr liquider Kapitalmarkt entwickeln konnte. Die Integration des europäischen Kapitalmarktes ist zwar noch nicht vollständig. Dennoch ist die Entwicklung der letzten acht Jahre beeindruckend. Der Staatsanleihenmarkt in Europa ist heute dem Markt der ausstehenden U.S. Government Bonds ebenbürtig. Dazu kommt natürlich auch die Globalisierung im weitesten Sinne. Auch andere nicht-europäische Finanzmärkte haben sich in den vergangenen Jahren ausserordentlich erfreulich entwickelt. Dies führt tendenziell zu einer Ausdehnung des globalen Anlageuniversums.

Meine Damen und Herren, lassen Sie mich dieses Zahlenmaterial in Perspektive setzen. Ich bin überzeugt, dass es verfehlt wäre, wenn wir in der Schweiz angesichts dieser Entwicklungen in eine Art Melancholie verfallen und den alten Zeiten nachtrauern würden. Die Schweiz als kleine offene Volkswirtschaft mit einem äusserst kompetitiven Finanzsektor profitiert in hohem Masse von der dynamischen Entwicklung der Weltwirtschaft und der damit verbundenen Vertiefung des globalen Kapitalmarktes. Schliesslich ist Schwarzmalerei auch deshalb nicht angesagt, weil gemessen an der Grösse der Schweizer Volkswirtschaft der Franken auch heute noch international eine überproportionale Rolle spielt.

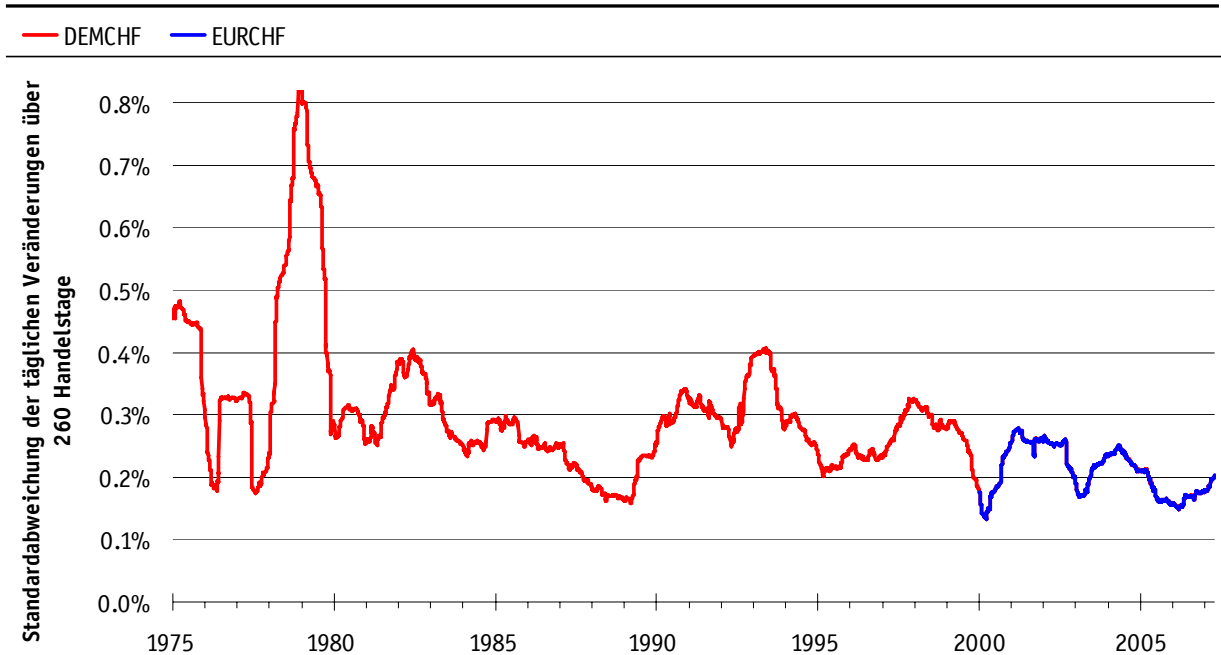
Ich komme nun zurück zur Frage, ob die schwindende Rolle des Frankens als internationale Anlagewährung möglicherweise ein Bestimmungsgrund des Wechselkurses ist. Es wäre falsch, vom relativen Bedeutungsrückgang des Frankens auf einen Rückgang der internationalen Nachfrage zu schliessen und somit womöglich eine Abschwächung des Aufwertungstrends des Frankens erklären zu wollen. Ein Wechselkurs entsteht immer aus dem Zusammenspiel von Nachfrage und Angebot. So kann etwa die in Abbildung 4 dargestellte Entwicklung sowohl nachfrage- wie angebotsseitige Gründe haben. Um eine Wirkung auf den Wechselkurs zu begründen, müssten wir konkrete nachfrage- oder angebotsseitige Entwicklungen feststellen.

Daher möchte ich etwas konkreter auf einige nachfrageseitige Entwicklungen eingehen. Eine Erklärung für einen möglichen Nachfragerückgang nach dem Franken könnte sein, dass der Franken an Diversifikationskraft und daher an Attraktivität für internationale Anleger verloren hat, da die Schweiz mit dem Fortschreiten der Globalisierung und mit der Integration Europas wirtschaftlich immer enger mit der EU verknüpft ist und daher immer stärker ähnlichen fundamentalen Einflussfaktoren unterliegt.

Aus Abbildung 5 geht hervor, dass sich die Wechselkursvolatilität des Frankens gegenüber dem Euro (bzw. vor 1999 der Deutschen Mark) tatsächlich auf sehr tiefem Niveau bewegt. Dar-

aus dürfte auch folgen, dass der Franken im Moment in der Tat eine geringere Diversifikationsfunktion ausübt als in früheren Jahren. Abbildung 5 zeigt jedoch auch, dass die Volatilität selbst immer schon relativ volatil war. Zyklische Tiefstwerte, wie wir sie im vergangenen Jahr gesehen haben, lösten sich immer wieder mit volatilere Phasen ab.

Abbildung 5. Historische CHF-Wechselkursvolatilität



Gegen die These einer geringeren Nachfrage aus Diversifikationsgründen spricht zudem, dass mit der Einführung des Euro viele europäische Währungen verschwunden sind und die verbleibenden europäischen Währungen daher als Diversifikationsinstrumente eigentlich an Attraktivität gewonnen haben sollten.

Ein Grund, weshalb der Franken an Attraktivität insbesondere gegenüber dem Euro als Diversifikationswährung verloren haben könnte, ist die Zunahme der Liquidität und der Effizienz der europäischen Finanzmärkte seit der Einführung des Euro. Das "safe haven"-Phänomen, also die Aufwertungstendenz des Frankens in internationalen Krisensituationen, kann als ein Spezialfall der Diversifikationsfunktion des Frankens betrachtet werden. Der Franken spielt somit in einem Portfolio eine Art Versicherungsrolle. Während die "safe haven"-Funktion des Frankens bis in die Neunzigerjahre als unbestritten galt, wurde diese in den vergangenen Jahren des Öfteren in Frage gestellt.

Seit den Terroranschlägen vom September 2001 gab es kein Ereignis mehr, welches die "safe haven"-Rolle des Frankens eindeutig und nachhaltig bestätigt hätte. Dies deutet in der Tat auf eine mögliche Abschwächung der "safe haven"-Funktion hin. Allerdings dürfte es verfrüht sein, darüber abschliessend zu urteilen. Einmal ist ein sicherer Hafen per Definition nur bei Sturm gesucht und - im Vergleich zu echten Schiffshäfen - vielleicht auch nur erst dann erkennbar. Zum andern gilt es zu bedenken, dass sowohl die Risikowahrnehmung wie auch die Risikoaversion der Anleger im aktuellen positiven weltwirtschaftlichen Umfeld sehr gering sind, was die Nachfrage nach Portfolioversicherung in der Form einer "safe haven"-Währung verringern dürfte.

Meine Damen und Herren, wir werden erst nach dem nächsten richtigen Sturm mit Sicherheit sagen können, inwieweit der Franken seine historische "safe haven"-Funktion tatsächlich verloren hat.

2.3 Geldpolitik

Als dritten möglichen Bestimmungsgrund des Wechselkurses möchte ich nun auf die Geldpolitik eingehen. Die Zinsdifferenz zwischen dem Franken und andern Währungen ist grundsätzlich ein wichtiger Bestimmungsfaktor des Frankens. Indem die SNB mit ihrer Geldpolitik die Zinsen steuert, beeinflusst sie implizit also grundsätzlich auch den Wechselkurs.⁵

Auf die im Jahr 2001 einsetzende weltweite Wirtschaftsabkühlung hat die SNB ihre Geldpolitik sehr rasch gelockert, um Deflationsrisiken vorzubeugen und die Konjunktur zu stützen. Sie hat den Leitzins bedeutend schneller und auf ein tieferes Niveau gesenkt als die EZB. In der darauffolgenden Normalisierungsphase, in welcher wir uns heute noch befinden, hat sie den Leitzins wiederum im Rahmen eines günstigen Preisumfeldes nur langsam und vorsichtig erhöht. Es ist daher nicht durchwegs erstaunlich, dass sich die lange Phase einer im Vergleich zum Ausland expansiven Geldpolitik in einem rückläufigen Franken widerspiegelt. Gleichzeitig ist die Inflation in der Schweiz im Gegensatz zur Eurozone permanent unter 2% geblieben und somit im Bereich der Preisstabilität.

⁵ Siehe Hildebrand (2006), "Monetary Policy and Financial Markets", in: Financial Markets and Portfolio Management, Vol. 20, No. 1, pp. 7-18.

An dieser Stelle möchte ich noch einige Gedanken zum Stichwort "carry trades" äussern. Wie Sie alle wissen, wird in letzter Zeit oft die Vermutung geäussert, dass "carry trades" für die Abschwächung des Frankens verantwortlich sein könnten. Zuerst gilt es bei Betrachtung dieser Vermutung zu bedenken, dass "carry trades" grundsätzlich nichts Aussergewöhnliches sind. Diverse Formen von "carry trades" hat es im Markt schon immer gegeben und wird es immer geben. Beim "carry trade" gehen Marktteilnehmer einen klassischen Arbitrage Handel ein. Sie erhoffen sich dabei über eine gewisse Zeit einen Gewinn zu erwirtschaften. In seiner einfachsten Form wird beim Aufbau einer "carry trade"-Position gleichzeitig eine Short-Position in einer Verschuldungswährung und eine Long-Position in einer Anlagewährung eingegangen. Eine Zunahme von "carry trades" schwächt somit die Verschuldungswährung und stärkt die Anlagewährung.

Solche "Carry trades" sind insofern spekulativ als sie davon ausgehen, dass allfällige Wechselkursbewegungen nicht genügend gross sein werden, um die positiven und somit gewinnbringenden Zinsmargen zu erodieren. Anders ausgedrückt kann man auch sagen, die Marktteilnehmer spekulieren beim Eingehen ihrer „carry trades“ darauf, dass sie in der Lage sein werden, sie zu schliessen und die Gewinne ins Trockene zu bringen bevor es zu grösseren Wechselkursverschiebungen kommt. Konkret wird argumentiert, dass die vergleichsweise tiefen Frankenzinsen der letzten Jahre dazu geführt haben könnten, dass der Franken vermehrt als Verschuldungswährung in "carry trades" Verwendung fand und dadurch abgewertet wurde. Leider gibt es keine gesicherten Angaben über das Ausmass der Verwendung des Frankens als Verschuldungswährung in "carry trades", so dass wir nur wenig konkrete Anhaltspunkte für diese Hypothese haben.

Gemäss der Theorie der ungedeckten Zinsparität dürften "carry trades", wie bereits angedeutet, keine Überrenditen erwirtschaften. Der Ertrag aus der Zinsdifferenz wird über kurz oder lang durch eine entsprechende Gegenbewegung in den Wechselkursen wettgemacht. In den letzten Jahren liess diese kompensierende Gegenbewegung der Wechselkurse auf sich warten, wodurch "carry trades" sehr profitabel wurden. Daraus kann und sollte nicht voreilig der Schluss gezogen werden, dass die theoretischen Zusammenhänge überhaupt nicht mehr gelten.

Der Franken war schon immer eine niedrig verzinste Währung, ohne dass er in früheren Jahren deswegen im Zusammenhang mit "carry trades" genannt worden wäre. Beispielsweise war der Zinsspread zwischen dem Franken und dem Euro in der Phase 2002/2003, als der Franken

sich in einer starken Aufwertungsphase befand auf grundsätzlich gleichem Niveau (rund 150 Basispunkte) wie heute. Der aktuelle Zinsspread zwischen den europäischen und schweizerischen Geldmarktzinsen liegt ziemlich genau im Durchschnitt der vergangenen acht Jahre seit der Einführung des Euro. Das Argument des Zinsspreads alleine überzeugt also nicht. Es gibt jedoch andere Faktoren, welche erklären könnten, warum der Franken in den vergangenen Quartalen tatsächlich vom Phänomen der "carry trades" erfasst worden sein könnte.

Ein Faktor sind zweifelsohne die weltweit tiefen Volatilitäten und Risikoprämien und der damit verbundene hohe Risikoappetit vieler Marktteilnehmer. Dazu kommt wohl auch die Tatsache, dass moderne Finanzmarktinstrumente mittlerweile auch Kleinanlegern erlauben, sich zu geringen Transaktionskosten an "carry trades" zu beteiligen. Ich möchte in diesem Zusammenhang insbesondere auf die hohe Popularität von Franken-Krediten in Österreich und verschiedenen osteuropäischen Ländern verweisen, welche mittlerweile bedeutende Ausmasse angenommen haben. Gemäss Daten der BIZ und verschiedenen nationalen Notenbanken betragen die Nettopositionen in Franken des Bankensektors in den Nichtbankensektor ausserhalb der Schweiz rund 237 Mrd. und sind seit 2002 um rund 30 Mrd. gewachsen.

Einige der Entwicklungen, welche möglicherweise "carry trades" im Franken begünstigten, sind im Begriff, sich abzuschwächen. Nicht nur in der Schweiz, sondern weltweit wurde die Geldpolitik in den vergangenen Quartalen restriktiver, was die globale Liquidität allmählich verringern dürfte. Es ist zudem zu erwarten, dass die rekordtiefen Volatilitäten und Risikoprämien nicht auf ewig anhalten. Damit dürfte dem "carry trade" im Franken allmählich die Existenzgrundlage entzogen werden. "Carry trades" sind somit zyklische Phänomene, welche nicht von Dauer sein können.

Es gibt keinen Anlass für die Geldpolitik, direkt auf das Phänomen der "carry trades" zu reagieren. Worauf jedoch die SNB im Rahmen ihres Konzeptes reagieren kann, sind mögliche Folgen von "carry trades" für den Wechselkurs. Tatsache ist, dass unter anderem die Entwicklung des Franken Wechselkurses in letzter Zeit dazu geführt hat, dass die monetären Rahmenbedingungen trotz fortschreitender geldpolitischer Normalisierung insgesamt weiterhin günstig sind. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund einer sehr robusten konjunkturellen Entwicklung und einer zusehends starken Auslastung der Kapazitäten der schweizerischen Wirtschaft. Wenn die SNB zum Schluss kommt, dass die Entwicklung des Franken Wechselkurses direkt über die

Importpreise oder indirekt über ihre konjunkturelle Wirkung eine Gefährdung der Preisstabilität darstellt, muss und wird sie geldpolitisch entsprechend darauf reagieren.

3. Fazit

Ich möchte nun zum Schluss kommen. In meinem Vortrag habe ich verschiedene Überlegungen über die langfristigen Determinanten des Frankenkurses von 1973 bis heute angestellt. Wie ich ganz am Anfang darzulegen versuchte, ist die Thematik sehr komplex. Selbst eine ex post Analyse ist mit grossen Unsicherheiten behaftet. Stark verkürzt würde ich zusammenfassen, dass der Trend zur realen Aufwertung des Frankens bis maximal 2003 relativ plausibel mit dem Modell von Balassa-Samuelson erklärt werden kann. Bei der seit 2003 anhaltenden Entwicklung sind die Erklärungsmuster schwieriger zu identifizieren, nicht zuletzt weil uns schlichtweg die notwendige zeitliche Distanz zu dieser Periode fehlt. Aus heutiger Sicht erscheinen mir der bisherige Erfolg der europäischen Einheitswährung, der weltweite Rückgang der Marktvolatilitäten sowie die Komprimierung von Risikoprämien als die wohl stichhaltigsten mittelfristigen Erklärungsansätze.

Im Rahmen des aktuellen Marktumfeldes ist es plausibel, dass eine Vielfalt von Formen von "carry trades" bei der Entwicklung des Frankens in den letzten Monaten eine Rolle gespielt haben. Letztlich kann aber das von ausserordentlich tiefer Volatilität geprägte globale Finanzmarktumfeld nicht auf ewig gewährt sein. Es gibt viele Faktoren, die potentielle Auslöser eines „re-pricing“ von Risiko sein könnten. Notenbanken werden weiterhin aufmerksame Beobachter der Wirtschaftslage und Finanzmärkte bleiben. Falls sich die weltweiten Inflationsaussichten verschlechtern sollten, wird die Geldpolitik – global gesehen – weitere Zinserhöhungen vornehmen. Wenn es zu einem „re-pricing“ von Risiko in den globalen Finanzmärkten kommt, können Währungspaare welche von "carry trades" geprägt sind sehr abrupt reagieren. Ich denke hier zum Beispiel an den Herbst 1998, als der Yen gegenüber dem Dollar innerhalb von zehn Wochen um 30% stieg, alleine innerhalb vier Tagen um beinahe 15%. Spätestens dann wird ersichtlich werden, dass die alte Regel der Ökonomie eben nach wie vor Gültigkeit hat: „There is no free lunch.“ Dies gilt auch für den Zinsspread zwischen zwei Währungspaaren. Die Nationalbank erachtet es als ihre Pflicht, den Finanzmarktteilnehmern und Akteuren mit einer Wechselkursexposition das Risiko einer solchen Entwicklung ins Bewusstsein zu rufen und nicht das scheinbare risikolose Umfeld an der Wechselkursfront unendlich in die Zukunft zu projizie-

ren. Ihrerseits wird die Nationalbank alles tun, um auch in Zukunft die Preisstabilität zu gewährleisten.