

*Sperrfrist: Mittwoch, 19. Dezember 2007, 18.15 Uhr*

**Die Rolle des Franken-Wechselkurses im geldpolitischen Konzept  
der Schweizerischen Nationalbank**

**Referat**

**von**

**Jean-Pierre Roth**

**Präsident des Direktoriums**

**der**

**Schweizerischen Nationalbank**

**FEW-HSG, Universität St. Gallen**

**Mittwoch, 19. Dezember 2007**

---

Der Referent dankt Frau Dr. Katrin Assenmacher-Wesche, Organisationseinheit Forschung, Schweizerische Nationalbank, Zürich, für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats.

## **1. Einleitung**

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich, heute zu Ihnen sprechen zu können. Der Wechselkurs des Schweizer Frankens ist in der letzten Zeit wegen seiner Schwäche zunehmend in die Schlagzeilen der Wirtschaftspresse geraten. Aus diesem Grund habe ich die Rolle des Franken-Wechselkurses im geldpolitischen Konzept der Schweizerischen Nationalbank zum Thema meines heutigen Vortrags gewählt. In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz birgt der Wechselkurs ständig neue Herausforderungen für die Geldpolitik. Diese Herausforderungen möchte ich zunächst anhand der Entwicklung des Franken-Wechselkurses in der Vergangenheit illustrieren. Ich gehe dann auf die Determinanten des Wechselkurses und die Problematik von Wechselkursprognosen ein und erläutere, inwiefern wir den Wechselkurs bei der Ausgestaltung unserer Geldpolitik mitberücksichtigen.

## **2. Die Wechselkursentwicklung in der Vergangenheit**

Betrachten wir zunächst den Wechselkurs des Frankens gegenüber den wichtigsten Währungen in den letzten 20 Jahren, die eine relativ stabile Phase der Weltwirtschaft kennzeichnen. Raten Sie, wo der Wechselkurs des Schweizer Frankens zum US-Dollar Ende 1987 stand! Das ist zugegebenermassen eine unfaire Frage, denn vor 20 Jahren haben Sie sich bestimmt noch nicht dafür interessiert. Und selbst wenn Sie es getan hätten, wüssten Sie es wahrscheinlich nicht aus dem Kopf, deshalb will ich es Ihnen sagen. Der US-Dollar stand im Dezember 1987 bei 1.33 Franken. Das ist nicht sehr weit von seinem heutigen Wert entfernt, der 1.15 Franken beträgt. Hätten wir den Vergleich vor einigen Monaten gemacht, so wäre die Differenz sogar noch wesentlich geringer gewesen. Aber schauen wir uns andere Währungen an. 1987 gab es zwar den Euro noch nicht, doch seine Vorgängerwährung, die European Currency Unit (ECU) existierte bereits. Im Dezember 1987 kostete ein ECU 1.68 Franken. Heute notiert der Euro bei 1.66, nur zwei Rappen unter dem Kurs von damals. Oder

nehmen Sie eine andere wichtige Währung – den japanischen Yen. Vor 20 Jahren stand der Yen bei 1.04 Franken; heute notiert er mit 1.02 Franken nahezu auf dem gleichen Stand.

Sie sehen: der Wechselkurs des Frankens liegt heute fast auf dem gleichen Stand wie vor 20 Jahren. Eine erstaunliche nominelle Stabilität! Was bedeutet dies für die schweizerische Wirtschaft? Grundsätzlich nicht besonders viel, denn über so lange Zeiträume sind reale Entwicklungen – also solche, die die Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus mitberücksichtigen – für eine Volkswirtschaft relevant. Wenn man die Preisentwicklung in den betreffenden Ländern betrachtet, sieht man, dass sie nicht gleichgerichtet erfolgt ist. Die Differenz der Inflationsraten, gemessen an den Konsumentenpreisen, kann als ein Indikator für die Veränderung des realen Austauschverhältnisses zweier Währungen im Zeitverlauf verwendet werden. Dieser Indikator zeigt, dass das Preisniveau in der Schweiz über die letzten 20 Jahre im Durchschnitt 1,3% pro Jahr weniger gestiegen ist als das Preisniveau in den USA. Gegenüber der Euro-Zone war die Inflation in der Schweiz durchschnittlich 0,8 Prozentpunkte pro Jahr niedriger. Betrachtet man dies zusammen mit dem kaum veränderten nominalen Wechselkurs über diese Zeit, so zeigt sich, dass sich der Franken gegenüber dem Dollar und dem Euro in den letzten 20 Jahren real deutlich abgewertet hat. Die Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz hat somit im Vergleich zu diesen Ländern zugenommen. Demgegenüber verzeichnete Japan eine um 1,1% pro Jahr geringere Inflation als die Schweiz. Im Vergleich zu Japan nahm der reale Franken-Wechselkurs folglich zu.

Die im langfristigen, punktuellen Vergleich hohe nominelle Stabilität von Wechselkursen darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass in den vergangenen 20 Jahren die Austauschverhältnisse von Währungen kurz- und mittelfristig beträchtlichen Schwankungen unterworfen waren. So wertete sich der Euro nach seiner Einführung im Januar 1999 bis Ende 2001 gegenüber dem US-Dollar um über 30% ab. Seither hat er sich wieder markant aufgewertet und steht gegenwärtig etwa 20% über seinem Einführungskurs zum US-Dollar. Auch gegenüber dem Franken sind deutliche Wechselkursschwankungen der wichtigen Währungen zu verzeichnen. Beispielsweise wertete sich der Franken gegenüber dem US-Dollar innerhalb nur eines Jahres von Januar bis Dezember 2005 um 11% ab. Seither hat er wieder um 8% an

Wert gewonnen. Dagegen hat der Franken seit Anfang 2004 gegenüber dem Euro kontinuierlich um etwa 14% an Wert verloren. Solche Schwankungen übertreffen bei weitem die Unterschiede in den Inflationsraten der betreffenden Länder und machen die Preise für Export- und Importgüter bedeutend volatiler als das allgemeine Preisniveau.

Die Preise der Export- und Importgüter stellen wichtige Einflussfaktoren für die inländische Teuerung dar. Zum einen erhöht ein schwacher Wechselkurs die Exportnachfrage aus dem Ausland, was sich bei bereits gut ausgelasteten Kapazitäten preistreibend auswirken kann. Zum anderen verteuern sich bei einem schwachen Wechselkurs die importierten Güter. Für die Schweiz als eine kleine, offene Volkswirtschaft machen die Preise ausländischer Güter mit rund 30% einen bedeutenden Anteil im Konsumentenpreisindex aus. Zwar muss sich eine wechselkursbedingte Preisänderung bei den Importgütern nicht sofort im gleichen Ausmass bei den Konsumentenpreisen bemerkbar machen: Je nach Konkurrenzsituation passen viele Unternehmen zunächst ihre Margen an, bevor sie ihre Absatzpreise erhöhen. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn erwartet wird, dass es sich um vorübergehende Wechselkursänderungen handelt. Auch in der Schweiz hat sich der schwache Wechselkurs bisher kaum in den Konsumentenpreisen niedergeschlagen. Man kann jedoch erwarten, dass die Bereitschaft der Unternehmen, Margenverengungen hinzunehmen, bei andauernder Wechselkursschwäche abnimmt. Trotz dem geringen Effekt auf die Inflation in der Vergangenheit können wir nicht ausschliessen, dass dauerhaft höhere Importpreise letztlich doch zu einem spürbaren Anstieg der Konsumentenpreise führen.

Zentralbanken spielen in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle, denn je glaubwürdiger ihre Politik ist, umso geringer fällt typischerweise die Übertragung vorübergehender Wechselkursänderungen auf die Konsumentenpreise – der sogenannten "Exchange Rate Pass-Through" – aus.

### 3. Problematik von Wechselkursprognosen

Für die Zentralbank ist es äusserst wichtig, die mutmassliche Entwicklung des Wechselkurses einzuschätzen. Leider hat sich gezeigt, dass Wechselkursprognosen nahezu unmöglich sind. Viele Studien bestätigen, dass die beste Prognose des Wechselkurses über die nächsten zwei Jahre dem aktuellen Wechselkurs entspricht. Man spricht davon, dass der Wechselkurs einem "Random Walk", einem Zufallslauf, folgt. Die Wahrscheinlichkeit eines Wechselkursanstieges oder -absinkens ist mit anderen Worten gleich hoch. Jegliche Kursänderungen sind zufällig und können folglich nicht prognostiziert werden.

Tatsächlich existiert kein theoretisches Modell, das über einen Horizont von etwa zwei Jahren bessere Wechselkursprognosen liefert als der Random Walk. Mit dieser Schwierigkeit haben nicht nur die Zentralbanken, sondern auch alle übrigen Finanzmarktteilnehmer zu kämpfen: So ergab eine Untersuchung der Bank of England, dass die Treffsicherheit von Wechselkursprognosen britischer Marktteilnehmer über das nächste Jahr im Mittel keine besseren Ergebnisse lieferte als das Werfen einer Münze.<sup>1</sup>

Etwas günstiger präsentiert sich die Ausgangslage, wenn man Zeiträume von mehr als zwei Jahren betrachtet. Die Verwendung ökonomischer Modelle führt dann zu genaueren Prognosen als der Random Walk. Leider erstreckt sich der Horizont der Geldpolitik gerade über diese zwei bis drei Jahre, für die eine Prognose des Wechselkurses extrem unsicher ist.

Bevor ich auf die Rolle des Wechselkurses in unserem geldpolitischen Konzept zu sprechen komme, lassen Sie mich zuerst etwas detaillierter auf die Determinanten des Wechselkurses eingehen.

---

<sup>1</sup> Harrison, Sally and Caroline Mogford (2004), "Recent Developments in Surveys of Exchange Rate Forecasts," Bank of England Quarterly Bulletin, Summer 2004, 170-175.

## 4. Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses

Auch wenn wir den Wechselkurs schlecht prognostizieren können, wissen wir einiges über seine Bestimmungsfaktoren, so dass wir seine Entwicklung wenigstens im Nachhinein erklären können. Es bietet sich an, die Wechselkursentwicklung über verschiedene Zeithorizonte zu betrachten, da sich die Bestimmungsfaktoren je nach kurzer, mittlerer- oder langer Frist unterscheiden.

### 4.1 Kurze Frist: Random Walk

Wechselkurse sind die Preise für ausländische Währungen. Sie bilden sich auf Finanzmärkten, welche durch hohe Liquidität und grosse Umsätze gekennzeichnet sind. Die Preise auf solchen Märkten werden vorwiegend von den Erwartungen der Marktteilnehmer beeinflusst. Das Eintreffen neuer Informationen erfordert in der Regel eine Neubewertung des Kurses. Die Folge sind Kursausschläge, die so lange anhalten, bis der Markt insgesamt zu einer Einschätzung der Ereignisse gekommen ist. Wechselkurse sind damit starken kurzfristigen Schwankungen unterworfen, die durch unvorhersehbare Ereignisse verursacht werden. Diese kurzfristigen Ausschläge des Wechselkurses sind nicht prognostizierbar.

Was bedeuten diese kurzfristigen Schwankungen für die Geldpolitik? Über einen derart kurzen Zeithorizont sollte die Zentralbank nicht auf Wechselkursschwankungen reagieren.<sup>2</sup> Die meisten Zentralbanken haben auch Abstand davon genommen, den Wechselkurs direkt über Interventionen am Devisenmarkt zu beeinflussen. Empirische Studien haben gezeigt, dass Zentralbank-Interventionen die kurzfristige Kursvolatilität sogar vergrössert haben.

Zudem erschweren es solche Interventionen den Marktteilnehmern, die geldpolitischen Absichten der Zentralbank zu erkennen. Das Ziel der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank ist die Preisstabilität, nicht die Stabilisierung des Wechselkurses. Ein Aktionismus

---

<sup>2</sup> Natürlich ist die Zentralbank in der Lage, den Wechselkurs auch kurzfristig zu stabilisieren, wozu sie sich zum Beispiel in einem fixen Wechselkurssystem verpflichtet. Trotzdem sehen die meisten Fixkurssysteme eine Bandbreite vor, innerhalb derer der Wechselkurs kurzfristig schwanken kann.

der Notenbank am Devisenmarkt kann als das Verfolgen zweier verschiedener Ziele (fehl-)interpretiert werden und damit die Sicherung der Preisstabilität behindern.

Die Volatilität am Devisenmarkt reflektiert den Prozess der Preisbildung als Reaktion auf neue Informationen. Eine Zentralbank trägt am besten zur Stabilisierung der Wechselkurse in der kurzen Frist bei, indem sie eine möglichst transparente und berechenbare Geldpolitik führt. Damit stabilisiert sie die Markterwartungen.

#### **4.2 Mittlere Frist: Einfluss der Geldpolitik und der Finanzmärkte**

Mittelfristig übt die Geldpolitik über die Steuerung eines Zinssatzes einen Einfluss auf den Wechselkurs aus. Über einen Zeithorizont von einigen Monaten bis hin zu ein paar Jahren bestimmt die Differenz zwischen den inländischen und den ausländischen Zinsen die internationalen Kapitalströme. Ein internationaler Investor wird nach dem besten Zinsertrag für seine Anlage suchen. Hohe Zinsen lösen damit einen Zufluss an Kapital aus. Im Gleichgewicht sollte der Unterschied im Zinsertrag zwischen Inland und Ausland gerade der erwarteten Wechselkursänderung über den Anlagehorizont entsprechen. Diese Beziehung wird als die ungedeckte Zinsparität bezeichnet. Da eine Anlageentscheidung Prognosen über die zukünftige Zins- und Wechselkursentwicklung erfordert, spielen auch mittelfristig Erwartungen eine grosse Rolle bei der Wechselkursbestimmung.

Gemäss der ungedeckten Zinsparität sollte ein niedriger Zinssatz relativ zum Ausland mit einer erwarteten Aufwertung des Wechselkurses einhergehen. Da die Zinsen in der Schweiz traditionell tiefer als in der Euro-Zone sind, müsste sich der Franken nach dieser Theorie mittelfristig aufwerten. Erstaunlicherweise sehen wir seit drei Jahren eine fortgesetzte Abwertung unserer Währung. Es scheint schwer vorstellbar, dass Marktteilnehmer dauerhaft eine Aufwertung erwarten können, die nun bereits während drei Jahren nicht eingetreten ist.

Dieses Paradox versucht man heute mit den sogenannten Carry Trades zu erklären. Da die theoretisch erforderliche Aufwertung des Frankens über einen so langen Zeitraum nicht eingetreten ist, könnte sich bei den Marktteilnehmern die Erwartung festgesetzt haben, dass

die Aufwertung in einer längeren Perspektive zwar eintreten wird, nicht aber in naher Zukunft. Niedrige Zinsen relativ zu anderen Ländern machen dann eine Kreditaufnahme lohnend, wobei die aufgenommenen Mittel in einer höher verzinslichen Währung angelegt werden. Falls solche Spekulationen in grösserem Umfang getätigt werden, können sie den Wechselkurs weiter von der eigentlich erforderlichen Aufwertung abhalten und sich somit selbst verstärken.

Grundsätzlich sind Arbitragegeschäfte – zu denen im weiteren Sinn auch die Carry Trades zählen – ein Merkmal effizienter und gut funktionierender Finanzmärkte. Der grosse Einfluss von Erwartungen auf die Wechselkurs-Entwicklung birgt jedoch Gefahren. Wir wissen, dass erwartungsbestimmte Grössen schnell und heftig reagieren können. Sollte sich die erwartete Volatilität erhöhen, würden die Carry Trades aufgelöst und es käme zu einer kurzfristigen Aufwertung des Frankens.

Ein weiterer Faktor, der eine reale Abwertung des Frankens erklären könnte, ist die verminderte Bedeutung als Safe-Haven-Währung, d.h. als Währung, die in Zeiten internationaler Krisen und hoher Volatilität an den Finanzmärkten in der Regel stark nachgefragt wird. In einer Studie der Schweizerischen Nationalbank wurde dieses Phänomen untersucht mit dem Ergebnis, dass der Franken zwar nach wie vor eine Rolle als Safe-Haven-Währung spielt, dass aber die Volatilität an den globalen Finanzmärkten in den letzten Jahren ausgesprochen tief war.<sup>3</sup> Ruhige Wasser führen tendenziell zu einer geringeren Nachfrage nach Franken und deshalb zu einer Abwertung des Wechselkurses. Dieser Effekt muss jedoch nicht von Dauer sein und kann sich bei einer Erhöhung der Finanzmarkt-Volatilität schnell wieder umkehren.

Tatsächlich beobachten wir seit dem Anstieg der internationalen Volatilität als Folge der Hypothekenkrise in den USA eine deutliche Aufwertung des Frankens, namentlich gegenüber dem US-Dollar. Dies ist allerdings noch wenig Evidenz für die Bedeutung des Safe-Haven-Effektes, denn auch andere Währungen haben sich jüngst gegenüber dem Dollar aufgewertet. Ein Grossteil der Aufwertung des Frankens gegenüber dem Dollar dürfte somit auf US-

---

<sup>3</sup> Rinaldo, Angelo and Paul Söderlind (2007), "Safe Haven Currencies," Swiss National Bank Working Paper No. 17.



spezifische Ursachen zurückzuführen sein. Eine leichte Korrektur der Frankenschwäche gegenüber dem Euro zeigt indes, dass der Safe-Haven-Effekt auch diesmal gespielt hat.

Die zögerliche Reaktion des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro in den letzten Wochen kommt daher, dass die jüngsten Turbulenzen auf den Finanzmärkten nicht nur zu einer höheren Volatilität geführt haben, sondern auch zu einer Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen Anlagen in Franken und Euro. Diese Differenz betrug im ersten Semester 2007 1,5% und ist jetzt auf mehr als 2% angestiegen. Unter den gegenläufigen Einflüssen einer höheren Volatilität und einer ausgeweiteten Zinsdifferenz ist die Reaktion des Frankens moderat geblieben.

Mit Blick auf die praktische Umsetzung der Geldpolitik ist festzuhalten, dass die mittelfristigen Wechselkurs-Bewegungen die Zentralbank zuweilen unterstützen oder behindern können, die Preisstabilität im Inland zu sichern. So schwächt die nominelle Abwertung des US-Dollars den Effekt höherer Ölpreise auf die inländische Inflation ab, da das Öl in Dollar gehandelt wird. Die Wechselkursbewegungen können den Bemühungen der Zentralbank aber auch zuwider laufen. Das ist seit 2004 der Fall gewesen. Die Abschwächung des Frankens gegenüber dem Euro bewirkte in diesem Zeitraum, dass die Straffung der Geldpolitik deutlich geringer ausfiel, als an den Zinsänderungen abzulesen ist.

### **4.3 Lange Frist: Strukturelle Faktoren**

Langfristig würde man erwarten, dass die Kaufkraftparität gilt. Die Kaufkraftparität beruht auf dem ökonomischen "Gesetz des einheitlichen Preises". Tauscht man einen bestimmten Geldbetrag in eine andere Währung um, so sollte mit diesem Geldbetrag in zwei Ländern der gleiche Korb an Gütern gekauft werden können. In ihrer absoluten Form besagt die Kaufkraftparität, dass der Wechselkurs die Unterschiede in den Preisniveaus zweier Länder so ausgleicht, dass die Kaufkraft des Geldes in beiden Ländern gleich ist. Der implizite reale Wechselkurs beträgt Eins. Es gibt indes viele Gründe, warum die absolute Kaufkraftparität in der Praxis nicht gilt. So verhindert beispielsweise die Existenz von Transportkosten, nicht-handelbaren Gütern und anderen Handelshemmnissen eine völlige Angleichung der Preise.

Die relative Kaufkraftparität umgeht diese Probleme, indem sie die Unterschiede in den Inflationsraten zweier Länder betrachtet, um die Wechselkursentwicklung zu erklären. Der reale Wechselkurs ist in diesem Fall im Zeitablauf konstant, aber nicht notwendigerweise gleich Eins.

Wie weit ist die relative Kaufkraftparität in der Lage, die Wechselkursentwicklung des Frankens gegenüber dem Euro zu erklären? Seit der Einführung des Euro im Januar 1999 war die jährliche Inflation in der Schweiz um etwa einen Prozentpunkt niedriger als in der Euro-Zone. Gemäss der Kaufkraftparität würde man eine entsprechende Aufwertung des Frankens erwarten. Statt dessen hat sich der nominale Wechselkurs um gut 4% abgewertet. Die Entwicklung des nominalen Wechselkurses widerspricht damit der Kaufkraftparitätentheorie. Der reale Wechselkurs ist nicht annähernd konstant, sondern hat sich, unter Berücksichtigung der Differenz in den Inflationsraten, um über 14% abgewertet.

Wir müssen deshalb überlegen, aus welchen Gründen sich der reale Wechselkurs im Zeitablauf ändern könnte. Die Wirtschaftstheorie bietet uns in der Tat eine Erklärung für reale Wechselkursänderungen. Der Balassa-Samuelson-Effekt begründet reale Wechselkursänderungen mit den Produktivitätsunterschieden zwischen den Export- und Binnensektoren in verschiedenen Ländern. Die Währung mit der höheren Produktivitätsdifferenz zwischen den beiden Sektoren wertet sich gemäss dieser Theorie tendenziell auf.

Traditionell ist der Binnensektor in der Schweiz relativ stark geschützt, während der Exportsektor ein hohes Produktivitätswachstum aufweist. Die Produktivitätsdifferenz zwischen Export- und Binnensektor war deshalb in der Schweiz grösser als im Ausland. Der reale Wechselkurs der Schweiz sollte sich folglich im Zeitablauf aufwerten, was sich an den Daten der 80er und 90er Jahre auch ablesen lässt.

Die in den letzten drei Jahren beobachtete Abwertung des Frankens gegenüber dem Euro müsste man gemäss dem Balassa-Samuelson-Theorem durch eine Verringerung der Produktivitätsdifferenz von Export- und Binnensektor im Inland erklären können. Dafür gibt es Indizien: Zum einen hat sich das Produktivitätswachstum im schweizerischen Binnenmarkt auf-

grund struktureller Reformen beschleunigt. Zum anderen haben viele Länder in der Euro-Zone strukturelle Reformen durchgeführt, was das Produktivitätswachstum des Exportsektors im Ausland beschleunigt haben könnte. Auch könnte die Einführung des Euro-Bargelds zu einer Ausdehnung des Handels und zu Produktivitätsgewinnen bei den handelbaren Gütern in der Euro-Zone geführt haben.

Diese Effekte können zur Erklärung der realen Abwertung des Frankens beitragen – als alleinige Erklärungshypothese sind sie allerdings nicht plausibel. Zwar ist die Messung des Produktivitätswachstums in einzelnen Wirtschaftssektoren mit etlichen Schwierigkeiten verbunden. Von einem Jahr zum anderen sind Produktivitätsänderungen aber verhältnismässig gering und reichen nicht aus, um das Ausmass der Frankenabwertung seit 2004 zu rechtfertigen.

Während sowohl die Zinsparität als auch die Kaufkraftparität derzeit wenig hilfreich bei der Erklärung des Wechselkursverlaufes sind, zeigt der Balassa-Samuelson-Effekt immerhin in die richtige Richtung. Verglichen mit der Erklärung durch Carry Trades ist er zudem theoretisch solide fundiert. Um aber eine Veränderung des realen Wechselkurses um 14% seit der Einführung des Euro zu erklären, reichen Produktivitätsunterschiede bei weitem nicht aus.

Wir können zusammenfassen, dass verschiedene Argumente für eine Abwertung des realen Gleichgewichtswechselkurses des Frankens gegenüber dem Euro sprechen. Keiner der angeführten Bestimmungsfaktoren des langfristigen Wechselkurses bietet jedoch für sich allein genommen eine ausreichende Erklärung für das in den letzten Jahren beobachtete Ausmass der Frankenschwäche gegenüber dem Euro. Man kann deshalb die Hypothese aufstellen, dass der Franken im heutigen Umfeld unterbewertet ist. Somit sind Gegenreaktionen des nominalen Wechselkurses durchaus möglich. Wann und wie stark sie sich manifestieren werden, ist hingegen ungewiss.

Die Abschätzung der künftigen Wechselkursentwicklung ist – wie ich gezeigt habe – über den für die Geldpolitik relevanten Horizont mit extremer Unsicherheit behaftet und deshalb keine triviale Aufgabe. Und doch ist sie für die Führung der Geldpolitik unerlässlich. Wir

müssen deshalb Wege finden, um den Wechselkurs in die geldpolitische Strategie zu integrieren, denn der Wechselkurs ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Inflation.

## **5. Der Wechselkurs im geldpolitischen Konzept der Nationalbank**

Nach diesem Exkurs in die Wechselkursstheorie, der uns die hohe Unsicherheit der Voraussagen der Wechselkursentwicklung aufgezeigt hat, stellt sich nun die Frage, was die Wechselkursentwicklung für die Geldpolitik der SNB bedeutet. Inwiefern wird der Wechselkurs in unserem geldpolitischen Konzept berücksichtigt? Lassen Sie mich zuerst klarstellen: Der Auftrag der SNB ist die Sicherung der Preisstabilität. Dabei trägt die SNB der konjunkturellen Entwicklung Rechnung. Der Wechselkurs ist folglich kein Ziel an sich; er ist nur in dem Masse relevant, in dem er den Auftrag der SNB beeinflusst.

In einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz spielt der Wechselkurs eine grosse Rolle für die Inflation. Ein zentraler Pfeiler des geldpolitischen Konzepts der SNB ist die Inflationsprognose. Die Qualität dieser Prognose hängt davon ab, ob die zugrundeliegenden Variablen hinreichend zuverlässig prognostiziert werden können. Wird die Wechselkursentwicklung falsch eingeschätzt, besteht die Gefahr, dass auch die Inflation nicht korrekt prognostiziert wird.

Die Inflationsprognose der SNB wird mit Hilfe verschiedener ökonomischer Modelle erstellt. Solche Modelle schätzen die zukünftige Preis- und Konjunktorentwicklung ein. Sie verwenden die Zinsparität und die Kaufkraftparität, um den Wechselkurs zu prognostizieren. Beide Theorien implizieren, dass der Franken gegenwärtig unterbewertet ist und eine Aufwertung tendenziell eintreten wird. Eine Aufwertung wirkt aufgrund der Verbilligung der Importgüter und der Verteuerung der Exportgüter inflationsdämpfend. Unterstellt die Inflationsprognose der SNB eine Aufwertung, so ist die prognostizierte Inflation geringer, als wenn wir nicht mit einer Abwertung unserer Währung rechnen würden. Oder anders gesagt: Liegen wir mit unserer Aufwertungsvermutung falsch, so fällt die Inflation höher aus als prognostiziert.

## 6. Zusammenfassung

Wie ich zu zeigen versucht habe, sind die theoretischen Wechselkursmodelle nicht in der Lage, den Wechselkurs zuverlässig zu prognostizieren. Sowohl die Kaufkraftparität als auch die Zinsparität haben bereits in den letzten Jahren eine Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro vorausgesagt. Statt dessen hat sich der Franken fortwährend abgewertet. Da wir nicht wissen, wann eine Wiederaufwertung tatsächlich eintreten wird, überträgt sich die Unsicherheit über die Wechselkursentwicklung auf die Inflationsprognose. Sollte sich die Frankenschwäche fortsetzen, so könnte unsere Inflationsprognose zu optimistisch sein.

Wohl können wir beobachten, wie sich der Wechselkurs entwickelt; die genauen Gründe dafür kennen wir indes nicht. Insbesondere wissen wir nicht, ob es sich um eine vorübergehende oder dauerhafte Entwicklung handelt. Der Balassa-Samuelson-Effekt würde für eine dauerhafte Änderung des langfristigen Wechselkurses sprechen. Es scheint aber unwahrscheinlich, dass er für das gesamte Ausmass der Abwertung des Frankens verantwortlich ist. Andere Einflüsse, wie Carry Trades und eine niedrige Marktvolatilität, scheinen eher vorübergehende Phänomene zu sein. Die Geldpolitik wird dadurch erschwert, dass wir nicht wissen, wann und in welchem Umfang sich diese temporäre Entwicklung wieder umkehren wird. Sollte der Wechselkurs weiter zur Schwäche neigen, könnte eine restriktivere Geldpolitik nötig sein, um Inflationsgefahren von dieser Seite zu begegnen. Tritt dagegen eine schnelle Korrektur des Wechselkurses ein, würde die Aufwertung selbst inflationsdämpfend wirken.

In der Schweiz spielt der Wechselkurs eine wichtige Rolle als Faktor bei der Bestimmung des inländischen Preisniveaus. Er ist aber kein Ziel der SNB. Er ist nur insoweit relevant, als er die zukünftige Inflation beeinflusst. Die Wechselkursentwicklung ist unsicher und schwer zu prognostizieren, insbesondere über den Horizont, der für die Geldpolitik von Bedeutung ist. Diese Unsicherheit überträgt sich auf die Inflationsprognose, da die Prognose auf einer bestimmten Wechselkursentwicklung beruht.

Somit ist es nicht erstaunlich, dass wir echt besorgt sind, wenn der Franken weiter an Wert verliert. Unsere Sorge ist aber nicht als versteckte Wechselkurspolitik zu verstehen, sondern als echte Sorge um die zukünftige Preisstabilität. Eine dauerhafte Schwächeneigung des Schweizer Frankens könnte inflationäre Wirkungen auslösen. Wir wissen, dass einer solchen Entwicklung früher oder später mit zinspolitischen Massnahmen begegnet werden müsste. Mittelfristig könnte somit die Zinsdifferenz zwischen Franken und Euro kleiner werden.

Ich danke Ihnen für Ihre Aufmerksamkeit.