

# Wettbewerbsfähig bleiben

Festerer Franken ist in einem Umfeld inflationärer internationaler Geldpolitik die beste Option

THORSTEN POLLEIT

Der Franken gilt traditionell als sicherer Hafen. Seit den frühen Siebzigerjahren hat er sich gegenüber den Währungen aller wichtigen Handelspartner mehr oder weniger stetig aufgewertet: Die Schweizer erhalten heute zum Beispiel gut 50% mehr Güter für einen Franken im Handel mit den Ländern im Euroraum als mit der Kaufkraft des Frankens zu Beginn des Jahres 1973.

Die reale Aufwertung ist mit der Wohlfahrtssteigerung in der Schweiz Hand in Hand gegangen. Ausser durch innenpolitische Verlässlichkeit dürfte sich die Aufwertungstendenz des Frankens v. a. durch die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) erklären, die in den letzten Jahrzehnten meist weitaus weniger inflationär ausgerichtet war als die Geldpolitik in vielen anderen Währungsräumen.

Einige Zahlen mögen das verdeutlichen. Von Mitte 1997 bis zum zweiten Quartal 2010 stieg in der Schweiz das Volkseinkommen in realer Rechnung 27%, die Bankkredite 65% und die Geldmenge M3 53%. Im Vergleich dazu stieg das US-Volkseinkommen knapp 33%, während die Bankkredite allerdings 139 und die Geldmenge M2 um 117% zunahmen. Im Euroraum wuchs das Einkommen lediglich 14%, während die Bankkredite 113 und die Geldmenge M3 102% stiegen.

## Produktiv dank stabilem Geld

Die relativ moderate Entwicklung der Kredit- und Geldmengen in der Schweiz hat dazu beigetragen, dass der Auftrieb der Konsumentenpreise im Zaume geblieben ist. Die vergleichsweise erfreuliche Inflationshistorie dürfte wiederum dafür gesorgt haben, dass die im Kapitalmarkt erwartete Schweizer Konsumentenpreis-inflation – die durch den Barclays Capital Swiss Inspire Index näherungsweise abgebildet werden kann – bislang auf ziemlich tiefem Niveau geblieben ist (siehe Grafik). Das ist für sich genommen bereits ein positiver Wachstumsbeitrag.

Denn Inflation – also im Kern das Ausweiten der Geldmenge – schmälert nicht nur die Kaufkraft des Geldes, sie schädigt auch die Wachstumskräfte der Volkswirtschaft, weil Inflation für unproduktive Umverteilung und Fehlinvestitionen sorgt. Eine Geldpolitik der niedrigen Inflation ist damit also gleichzeitig eine Politik, die das Entfalten der produktiven Kräfte der Volkswirtschaft begünstigt.

Niedrige Inflation und robustes Wirtschaftswachstum in der Schweiz im Vergleich zu den Entwicklungen in anderen Ländern begünstigen eine nominale und reale Aufwertung des Frankens. Gleichwohl wird das häufig mit grosser Sorge betrachtet: Exporte und damit die Konjunktur könnten Schaden nehmen, ist zu hören. Auch könne eine sich stark aufwer-

tende Währung die Konsumentenpreis-inflation auf ungewollt niedrige Niveaus drücken, sodass es zu Deflation komme. Um diesen Befürchtungen entgegenzutreten, hat die SNB von Frühling 2009 bis Sommer dieses Jahres mit Devisenmarkt-interventionen versucht, sich der Frankenaufwertung entgegenzustemmen.

Dadurch wuchsen die Währungsreserven der SNB von 46 Mrd. Fr. auf in der Spitze mehr als 219,4 Mrd., und die monetäre Basis stieg von weniger als 50 Mrd. Ende 2008 auf mehr als 140 Mrd. Fr. im Juli 2009. Es zeigte sich das bekannte Dilemma: Soll der Wechselkurs an der Aufwertung gehindert werden, verliert die Zentralbank die Kontrolle über die heimische Geldmenge. Bis August fiel dann jedoch die monetäre Basis auf knapp 88 Mrd. Fr., weil die SNB begann, die Überschussliquidität durch Emission von Schuldverschreibungen einzusammeln.

Diese Wende in der Schweizer Geldpolitik hebt sich ab von den Politiken, die im Euroraum, in den USA oder in Grossbritannien verfolgt werden. Alle Zeichen scheinen darauf hinzudeuten, dass die Zentralbanken in diesen Währungsräumen die Geldmengen weiter ausweiten wollen – entweder bedingt durch das Ziel, die Bankkreditvergabe wiederzubeleben, oder aber, die Refinanzierung der Staatshaushalte durch Zentralbankkredite und Anleihenkäufe sicherzustellen.

Dabei ist die Erwartung nicht grundlos, dass das Ausweiten der Geldmengen letztlich dazu dienen soll, die Inflation stärker in die Höhe zu treiben, als dies in den Finanzmärkten derzeit erwartet wird. Durch eine «Überraschungsinflation» sollen, so könnte das Kalkül der Geldpolitiker sein, die realen Verschuldungslasten – speziell die der Staaten – abgesenkt und der Weg in die Wirtschaftserholung geebnet werden.

In einem solchen Szenario – in dem der schweizerischen Geldpolitik inflationär ausgerichtete Geldpolitiken in anderen Währungsräumen gegenüberstehen –

dürfte sich die Aufwertungstendenz des Frankens, die Anfang 2008 eingesetzt hat, nicht nur fortsetzen, sondern sie könnte sogar noch an Fahrt gewinnen. Was sind die Handlungsoptionen für die Schweiz?

## Flexiblere Preise und Löhne

Je mehr sich die Schweiz einer inflationären Geldpolitik anderer Währungsräume anschliesse, desto weniger stark fiel natürlich auch die nominale und reale Aufwertung des Frankens aus; gleichsam wird die Aufwertung umso stärker ausfallen, je weniger inflationär die Geldpolitik ausgerichtet ist. Wenngleich die Neigung gross sein mag, im «internationalen Gleichschritt» zu agieren, sollte die historische Erfahrung mit Inflation als Warnung gegen eine solche Geldpolitik dienen.

Die dominante Politikoption für eine relativ kleine und offene Volkswirtschaft in Zeiten möglicherweise stark steigender internationaler Inflation ist vielmehr, an der heimischen Politik des verlässlichen Geldes festzuhalten und gleichzeitig für grössere Flexibilität auf der Mikroebene zu sorgen: Unternehmen sollten verstärkt nach Möglichkeiten suchen, ihre Preisflexibilität im Ein- und Verkauf zu erhöhen, etwa durch Preisanpassungsklauseln, die v. a. Währungsentwicklungen berücksichtigen. Gleiches gilt auf der Lohnseite.

Auf diese Weise kann die Wettbewerbsfähigkeit der nationalen Industrie selbst mit einer starken Aufwertung gesichert bleiben, und gleichzeitig wird die produktive Wirkung des verlässlichen Geldes für das heimische Wirtschaftsgeschehen erhalten. So gesehen wäre in einem Szenario, in dem die Geldpolitiken in den grossen Währungsräumen tatsächlich verstärkt inflationär ausgerichtet werden, ein festerer Franken die wohl beste Option für die Schweizer Bürger.

Dr. Thorsten Polleit ist Chief German Economist von Barclays Capital in Frankfurt.

## Markt verlässt sich auf solide Schweizer Geldpolitik

