

# Was heisst da «überbewertet»?

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) spricht seit einem Jahr von einem überbewerteten Franken. Mit welchem Massstab misst sie das? Wovon soll eine derart gewagte Formulierung ablenken?

Von Beat Gygi

Was ist mit dem Wechselkurs des Frankens nicht in Ordnung? Die Schweizerische Nationalbank hat vor knapp einem Jahr die Untergrenze für den Euro-Franken-Wechselkurs von 1.20 aufgehoben und die Ermittlung des «richtigen» Frankenwerts nach dreieinhalb Jahren staatlicher Stützung wieder den Märkten überlassen. Aber doch nicht ganz. «Der Franken ist weiterhin deutlich überbewertet», sagte Fritz Zurbrugg, Vizepräsident des Nationalbank-Direktoriums, vor zwei Wochen. Im November hatte Andréa Maechler, seit Mitte 2015 neue dritte Person im Direktorium, das Gleiche dargelegt. Der Präsident, Thomas Jordan, weist seit der Aufhebung der Untergrenze praktisch bei jedem Auftritt auf die Überbewertung hin.

Gleichzeitig lässt die Nationalbank-Spitze jeweils durchblicken, dass sie sich das Eingreifen am Devisenmarkt durch Kaufen von Euro und Verkaufen von Franken offenhalte, sollte der Euro-Kurs allzu tief sinken. Alles in allem kann man heute sagen: Die Währungshüter haben im Januar 2015 zwar das Seil durchgeschnitten, an dem sie ziehen konnten, sobald der Euro-Kurs an die Untergrenze kam und der Franken zu stark wurde. Aber wirklich losgelassen haben sie nicht. Sie scheinen immer noch eine Art elastisches Band in der Hand zu halten, an dem sie zu ziehen versuchen, sollte der Euro gegenüber dem Franken zu stark absacken.

Der Umgang mit elastischen Bändern ist allerdings nicht einfach, sie dehnen sich und können zurückspringen. Die Notenbankspitze setzt sich gleich mehrfach dem Druck von Interessengruppen und Öffentlichkeit aus. Die dau-

ernde Betonung der Überbewertung provoziert viele Fragen: Was sind die Indizien für eine Überbewertung? Welches ist denn der richtige Wechselkurs? Versucht die Nationalbank durch Eingriffe am Devisenmarkt die Annäherung an den «richtigen» Kurs zu beschleunigen? Die erste Grafik zeigt den Verlauf der Wechselkurse seit Januar 2015. Nach dem Absacken auf fast einen Franken ist der Euro nun nah bei 1.10 – ist das der Wert, bei dem das Reden von der Überbewertung vielleicht leiser wird?

## Bestimmtheit der SNB irritiert

Dass die Nationalbank-Führung kaum Antworten auf diese Fragen gibt, dürfte etliche Interessengruppen erst recht dazu einladen, sich auf ein Spiel gegen die SNB einzulassen. Wenn diese praktisch bei jeder Wortmeldung durchblicken lässt, die Devisenmärkte lieferten nicht die richtigen Ergebnisse, setzt sie sich selber unter Druck, das Werkzeug der Marktintervention einzusetzen. Sie hat am Devisenmarkt ja seit der Aufhebung der Kursgrenze wiederholt Euro gekauft und Franken verkauft, um den Kurs der Schweizer Währung zu drücken.

Irritierend ist vor allem auch die Bestimmtheit der Formulierungen. Wo nimmt die Notenbankführung die Gewissheit her, dass der Franken überbewertet ist? Ein Blick auf die anhaltend hohen Exporte der vergangenen drei Jahre in der zweiten Grafik, lässt ja kaum Spuren eines Frankenschocks erkennen.

Eine erste Antwort wird mit Preisunterschieden zwischen In- und Ausland begründet. Die Preise im Inland stünden – so das Argument – in keinem vernünftigen Verhält-

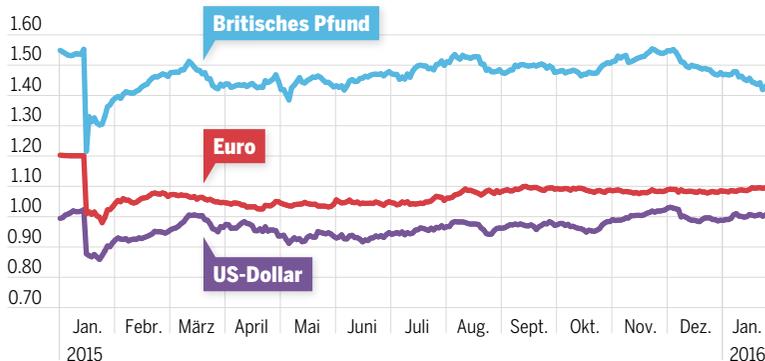
nis zu den Preisen im Ausland. Das heisst, dass die sogenannte Kaufkraftparität verletzt wird. Gemessen wird dies daran, wie viel ein bestimmter Güterkorb beispielsweise in Deutschland im Vergleich mit dem gleichen Korb in der Schweiz kostet, wenn beide in derselben Währung bezahlt werden. Ist die Differenz gross, deutet dies darauf hin, dass der Wechselkurs nicht stimmt – wenn also der Warenkorb mit Nahrungsmitteln und alkoholfreien Getränken in der Schweiz 150 Franken, in Deutschland aber nur 100 Franken kostet. Beim «richtigen» Wechselkurs wäre die Kaufkraft beidseits der Grenzen ganz ähnlich.

Dieser Argumentation schliessen sich vor allem Schweizer Exportunternehmen und Gewerkschaften gerne an. Der Schweizerische Gewerkschaftsbund hat eigene Umfragen in Firmen gemacht und ist im vergangenen Sommer zum Schluss gekommen, dass der «faire» Wechselkurs bei gut Fr. 1.30 pro Euro läge. Der Branchenverband der Maschinen- und Elektroindustrie, Swissmem, übernimmt die Einschätzung «überbewerteter Franken» der Nationalbank, ohne eigene Berechnungen angestellt zu haben. Swissmem-Präsident Hans Hess ortete im Sommer den fairen Wechselkurs zwischen 1.25 und 1.30, mit Verweis auf Kaufkraftparitäts-Berechnungen der UBS.

Nach der Einschätzung von Rolf Weder, Ökonomieprofessor und Aussenwirtschaftsexperte an der Universität Basel, dürfte ein Euro-Kurs von 1.25 die Kaufkraft auf beiden Seiten ähnlich ausfallen lassen. Dieses Bild gelte auch, wenn man statt der Lebenshaltungskosten die Produktionskosten für international handelbare Güter betrachte, die in

## Das Jahr des Euro-Schocks

Wechselkursentwicklung seit Anfang 2015: Wie viel kostet ein Euro, ein Dollar, ein britisches Pfund in Franken?

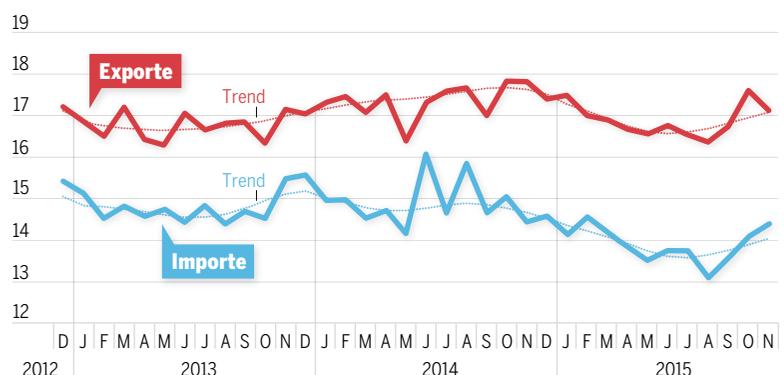


QUELLE: SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK (SNB)

Nah bei 1.10: Franken im Vergleich zum Euro.

## Wenig Bremsspuren im Aussenhandel

Entwicklung der Exporte und Importe seit Ende 2012, in Mrd. Franken pro Monat



QUELLE: EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (EFD)

Der Frankenschock blieb mehrheitlich aus.



*Denkt die Nationalbank-Führung zu sehr an die Exporteure?* SNB-Präsident Jordan, Direktorin Maechler.

der Schweiz viel höher seien als etwa in Deutschland. Weder betont aber auch, dass sich das ändern könne. Sollten nämlich die Preise in der EU stärker steigen oder langsamer sinken als in der Schweiz, dann würde der sogenannte faire Wechselkurs des Euro sinken, so dass man sich mit der Zeit dem gegenwärtig beobachteten Wechselkurs nähern werde. Eine Überbewertung des Frankens könne so verschwinden.

Besonders brisant ist Weders Meinung nach das Verhältnis zwischen der Schweiz und Deutschland, weil der Euro als Gemeinschaftswährung der gesamten Euro-Zone für Deutschland viel zu billig und dafür für einige südliche Staaten eher zu teuer sei. Deutschland erhalte so eine speziell niedrig bewertete Währung. Das sei für Schweizer Unternehmen deswegen ein Problem, weil sie nicht nur in Deutschland und in der Schweiz in Konkurrenz zu deutschen Firmen stünden, sondern auch in Drittmärkten, speziell in der Maschinenindustrie. Dass das Verhältnis zwischen der Schweiz und Deutschland überhaupt nicht stimme, sei primär eine Folge der Währungsunion. Würde Deutschland aus dem Euro austreten, kämen die Verhältnisse wieder ins Lot. Weders Ansicht nach nehmen die EU-Politiker viel zu wenig wahr, welche Kosten sie mit ihrer nicht funktionierenden Währungsunion auch den Ländern ausserhalb der Euro-Zone auferlegen.

Andere Ansatzpunkte zur Ermittlung des «richtigen» Wechselkurses bringt Dirk Niepelt, Direktor des Studienzentrums Gerzensee und Ökonomieprofessor an der Universität Bern, ins Gespräch. Man könne den gegenwärtigen realen Wechselkurs, berechnet aufgrund von Produzentenpreisen, zum Beispiel mit dem langfristigen Durchschnitt vergleichen und die Abweichung davon als Über- oder Unterbewertung deuten. Aus dieser Sicht sei der Franken im Dezember 2014, also kurz vor Aufhebung der Untergrenze, um 4 Prozent überbewertet gewesen, im Juli 2015 dann um 14 Prozent. Aus gleicher Optik sei die Schweizer Währung Ende 2007 um 21 Prozent unterbewertet gewesen.

#### **Perspektive der Anleger geht vergessen**

Vor allem aber müsse man im Auge behalten, dass an den Devisenmärkten täglich in Millionen von Transaktionen riesige Summen gehandelt würden. Offensichtlich gingen diese Käufer und Verkäufer davon aus, dass die Marktpreise einigermassen richtig seien.

In ähnliche Richtung geht die Argumentation von Heinz Zimmermann, Professor für Finanzmarkttheorie an der Universität Basel. Seiner Ansicht nach werden Wechselkursfragen oft einseitig diskutiert: Bei Währungen stehe normalerweise das Umrechnen des Werts einer Maschine, einer Dienstleistung oder einer Lohnzahlung im Vordergrund. Aber Währungen seien nicht nur für die Um-

rechnung, nicht nur für das Exportieren und Importieren, sondern auch fürs Investieren wichtig. Die Perspektive der Anleger gehe oft etwas vergessen. Wenn Investoren Immobilien, Aktienpakete, Finanztitel oder Firmen kauften, dann würden sie sich immer auch für eine bestimmte Währung entscheiden. Der Schweizer Franken spiele eine prominente Rolle als Anlagewährung; die Nachfrage nach Franken werde weniger durch den Waren- und Dienstleistungshandel als vielmehr durch Anlageentscheide bestimmt. Das gelte nicht nur für die typische Rolle der Schweiz als sicherer Hafen in turbulenten Zeiten, sondern auch für viele andere Anlagen. Beispielsweise befinde sich der überwiegende Teil der Aktien der grossen kotierten Schweizer Unternehmen bei ausländischen Investoren. Dass der Franken so begehrt sei und dadurch an Marktwert gewinne, möge Exporteure vielleicht stören, aber es sei auch zu bedenken, dass Schweizer Unternehmen gerade dadurch zu einer günstigen Finanzierung kämen, da eine hohe Frankennachfrage die Kapitalkosten senke.

Denkt die Nationalbank-Führung zu sehr an die Exporteure, die gerne einen stärkeren Euro hätten, und gilt ihre Aufmerksamkeit zu wenig den Importeuren, Konsumenten und Anlegern, die ein starker Franken reicher macht? Wenn sie weiterhin so laut vom «deutlich überbewerteten Franken» spricht, muss man fast zu diesem Schluss kommen. ○