

**Sperrfrist**

23. November 2017,  
17.30 Uhr

---

**Hoher Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz: Konsequenzen  
für die Geldpolitik der SNB?**

Universität Basel WWZ

**Thomas J. Jordan**

Präsident des Direktoriums\*

Schweizerische Nationalbank

Basel, 23. November 2017

© Schweizerische Nationalbank, Zürich, 2017

---

\* Der Referent dankt Thomas Nitschka und Pinar Yesin für die Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Referats. Sein Dank geht auch an Simone Auer, Alain Gabler, Petra Gerlach, Peter Kuster, Carlos Lenz und Alexander Perruchoud sowie an den Sprachendienst der SNB.

## Einleitung

Die Schweiz weist seit den 1980er-Jahren durchgehend einen Überschuss in ihrer Leistungsbilanz auf. Das heisst vereinfachend, dass wir im wirtschaftlichen Austausch mit dem Rest der Welt mehr einnehmen als ausgeben. Im Jahr 2016 betrug dieser Überschuss etwa 10% des Bruttoinlandprodukts (BIP), in früheren Jahren vereinzelt sogar gegen 15%.

Gemäss einfachen Lehrbuchbetrachtungen weist ein Leistungsbilanzüberschuss auf eine unterbewertete Währung hin. Um den Überschuss in der Zukunft wieder auszugleichen, müsste die Währung des Überschusslandes aufwerten, wodurch die Nettoexporte sinken würden.

Im Kontrast dazu steht die Einschätzung der Schweizerischen Nationalbank (SNB), dass der Franken schon seit Jahren hoch bewertet ist und zeitweise sogar massiv überbewertet war. Folgerichtig ist unsere Geldpolitik trotz einer gewissen Abschwächung des Wechselkurses weiterhin darauf ausgerichtet, den Druck auf den Franken zu reduzieren und Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen.

Wie passen der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss, die einfache Lehrbuchbetrachtung und der Befund der SNB zusammen? Ist der Überschuss der Schweiz allenfalls sogar ein Ergebnis einer Geldpolitik, die den Wechselkurs bewusst nach unten drückt, mit dem Ziel, die Exporte anzukurbeln?<sup>1</sup>

Die internationale Diskussion über Leistungsbilanzüberschüsse und unfaire Währungspolitik einzelner Länder hat sich in den letzten Jahren intensiviert. Die Schweiz befindet sich in diesem Zusammenhang seit 2016 auf einer Überwachungsliste des US-Finanzministeriums. Die Schweiz wird im dazugehörigen Bericht allerdings nicht als Währungsmanipulator bezeichnet, da sie nicht alle der dafür notwendigen Kriterien erfüllt. Sie steht indes unter besonderer Beobachtung. Wir pflegen in dieser Sache einen konstruktiven Austausch mit den zuständigen Regierungsstellen der USA.

Ausländische Behörden und auch internationale Organisationen anerkennen die spezielle Lage, in der sich die Schweiz befindet. Sie zeigen daher auch Verständnis für die geldpolitischen Massnahmen der SNB. Laut dem jüngsten External Sector Report des Internationalen Währungsfonds (IWF) von Juli 2017 steht die Schweizer Leistungsbilanz im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Verhältnissen, und die Geld- und Fiskalpolitik der Schweiz wird als angemessen betrachtet.

Dennoch wird die internationale Diskussion über Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite teilweise hitzig und nicht immer sachlich geführt. Einige Beobachter haben die Schweiz aufgrund des anhaltenden Überschusses immer wieder angeprangert. Im Brennpunkt der Kritik steht dabei die Geldpolitik der SNB. Sie werden deshalb nicht erstaunt sein, dass es mir ein grosses Anliegen ist, dazu eine Auslegeordnung vorzunehmen.

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu Thomas Jordan (Februar 2013), *Starker Franken und hoher Ertragsbilanzüberschuss: ein Widerspruch?*, [www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref\\_20130219\\_tjn](http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20130219_tjn), und Thomas Jordan (Oktober 2013), *Weshalb der Mindestkurs mit dem Ertragsbilanzüberschuss der Schweiz vereinbar ist*, [www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref\\_20131008\\_tjn](http://www.snb.ch/de/mmr/speeches/id/ref_20131008_tjn).

Ich möchte das Ergebnis meiner Ausführungen gleich vorwegnehmen.

Die Leistungsbilanz ist im besonderen Fall der Schweiz kein gutes Mass für die Beurteilung der Handelsströme und der Entwicklung des Auslandvermögens und auch kein guter Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik. Hätten wir uns in den letzten Jahren an der Entwicklung der Leistungsbilanz orientiert, hätten wir eine noch stärkere Aufwertung des Frankens zulassen müssen. Damit wäre es zu einer Rezession und zu fallenden Preisen gekommen. Eine noch stärkere Aufwertung des Frankens hätte zudem weder die Kritiker unseres Leistungsbilanzüberschusses besänftigt, noch wäre sie im Interesse der anderen Länder gelegen. Einerseits hätte sich der Leistungsbilanzüberschuss auch mit einem deutlich stärkeren Franken nicht wesentlich abgebaut. Grund dafür ist, dass der nach internationalen Standards ausgewiesene Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz zu einem wesentlichen Teil auf statistische Verzerrungen sowie auf strukturelle und vom Wechselkurs wenig beeinflussbare Faktoren zurückzuführen ist. Andererseits hätte die Schweiz bei einer Rezession hierzulande weniger zur globalen Güternachfrage beigetragen, was wiederum andere Länder negativ tangiert hätte.

Unsere Geldpolitik mit dem Negativzins und der Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren, verfolgt nicht das Ziel, der Schweiz einen unfairen Vorteil im internationalen Gütertausch zu verschaffen und den Leistungsbilanzüberschuss in einem merkantilistischen Sinne auszubauen. Sie ist vielmehr nötig, um den exzessiven Aufwertungsdruck auf den Franken als sicheren Hafen zu reduzieren und so die Preisstabilität zu gewährleisten. Denn der Franken ist immer noch hoch bewertet – auch wenn die Leistungsbilanz auf den ersten Blick etwas anderes suggeriert.

Lassen Sie mich mit einer Einordnung der Diskussion über die Leistungsbilanz beginnen. Anschliessend werde ich die wesentlichen Faktoren des Leistungsbilanzüberschusses der Schweiz näher analysieren und Schlussfolgerungen für unsere Geldpolitik ziehen.

## **Grundlagen zur Leistungsbilanz**

Zuerst möchte ich Ihnen die Definition der Leistungsbilanz in Erinnerung rufen.

### **Definition der Leistungsbilanz**

Der Saldo der Leistungsbilanz entspricht den Einnahmen minus den Ausgaben aus dem Waren- und Dienstleistungshandel, den Nettokapital- und Nettoarbeitseinkommen sowie dem Saldo der laufenden Übertragungen einer Volkswirtschaft.<sup>2</sup> Gleichung 1 zeigt diesen Zusammenhang.

Die Handelsbilanz weist einen Überschuss auf, wenn ein Land mehr Waren und Dienstleistungen exportiert als importiert. Umgekehrt hat ein Land ein Handelsbilanzdefizit, wenn es mehr Waren und Dienstleistungen importiert als exportiert.

---

<sup>2</sup> Das Spezialthema in der SNB-Publikation *Zahlungsbilanz und Auslandvermögen der Schweiz 2016* (S. 31–38) verschafft einen guten Überblick über die Methodik der Erstellung der Zahlungsbilanz und die Zusammenhänge ihrer Teilbilanzen.

Unter die Einnahmen bei den Nettokapitaleinkommen fallen insbesondere Zinsen auf ausländische Obligationen und Dividenden auf ausländische Aktien, die von Inländern gehalten werden. Beim Nettoarbeitseinkommen wiederum werden beispielsweise Salärzahlungen an Grenzgänger, die im Tessin arbeiten, aber in Mailand wohnen, als Ausgaben erfasst. Die Komponente laufende Übertragungen schliesslich enthält u.a. Ausgaben des Bundes im Bereich der wirtschaftlichen Entwicklungszusammenarbeit.

In den meisten Ländern dominiert der Handelsbilanzsaldo den Leistungsbilanzsaldo. Die anderen Komponenten tragen oft nur wenig zur Leistungsbilanz bei.<sup>3</sup>

Per Definition entspricht der Saldo der Leistungsbilanz auch der Differenz zwischen den Ersparnissen und den inländischen Investitionen einer Volkswirtschaft. Diese Darstellung sehen Sie in Gleichung 2.<sup>4</sup>

Weist ein Land einen Leistungsbilanzüberschuss auf, spart es also mehr, als es im Inland investiert. Das überschüssige Kapital wird in diesem Fall ins Ausland exportiert. Im Gegensatz dazu importiert ein Land mit einem Leistungsbilanzdefizit Kapital aus dem Rest der Welt, weil es mehr investiert als spart. Diese Betrachtung – die sogenannte Kapitalbilanz – ist das Spiegelbild der Leistungsbilanz. Ein Land mit einem Leistungsbilanzüberschuss – beziehungsweise Kapitalbilanzüberschuss – akkumuliert Forderungen, also Guthaben, gegenüber dem Ausland, sogenannte Auslandaktiven. Dagegen akkumuliert ein Land mit einem Leistungsbilanzdefizit Verpflichtungen, also Schulden, gegenüber dem Ausland, sogenannte Auslandpassiven. Die Differenz zwischen Auslandaktiven und Auslandpassiven bezeichnen wir als Nettoauslandvermögen.

Gleichung 3 illustriert den Zusammenhang zwischen dem Leistungsbilanzsaldo als Flussgrösse und dem Nettoauslandvermögen als Bestandesgrösse. Der Leistungsbilanzsaldo in einem bestimmten Jahr entspricht der Veränderung des Nettoauslandvermögens in diesem Jahr, korrigiert um weitere Einflussgrössen. Oder anders ausgedrückt: Das Nettoauslandvermögen setzt sich zusammen aus den über die Zeit aufsummierten Leistungsbilanzsalden.

Zu den anderen Einflussgrössen, die neben dem Leistungsbilanzsaldo das Nettoauslandvermögen beeinflussen können, zählen Veränderungen von Wechselkursen und Vermögenspreisen im In- und Ausland. Eine Aufwertung der Heimwährung vermindert gewöhnlich – unabhängig vom Leistungsbilanzsaldo – das Nettoauslandvermögen, da die Auslandaktiven mehrheitlich in Fremdwährung, die Auslandpassiven aber in der Heimwährung denominiert sind. Da solche Bewertungseffekte zuweilen eine bedeutende Rolle spielen, gibt die Leistungsbilanz kein vollständiges Bild der Entwicklung des Nettoauslandvermögens wieder.

---

<sup>3</sup> Im Fall der Schweiz dominierte vor der Finanzkrise lange Zeit das Nettokapitaleinkommen den Leistungsbilanzsaldo.

<sup>4</sup> In der Statistik lassen sich Abweichungen von dieser Gleichung nicht vermeiden. Dies ist auf Fehler oder Lücken in den Daten zurückzuführen, wie sie angesichts der vielen verschiedenen Datenquellen für diese Statistiken unweigerlich vorkommen. Zudem müssten auch noch Vermögensübertragungen berücksichtigt werden. Der Einfachheit halber werden diese hier weggelassen.

## Leistungsbilanz der Schweiz

Nach dieser kurzen Auffrischung der relevanten Zusammenhänge rund um die Leistungsbilanz betrachten wir nun die Entwicklung der Leistungsbilanz der Schweiz aus einer etwas längerfristigen Perspektive.

Abbildung 1 stellt die jährlichen Salden der Leistungsbilanz der Schweiz zwischen 1960 und 2016 dar, gemessen als Anteil am BIP. Die Leistungsbilanz weist seit den 1980er-Jahren einen Überschuss aus. Der Überschuss stieg bis zur Finanzkrise markant an. Während der Krise schwankte der Leistungsbilanzsaldo stark. In den letzten Jahren stabilisierte sich der Überschuss zwischen 8 und 11% des BIP. 2016 betrug der Überschuss wie erwähnt rund 10%.

Weil die Schweiz einen anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss erwirtschaftet, würde man im Prinzip erwarten, dass das Nettoauslandvermögen über die Zeit ansteigt. Wie Abbildung 2 deutlich macht, ist dies jedoch nicht der Fall.

Die Abbildung zeigt das Nettoauslandvermögen der Schweiz zwischen 2000 und 2016, wiederum gemessen in Relation zum BIP. Von Jahr zu Jahr sehen wir grosse Schwankungen, die nicht mit der Entwicklung des Leistungsbilanzüberschusses erklärt werden können. Werden diese Schwankungen ausgeblendet, hat sich das Nettoauslandvermögen über den abgebildeten Zeitraum nicht merklich erhöht.

Die hohen Schwankungen verdeutlichen, wie wichtig die bereits genannten anderen Einflussgrößen für die Entwicklung des Nettoauslandvermögens sind. Ich werde später darauf näher eingehen.

Lassen Sie mich an dieser Stelle noch etwas anfügen: Obwohl das Nettoauslandvermögen nicht zugenommen hat, sind die Bruttoforderungen und Bruttoverpflichtungen der Schweiz gegenüber dem Ausland, insbesondere seit den 1990er-Jahren, weiter gestiegen. Im Jahr 2016 betragen die Auslandaktiven der Schweiz fast das Siebenfache des BIP, während die Auslandpassiven mehr als das Fünffache des BIP ausmachten. Die Schweiz ist und bleibt im internationalen Vergleich nicht nur in Bezug auf den Waren- und Dienstleistungsaustausch, sondern auch in Bezug auf Portfolio- und Direktinvestitionen überdurchschnittlich stark mit der globalen Wirtschaft verflochten.

Wie wir vorhin gesehen haben, entspricht der Leistungsbilanzsaldo der Differenz zwischen den Ersparnissen und den Investitionen im Inland. In der internationalen Diskussion wird oft argumentiert, dass Länder mit Leistungsbilanzüberschüssen zu wenig investieren bzw. zu viel sparen. Wie steht die Schweiz diesbezüglich da?

Abbildung 3 illustriert die durchschnittlichen Spar- und Investitionsquoten während der Periode 2010 bis 2015 in verschiedenen Ländergruppen und in der Schweiz. Die Sparquoten sind in rot und die Investitionsquoten in blau abgebildet.

Aus der Abbildung geht hervor, dass die Schweiz im internationalen Vergleich relativ viel investiert, aber noch sehr viel mehr spart. Die Schweiz weist mit 24% eine höhere Investitionsquote auf als die Gruppe der Industrieländer und die Gruppe der OECD-Länder. Mit einer Sparquote von 36% sind wir ganz vorne dabei.

Die hohe Investitionsquote der Schweiz zeigt, dass der Leistungsbilanzüberschuss weniger auf zu geringe Investitionen im Inland zurückzuführen ist, als vielmehr auf eine im internationalen Vergleich hohe Sparquote.

## **Globale Leistungsbilanzsalden**

Lassen Sie mich Ihnen nun einen Überblick über die zeitliche und geografische Entwicklung der globalen Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite geben.

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung dieser Überschüsse und Defizite in Prozent des globalen BIP über die vergangenen 20 Jahre. Positive Werte stehen für einen Leistungsbilanzüberschuss, negative Werte für ein Leistungsbilanzdefizit. Die Entwicklungen in einigen ausgewählten Volkswirtschaften möchte ich besonders hervorheben.

Wenden wir uns zuerst den Ländern zu, die ein Leistungsbilanzdefizit aufweisen. Die USA sind eines davon. Ihnen ist das blaue Balkenstück zugeordnet. Der rosa Balken umfasst alle anderen Leistungsbilanzdefizite der Welt. Im Jahr 2016 gehörten 106 Länder dieser Gruppe an.

Kommen wir nun zu den Ländern, die einen Leistungsbilanzüberschuss haben. Dies sind China mit einem roten Balken, Deutschland mit einem orangen Balken und Japan mit einem grünen Balken. Die Schweiz ist mit einem sehr kleinen, dunkelblauen Balken abgebildet. Alle übrigen Leistungsbilanzüberschüsse sind aufsummiert im hellblauen Balken dargestellt. Dieser Balken umfasste im Jahr 2016 42 Länder.

Die Abbildung veranschaulicht drei Fakten.

Erstens spielt der Schweizer Überschuss – aufgrund der Kleinheit unseres Landes – in einer globalen Betrachtung der Leistungsbilanzsalden eine geringe Rolle. Der Beitrag der Schweiz zu den globalen Leistungsbilanzsalden ist klein und hat nicht zu den steigenden globalen Leistungsbilanzsalden vor der Finanzkrise beigetragen.

Zweitens sind vier grosse Länder für das Ausmass und die Dynamik der globalen Leistungsbilanzsalden entscheidend. China, Deutschland, Japan und die USA machen heute zusammen fast die Hälfte der weltweiten Leistungsbilanzsalden aus. Die übrigen rund 150 Länder erklären zusammengenommen die andere Hälfte. Interessant ist, dass die Leistungsbilanzsalden der einzelnen Länder über lange Zeiträume das gleiche Vorzeichen tragen. So verzeichnet Deutschland seit 2002 durchgehend einen Überschuss, wohingegen die USA seit 1992 ein Defizit aufweisen.

Drittens hat die Summe der Leistungsbilanzüberschüsse respektive -defizite bis zum Anfang der Finanzkrise stetig zugenommen. Zu Beginn der Krise ist sie jedoch geschrumpft und seither mehr oder weniger gleich geblieben.

Fassen wir kurz zusammen. Die globalen Leistungsbilanzüberschüsse respektive -defizite haben zwar seit der Finanzkrise nicht weiter zugenommen. Einige Länder weisen aber anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschüsse respektive -defizite auf. Dazu zählt auch die Schweiz. Es drängt sich somit die Frage auf, ob eine solche Entwicklung nachhaltig sein kann.

Dies führt mich zum nächsten Punkt, nämlich zur Frage, weshalb manche Länder anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse oder -defizite haben.

## **Treiber der Leistungsbilanzsalden**

Grundsätzlich gilt: Mit Leistungsbilanzüberschüssen und -defiziten können Länder ihren Konsum optimal über die Zeit verteilen. Die gewünschte intertemporale Verteilung wird von strukturellen Faktoren wie der Demografie und dem künftigen Produktionspotenzial getrieben.

Ich möchte dies anhand von zwei Beispielen erklären.

Indien ist eine aufstrebende Wirtschaft mit einer jungen Bevölkerung. Das Land muss heute viel investieren, hat aber nicht genügend inländische Ersparnisse zur Verfügung. Um den heutigen Konsum und die Investitionen zu finanzieren, importiert Indien also Kapital aus dem Ausland und weist ein Leistungsbilanzdefizit aus.

Das Gegenbeispiel ist Japan. Japan ist ein reiches, weit entwickeltes Land mit einer schrumpfenden und vor allem schnell alternden Bevölkerung. Das Land spart deshalb heute, um in Zukunft konsumieren zu können. Ausserdem ist es für Japan profitabler, im Ausland zu investieren, da im Inland weniger Investitionsmöglichkeiten bestehen und die Wachstumsaussichten gedämpft sind. Japan exportiert also Kapital ins Ausland und weist einen Leistungsbilanzüberschuss aus.

Es gibt somit strukturelle Gründe, weshalb Länder über einen längeren Zeitraum einen Leistungsbilanzsaldo unter oder über null haben. Überschüsse oder Defizite weisen deshalb nicht zwangsläufig auf eine über- oder unterbewertete Währung oder auf ein Risiko für das Land und die Weltwirtschaft hin.<sup>5</sup>

Wie können wir zwischen Leistungsbilanzüberschüssen oder -defiziten unterscheiden, die durch fundamentale Faktoren erklärt werden können, und solchen, die nicht angemessen sind?

Der IWF hat ein Modell entwickelt, um eine fundierte Analyse der Auswirkungen von verschiedenen ökonomischen Treibern auf die Leistungsbilanzsalden der einzelnen Länder

---

<sup>5</sup> Hohe Leistungsbilanzdefizite können fallweise zu Refinanzierungsproblemen, sogenannten Zahlungsbilanzkrisen, führen. Dieser Vortrag geht nicht näher auf die Finanzierungsseite der Leistungsbilanzdefizite ein, sondern beschränkt sich auf die aktuelle Diskussion zu Währungsmanipulationen im Zusammenhang mit Leistungsbilanzüberschüssen.

durchzuführen. Diese Treiber sind unter anderem die Demografie, der Entwicklungsstand eines Landes und die Fiskalpolitik – also Faktoren, die Ersparnisse und Investitionen beeinflussen. Die Resultate des Modells fliessen dann in einen jährlichen Bericht ein, den External Sector Report, den ich in meiner Einleitung erwähnt habe.

Allerdings genügt es nicht, das Modell auf mechanistische Weise anzuwenden. Der IWF berücksichtigt in seinen Beurteilungen deshalb auch länderspezifische Umstände und Besonderheiten der Zahlungsbilanzdaten. Im Fall der Schweiz gelangt er zum Schluss, dass der Leistungsbilanzüberschuss im Einklang mit den gesamtwirtschaftlichen Verhältnissen steht und nicht das Ergebnis einer unterbewerteten Währung oder einer unangemessenen Geld- oder Fiskalpolitik darstellt.

Das bringt mich zu den Faktoren, die hinter dem anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz stehen.

## **Faktoren hinter dem anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz**

Der nach dem internationalen Standard ausgewiesene Schweizer Leistungsbilanzüberschuss ist von besonderen Faktoren getrieben. Erstens wird unser Leistungsbilanz- respektive Sparüberschuss aufgrund statistischer Verzerrungen überschätzt. Zweitens gibt es strukturelle Faktoren, die für einen Sparüberschuss sprechen. Einer davon ist die demografische Entwicklung, welche die hohen Ersparnisse der Schweizer Haushalte entscheidend prägt.

Hinzu kommt, drittens, eine Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft, die dazu führt, dass sich die Leistungsbilanz und die Gesamtwirtschaft bei Veränderungen des Wechselkurses nicht zwingend gleichläufig entwickeln. In der Schweiz sind zwei Branchen wesentlich für den Handelsbilanzüberschuss verantwortlich, nämlich die Pharmaindustrie und der Transit-handel. Die Nettoexporte dieser beiden Branchen reagieren nur wenig auf Wechselkursveränderungen. Gleichzeitig ist ihre Bedeutung für die Entwicklung der Leistungsbilanz deutlich grösser als für die Entwicklung der Gesamtwirtschaft.

Lassen Sie mich diese drei Faktoren nun im Einzelnen erläutern.

### **Statistische Verzerrungen**

Statistische Verzerrungen in der Leistungsbilanz führen dazu, dass der Überschuss der Schweiz überschätzt wird. Diese Verzerrungen sind einerseits auf die Besitzverhältnisse multinationaler börsenkotierter Firmen mit Hauptsitz in der Schweiz zurückzuführen und andererseits auf die in der Schweiz gegenüber dem Ausland traditionell niedrigere Inflation.

Abbildung 5 veranschaulicht die Überschätzung des Leistungsbilanzüberschusses aufgrund dieser beiden Verzerrungen. Die darin abgebildeten Verzerrungen beruhen auf SNB-internen Schätzungen. Diese Schätzungen bieten wertvolle Anhaltspunkte, um die Leistungsbilanz der Schweiz besser verstehen und analysieren zu können.

Die erste Verzerrung ist auf die Schweiz als Standort für multinationale Unternehmen zurückzuführen. In der Schweiz sind im Vergleich zur Grösse des Landes überdurchschnittlich viele Hauptsitze multinationaler Unternehmen domiziliert, d.h. grosse börsennotierte Unternehmen mit umfangreichen Aktivitäten in der ganzen Welt. Ein wesentlicher Teil dieser Unternehmen ist im Streubesitz ausländischer Investoren. Solche Besitzverhältnisse führen bei der Erstellung der Zahlungsbilanz und des Auslandvermögens gemäss den IWF-Vorgaben dazu, dass es zu einer «Überschätzung» des Leistungsbilanzsaldos kommen kann. Das ist insbesondere dann der Fall, wenn solche von ausländischen Investoren beherrschten Unternehmen substantielle Teile ihrer Gewinne nicht in Form von Dividenden ausschütten, sondern reinvestieren.<sup>6</sup> Diese Ersparnisse der multinationalen Unternehmen werden vollumfänglich der Schweiz zugeordnet, obwohl ein grosser Teil eigentlich den ausländischen Investoren gehört.

Das Ausmass dieser Verzerrung zeigen in Abbildung 5 die roten Balken. Zwar schwankt der Beitrag der roten Balken beträchtlich, aber im Schnitt ist er klar positiv und erklärt einen substantiellen Teil des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses. Dies ist ein Beispiel dafür, dass aufgrund der zunehmenden globalen Verflechtung die Erstellung von Leistungsbilanzen gemäss den internationalen statistischen Methoden anfälliger für Verzerrungen geworden ist.

Die zweite Verzerrung ist auf unsere tiefe Inflation zurückzuführen. Das geschätzte Ausmass der Verzerrung ist in Abbildung 5 mit blauen Balken dargestellt. Die Inflation, und damit die Nominalzinsen, liegen im Ausland traditionell höher als in der Schweiz. Deshalb erwirtschaftet die Schweiz ein höheres Nominaleinkommen auf ihren ausländischen Vermögenswerten als das Ausland auf seinen Vermögenswerten in der Schweiz. Die Schweiz erzielt also kontinuierlich ein positives Nettokapitaleinkommen, weil wir erstens über ein beträchtliches Nettoauslandvermögen verfügen und weil zweitens die Zinsen wegen der höheren Inflation im Ausland höher sind. Jedoch – und dies ist ein entscheidender Punkt –, führt der wegen der Inflations-, bzw. Zinsdifferenz erhöhte Leistungsbilanzsaldo nicht zu einer längerfristigen Zunahme des Schweizer Nettoauslandvermögens. Aufgrund der höheren Inflation im Ausland wertet sich der Franken in der Tendenz nominal auf, was das Schweizer Nettoauslandvermögen wiederum verringert. Der Zusammenhang zwischen Zinsen, Inflation und Wechselkursen wird als Zinsparitätentheorie bezeichnet. Die höheren Nominalzinsen im Ausland blähen also den Leistungsbilanzsaldo der Schweiz auf. Der Leistungsbilanzsaldo der Schweiz wird zu gross ausgewiesen, weil die nominale Aufwertung des Frankens nicht berücksichtigt wird. Aus dem gleichen Grund werden umgekehrt die Erträge des Auslands auf den Investitionen in der Schweiz zu klein ausgewiesen.

Unsere Schätzungen zeigen, dass die Inflationsdifferenz eine bedeutende Rolle in der Erklärung des Schweizer Leistungsbilanzüberschusses spielt. Die blauen Balken in der Abbildung sind beachtlich und liegen durchwegs im positiven Bereich; sie erklären einen erheblichen Teil des Überschusses.

---

<sup>6</sup> Die reinvestierten Erträge aus Portfolioinvestitionen werden gemäss Vorgaben des IWF nicht in der Leistungsbilanz berücksichtigt.

Korrigiert man nun die Leistungsbilanz um diese beiden statistischen Verzerrungen, halbiert sich der Überschuss nahezu. Der korrigierte Saldo entspricht den orangen Balken in der Abbildung. Er ist zwar immer noch positiv, aber deutlich kleiner als der Überschuss ohne Berücksichtigung der Verzerrungen. Diese Betrachtung impliziert natürlich, dass auch der Sparüberschuss der Schweiz überschätzt wird.

Statistische Verzerrungen sind also für einen bedeutenden Teil des Schweizer Leistungsbilanz- bzw. Sparüberschusses verantwortlich. Wie lässt sich nun der verbleibende Teil des Überschusses erklären?

## Demografie

Der grösste Teil des verbleibenden Leistungsbilanz- bzw. Sparüberschusses kann auf die demografische Entwicklung zurückgeführt werden.

Abbildung 6 zeigt den Anteil verschiedener Alterskohorten der Schweizer Bevölkerung über die Zeit. In den letzten 45 Jahren ist der Anteil der Bevölkerungskohorte der 40- bis 64-Jährigen, der mit einer gelben Linie dargestellt ist, stetig gestiegen. Mehr als 35% der Schweizer Bevölkerung sind zurzeit zwischen 40 und 64 Jahre alt. Genau diese Kohorte weist die höchste Sparneigung auf. Darüber hinaus ist auch die Lebenserwartung in den letzten 45 Jahren stark gestiegen. Daher muss heute allgemein für eine längere Zeitspanne nach dem Erwerbsleben gespart werden.

Zu einer hohen Sparquote trägt auch eine relativ solide finanzierte berufliche Vorsorge bei, die in der Schweiz als eine der wenigen in der Welt obligatorisch ist. Dieses System hilft Ersparnisse anzusammeln, um die steigende Zahl an Rentnern und Rentenjahre in Zukunft finanzieren zu können.<sup>7</sup> In vielen Ländern mit einer alternden Bevölkerung fehlen entsprechende Systeme. Die Beiträge zur beruflichen Vorsorge werden in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung als Ersparnisse erfasst. Ein obligatorisches Vorsorgesystem mit hohen Beitragssätzen trägt also auch zur hohen Sparquote der Schweiz bei.

Die Sparquote der Schweiz ist also deshalb so hoch, weil die Schweizer Bevölkerung schnell altert und weil wir gegenüber anderen Ländern über ein vergleichsweise solide finanziertes Vorsorgesystem verfügen. Mit anderen Worten, es gibt einen ökonomisch fundierten Grund, wieso die Schweiz einen Leistungsbilanzüberschuss aufweist. Der um statistische Verzerrungen korrigierte Leistungsbilanz- beziehungsweise Sparüberschuss ist vor dem Hintergrund demografischer Entwicklungen nicht als übermässig, sondern als durchaus legitim einzustufen.

Lassen Sie mich nun auf den letzten Faktor für den anhaltend hohen Schweizer Leistungsbilanzüberschuss eingehen, die besondere Branchenstruktur der Schweizer Wirtschaft.

---

<sup>7</sup> Es ist davon auszugehen, dass für eine Aufrechterhaltung des heutigen Leistungsniveaus in der beruflichen Vorsorge künftig noch mehr Kapital angespart werden muss.

## Pharmaunternehmen und Transithandel

Der Schweizer Leistungsbilanzüberschuss wird seit einiger Zeit hauptsächlich von zwei Branchen getrieben – der Pharmaindustrie und dem Transithandel.<sup>8</sup> Bemerkenswert ist, dass die Nettoexporte dieser zwei Branchen in den letzten zehn Jahren trotz der gleichzeitigen Frankenaufwertung stark zugenommen haben. Das steht im Gegensatz zu vielen wechselkurssensitiven Branchen, wie beispielsweise der Maschinenindustrie oder dem Tourismus, die unter der Frankenstärke spürbar gelitten haben. Der Rückgang der Nettoexporte dieser Branchen wurde durch die positive Entwicklung von Pharmaindustrie und Transithandel weitgehend kompensiert.

Abbildung 7 stellt die nominale Veränderung der Nettoexporte von ausgewählten Industrien, Dienstleistungsbranchen und des Transithandels von 2007 bis 2016 dar. Im untersten Teil der Abbildung sind die Nettoexporte von Waren beziehungsweise von Dienstleistungen mit roten Balken dargestellt. Von 2007 bis 2016 sind die Nettoexporte von Waren um 23 Mrd. Franken gestiegen. Diese Zunahme ist wie gesagt hauptsächlich auf die Pharmaindustrie und den Transithandel zurückzuführen. Die Nettoexporte dieser beiden Branchen sind trotz einer starken Frankenaufwertung in diesem Zeitraum deutlich angestiegen. Was sind die Gründe dafür?

Die Pharmaindustrie hat in den letzten Jahren von einer steigenden Nachfrage nach Gesundheitsprodukten aus der ganzen Welt profitiert. Die Nachfrage nach diesen Produkten reagiert nur wenig auf den Preis respektive den Wechselkurs. Gleichzeitig hat sich die Schweiz zu einem führenden Zentrum im globalen Rohstoffhandel entwickelt. Auch der Transithandel hängt viel stärker vom globalen Wirtschaftsgang als vom Wechselkurs ab.

Die Pharmaindustrie und der Transithandel sind aber nicht nur wenig wechselkurssensitiv. Auch ist ihre Bedeutung für die Entwicklung der Leistungsbilanz deutlich grösser als ihre Bedeutung für die Gesamtwirtschaft. Dies zeigt sich unter anderem in Beschäftigungsdaten: Pharmaindustrie und Transithandelsunternehmen beschäftigten im Jahr 2016 hierzulande zusammen ungefähr 50 000 Angestellte. Die wechselkurssensitiven Industrien der anderen fünf abgebildeten Warengruppen hingegen kamen auf mehr als 325 000 Angestellte.<sup>9</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass für den anhaltend hohen Schweizer Leistungsbilanzüberschuss drei besondere Faktoren verantwortlich sind. Erstens führen statistische Verzerrungen dazu, dass der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz überschätzt wird. Diese Verzerrungen sind auf besondere Besitzverhältnisse multinationaler Unternehmen in der Schweiz sowie tiefere Inflationsraten als im Ausland zurückzuführen. Zweitens kann der um die Verzerrungen korrigierte Leistungsbilanzüberschuss durch eine alternde Bevölkerung und eine ausgebaute berufliche Vorsorge erklärt werden. Drittens wird die Leistungsbilanz von zwei

---

<sup>8</sup> Unter Transithandel versteht man den Erwerb von Waren in einem Drittland und den anschliessenden Weiterverkauf derselben Waren an ein anderes Drittland. Dabei wird die Ware nicht ins Inland eingeführt oder aus dem Inland ausgeführt.

<sup>9</sup> Bundesamt für Statistik und Akademien der Wissenschaften Schweiz (2016), *Die Schweiz und der Rohstoffhandel*, Swiss Academies Factsheets, Vol. 11, No. 1.

wenig wechselkursensitiven Branchen dominiert, deren Bedeutung für die Leistungsbilanz deutlich grösser ist als für die Gesamtwirtschaft.

## **Leistungsbilanz ist kein Indikator für Ausrichtung der Geldpolitik der SNB**

Was bedeutet dies nun für die Geldpolitik?

Ich hatte meine Ausführungen mit der Feststellung begonnen, dass der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss gemäss einfacher Lehrbuchbetrachtung ein Indiz für einen eher schwachen Franken darstellt.

Eine solche Betrachtung steht jedoch im direkten Widerspruch zu unserer Einschätzung und konsequenterweise auch zu unserer aktuellen Geldpolitik. Diese beruht einerseits auf dem Negativzins, den Banken und andere Finanzmarktteilnehmer auf ihren Sichtguthaben bei der SNB zahlen, und andererseits auf unserer Bereitschaft, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Das Ziel dieser Massnahmen ist es, den Druck auf den Franken zu reduzieren und damit die Preisstabilität zu gewährleisten. Denn der Wechselkurs hat einen starken Einfluss auf die monetären Bedingungen in der Schweiz und damit auf die Preisstabilität.

Lassen Sie mich den Zusammenhang zwischen Wechselkursentwicklung und Preisstabilität in Abbildung 8 veranschaulichen. Die Abbildung zeigt anhand der blauen Linie die Entwicklung des Frankenwechselkurses gegenüber allen Handelspartnern, bereinigt um die Inflationsdifferenzen. Eine Bewegung der blauen Linie nach oben bedeutet, dass sich der Franken real aufwertet. Wie Sie in der Abbildung sehen, hat sich der Franken seit Beginn der Finanzkrise stark aufgewertet. Er lag zeitweise rund 25% über seinem langjährigen Durchschnitt. In den letzten Monaten hat sich der Franken etwas abgeschwächt. Er ist aber immer noch hoch bewertet.

Diese hohe Bewertung des Frankens ist für die Ausrichtung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Sie sehen das in Abbildung 8 deutlich. Sowohl die Inflation als auch die Produktionslücke sind stark mit der Wechselkursentwicklung korreliert. Eine Aufwertung des Frankens ist gleichbedeutend mit einer Straffung der monetären Bedingungen. Sie führt über niedrigere Importpreise direkt zu tieferer Inflation. Die Aufwertung des Frankens wirkt sich gleichzeitig negativ auf die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten aus und damit ebenfalls auf die allgemeine Preisentwicklung.

Von Wechselkursveränderungen sind nicht nur exportorientierte Unternehmen betroffen, die mit handelbaren Gütern auf globalen Märkten agieren. Die Schweizer Wirtschaft liegt geografisch inmitten des europäischen Wirtschaftsraumes. Auch auf dem inländischen Markt stehen Schweizer Unternehmen in direkter Konkurrenz zu ausländischen Unternehmen und können ihre Preise nicht beliebig weit über dem Niveau im grenznahen Ausland ansetzen. Ein aufwertender Franken verschlechtert die Wettbewerbsfähigkeit auch dieser Unternehmen. In einer sehr offenen, eng mit dem Ausland verflochtenen Volkswirtschaft wie derjenigen der Schweiz

haben Wechselkursänderungen also einen starken Einfluss auf die Preisstabilität und die Wirtschaftsaktivität.

Seit 2009 sahen wir uns mehrmals mit Situationen konfrontiert, in denen die Aufwertung des Frankens zu einer unerwünschten Straffung der monetären Bedingungen führte, so dass die Produktionskapazitäten nicht ausgelastet wurden und die Inflation phasenweise im negativen Bereich lag.

Um unser Mandat der Preisstabilität unter Berücksichtigung der Konjunktur zu erfüllen, müssen wir in solchen Situationen mit expansiven Massnahmen dem zu starken Franken entgegenwirken. Im aktuellen Umfeld mit weltweit sehr tiefen Zinsen können wir die monetären Bedingungen nicht ausschliesslich über den Zinskanal steuern. Neben dem Negativzins von 0,75% beeinflussen wir die monetären Bedingungen zusätzlich, indem wir bei Bedarf direkt am Devisenmarkt eingreifen. Das Ziel unserer Politik ist es, den Druck auf den Franken zu reduzieren und Anlagen in Franken weniger attraktiv zu machen.

Unsere Devisenmarktinterventionen sind also kein Ausdruck einer merkantilistischen Politik zulasten der Schweizer Handelspartner und damit kein Spiegelbild einer «Beggar thy neighbour»-Politik. Sie bilden vielmehr für die SNB ein notwendiges Instrument, um die Preisstabilität zu gewährleisten und damit ihren vom Gesetzgeber übertragenen Auftrag zu erfüllen.

Was geschähe, wenn wir ohne Rücksicht auf die besonderen Schweizer Umstände den Leistungsbilanzüberschuss als Indikator für eine tendenziell zu schwache Währung oder eine stark wachsende Wirtschaft interpretieren würden? Wir würden die Risiken für die Preisstabilität und die Wirtschaftsentwicklung verkennen, mit denen wir in der jüngeren Vergangenheit immer wieder konfrontiert waren. Und wir würden den Leistungsbilanzüberschuss auch mit einem noch stärkeren Franken nicht wesentlich abbauen.

Diesen Punkt möchte ich Ihnen in einer einfachen Abbildung veranschaulichen. Wäre der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz das Resultat einer zu schwachen Währung, müsste ein stabiler Zusammenhang zwischen Wechselkursbewegungen und dem Leistungsbilanzsaldo zu beobachten sein. Eine Aufwertung des Frankens sollte dann zu einer Verringerung des Leistungsbilanzüberschusses beitragen. Abbildung 9 zeigt, dass dies nicht der Fall ist. Die Abbildung bezieht sich wiederum auf die letzten zehn Jahre. In dieser Zeit gingen Phasen der Frankenaufwertung mal mit fallenden, mal mit steigenden Leistungsbilanzüberschüssen einher. Ein eindeutiger Zusammenhang ist nicht festzustellen.

Vor dem Hintergrund meiner bisherigen Ausführungen überrascht dieser Befund nicht. Er illustriert vielmehr noch einmal, wie gross der Einfluss von wenigen, gegenüber Wechselkursveränderungen weitgehend immunen Branchen der Schweizer Wirtschaft auf den Leistungsbilanzsaldo ist.

Die Leistungsbilanz hilft also bei der Ausrichtung der Schweizer Geldpolitik nicht weiter. Der dauerhafte Überschuss ist weder ein zuverlässiger Indikator für die Stärke oder Schwäche des Frankens noch ein guter Indikator für die Preisstabilität und die konjunkturelle Entwicklung.

Die SNB betrachtet eine breite Palette verschiedener Wechselkursmodelle, um die Währungssituation einschätzen zu können. Aufgrund der grossen Bedeutung des Wechselkurses für die Inflation und die wirtschaftliche Entwicklung lassen sich ausserdem sowohl aus der Inflationsentwicklung als auch aus der Auslastung der Produktionskapazitäten direkt zuverlässige Signale für die Einschätzung der Bewertung des Frankens herauslesen.

Lassen Sie mich damit diesen Vortrag abschliessen und die Hauptbotschaften zusammenfassen.

## Fazit

Der anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz ist nicht Ausdruck eines zu schwachen Frankens. Dieser Überschuss lässt sich vielmehr durch drei Faktoren erklären.

Erstens führen statistische Verzerrungen dazu, dass der Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz tendenziell überschätzt wird. Ein wesentlicher Teil der multinationalen Unternehmen in der Schweiz ist im Streubesitz ausländischer Investoren. Reinvestieren diese Unternehmen ihre Gewinne, werden diese statistisch vollumfänglich der Schweiz zugeordnet, obschon ein grosser Teil eigentlich dem Ausland gehört. Zudem weist die Schweiz traditionell eine tiefere Inflation bzw. tiefere Zinsen als das Ausland auf. Die höheren Nominalzinsen im Ausland blähen den Leistungsbilanzsaldo der Schweiz auf. Der Leistungsbilanzsaldo der Schweiz wird zu gross ausgewiesen, weil die nominale Aufwertung des Frankens nicht berücksichtigt wird. Insgesamt führen diese statistischen Verzerrungen dazu, dass das Nettoauslandvermögen trotz anhaltender Leistungsbilanzüberschüsse nicht laufend zunimmt.

Zweitens gibt es strukturelle Gründe für einen Leistungsbilanz- beziehungsweise einen Sparüberschuss der Schweiz. Dazu gehört insbesondere die rasch alternde Bevölkerung. Wird der Schweizer Leistungsbilanzsaldo um die statistischen Verzerrungen korrigiert, widerspiegelt er einen Sparüberschuss, der im Lichte der demografischen Entwicklung und einer solide finanzierten Altersvorsorge durchaus gerechtfertigt ist.

Drittens wird die Höhe und Entwicklung des Leistungsbilanzsaldos in der Schweiz von zwei Branchen dominiert, deren Nettoexporte nur wenig auf Wechselkursveränderungen reagieren und deren Bedeutung für die Leistungsbilanz deutlich grösser ist als für die Gesamtwirtschaft.

Aufgrund all dieser Faktoren ist die ausgewiesene Leistungsbilanz im Fall der Schweiz kein gutes Mass für die Beurteilung der Handelsströme und der Entwicklung des Auslandvermögens und auch kein guter Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik. Die Leistungsbilanz der Schweiz kann weder für die Beurteilung des fairen Aussenwerts des Frankens herangezogen werden noch die Risiken in Bezug auf die Preisstabilität und die Konjunktur angemessen abbilden. Die SNB richtet ihre Geldpolitik deshalb auch nicht nach der Leistungsbilanz aus.

---

# Hoher Leistungsbilanzüberschuss der Schweiz: Konsequenzen für die Geldpolitik der SNB?

Thomas J. Jordan  
Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Universität Basel WWZ  
Basel, 23. November 2017

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



## GLEICHUNG 1

---

$$\begin{aligned} \text{Leistungsbilanzsaldo} &= \text{Handelsbilanzsaldo} \\ &+ \text{Nettokapital- und Nettoarbeitseinkommen} \\ &+ \text{Saldo der laufenden Übertragungen} \end{aligned}$$

## GLEICHUNG 2

---

$$\begin{aligned} \text{Leistungsbilanzsaldo} &= \text{Ersparnisse einer Volkswirtschaft} - \text{inländische Investitionen} \\ &= \text{Kapitalbilanzsaldo} \end{aligned}$$

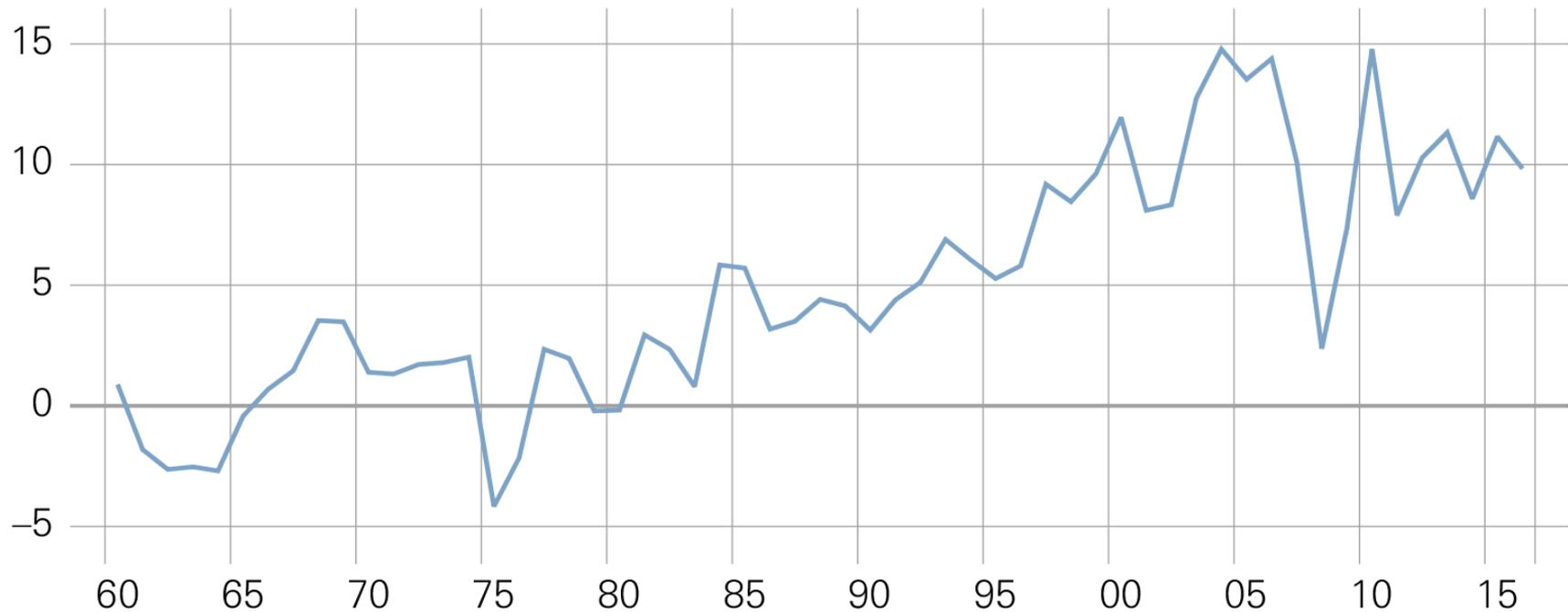
## GLEICHUNG 3

---

$$\begin{aligned} \text{Veränderung des Nettoauslandvermögens} \\ &= \text{Leistungsbilanzsaldo} + \text{andere Einflussgrößen} \\ &= \text{Kapitalbilanzsaldo} + \text{andere Einflussgrößen} \end{aligned}$$

## ABBILDUNG 1: LEISTUNGSBILANZSALDO DER SCHWEIZ

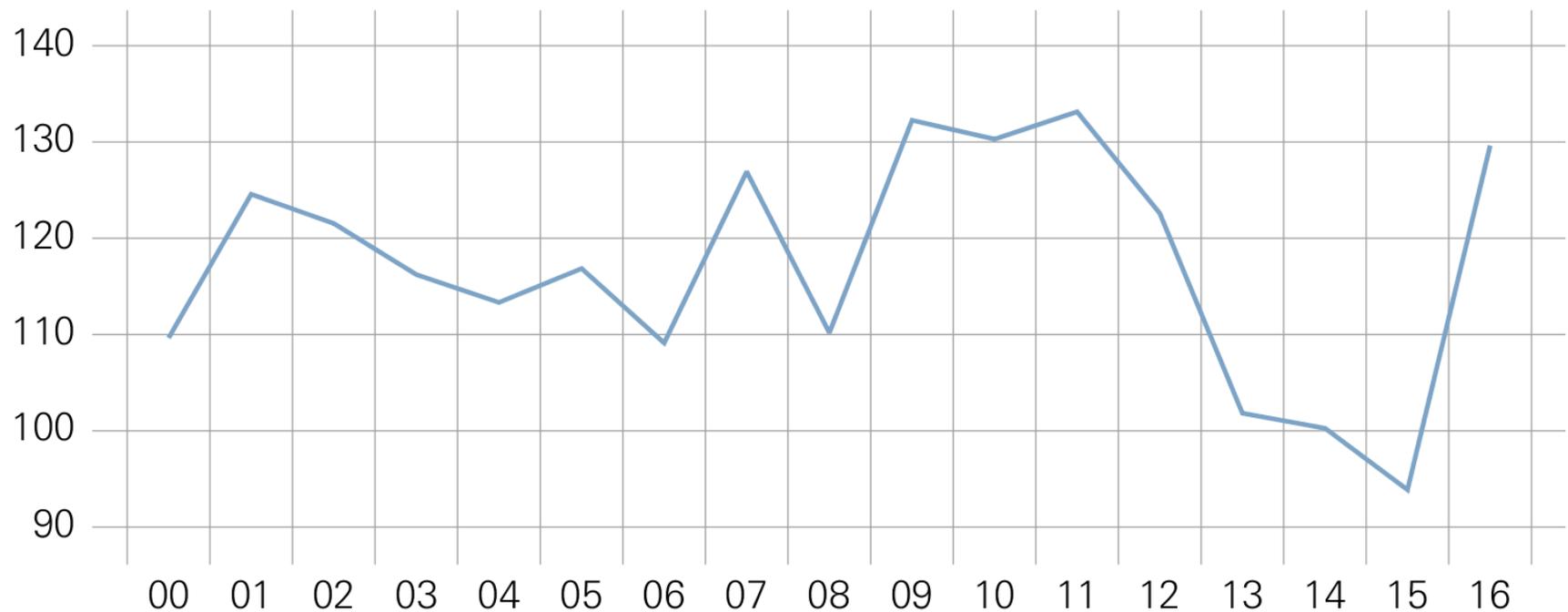
% des BIP



Quellen: JST Makrofinanzdatenbank (Werte bis 1982), SNB

## ABBILDUNG 2: NETTOAUSLANDVERMÖGEN DER SCHWEIZ

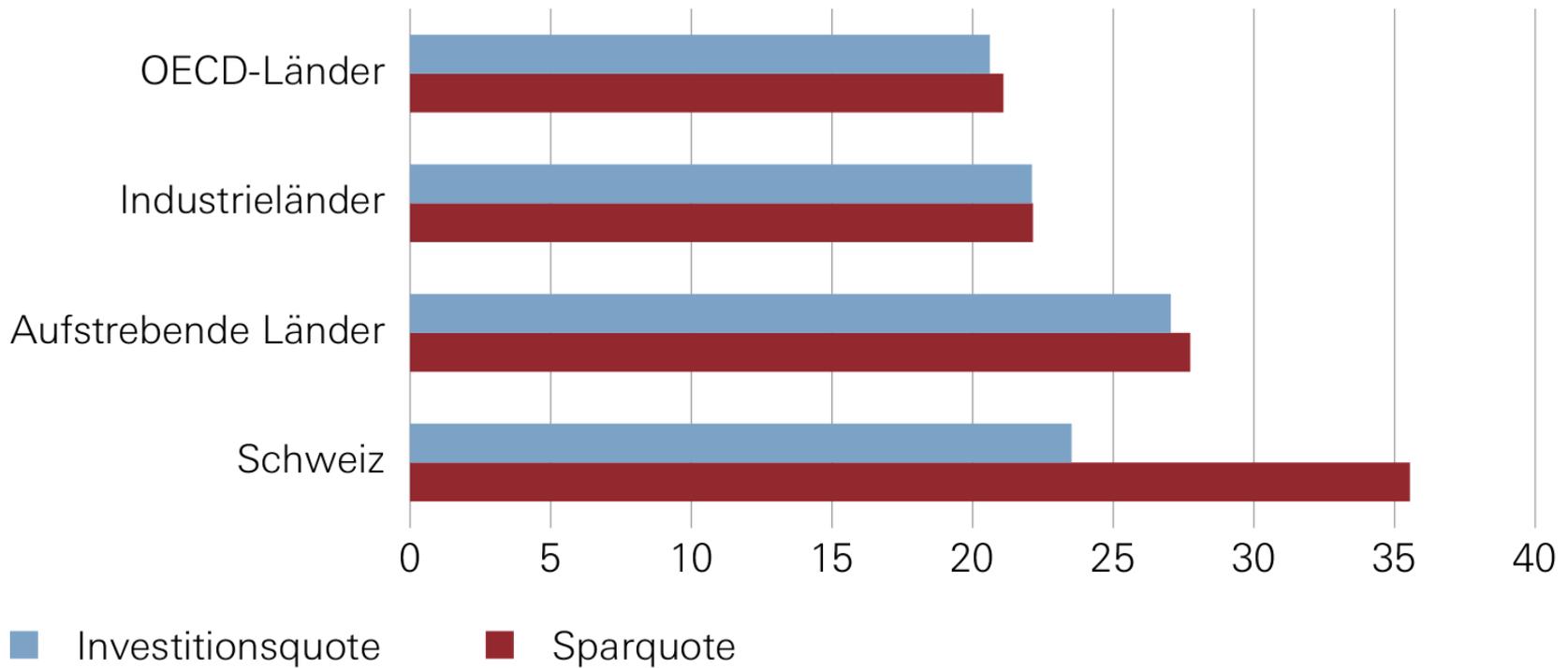
% des BIP



Quelle: SNB

## ABBILDUNG 3: SPAR- UND INVESTITIONSQUOTEN

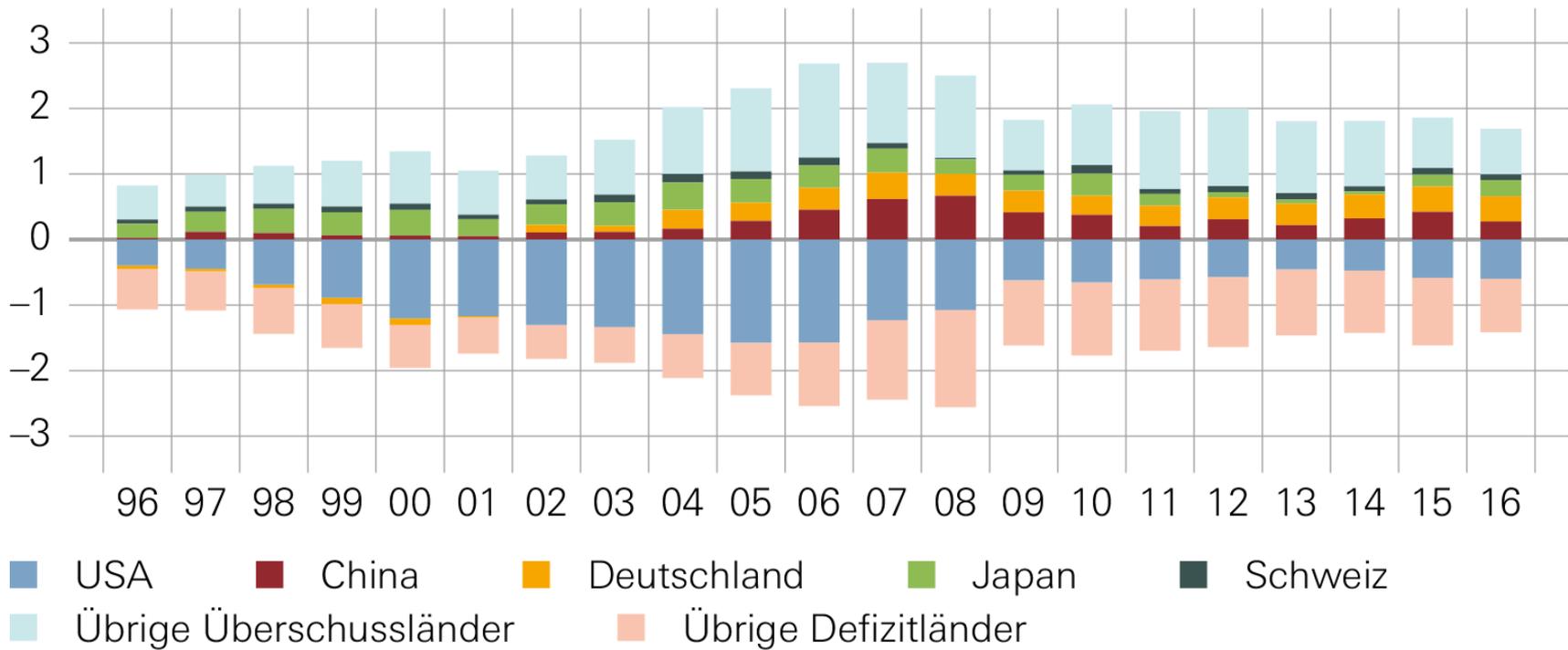
Durchschnitt 2010–2015 in % des BIP



Quelle: Weltbank

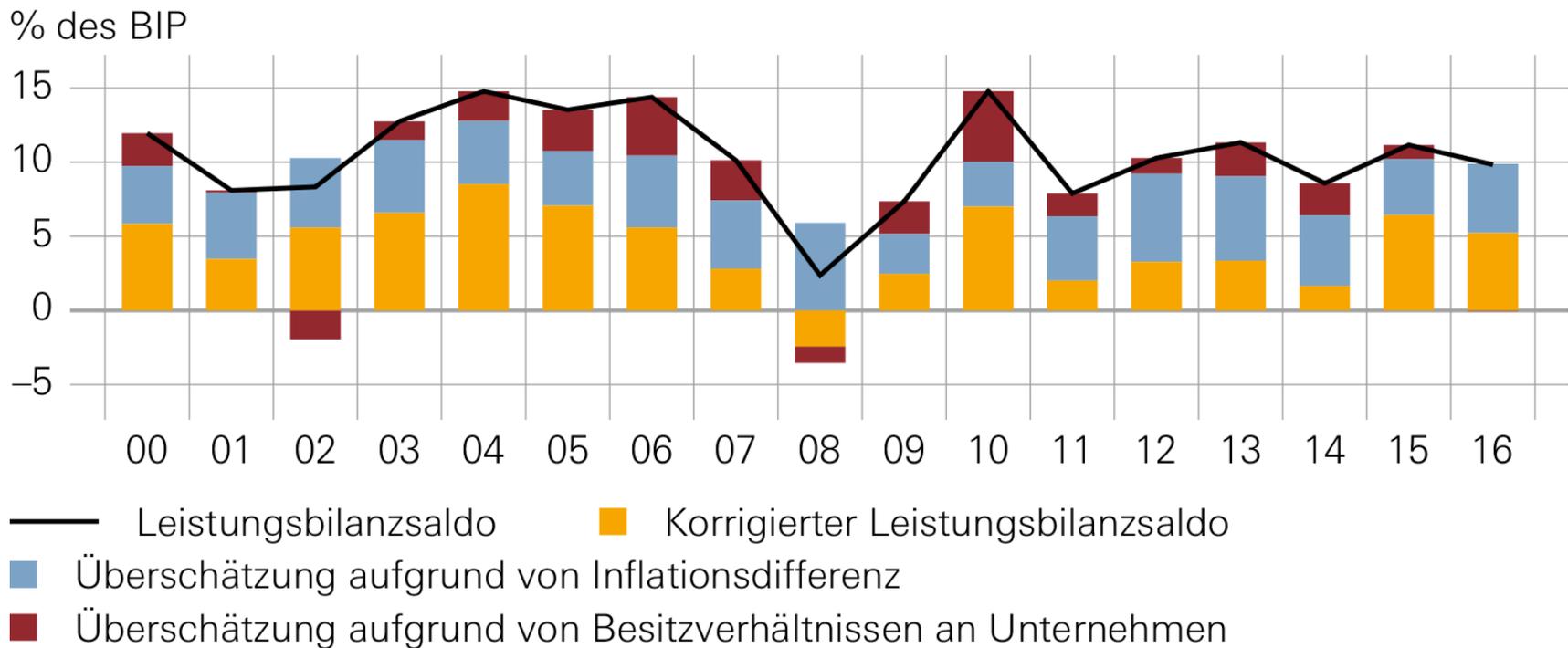
## ABBILDUNG 4: LEISTUNGSBILANZSALDEN

% des globalen BIP



Quellen: IWF, SNB, Weltbank

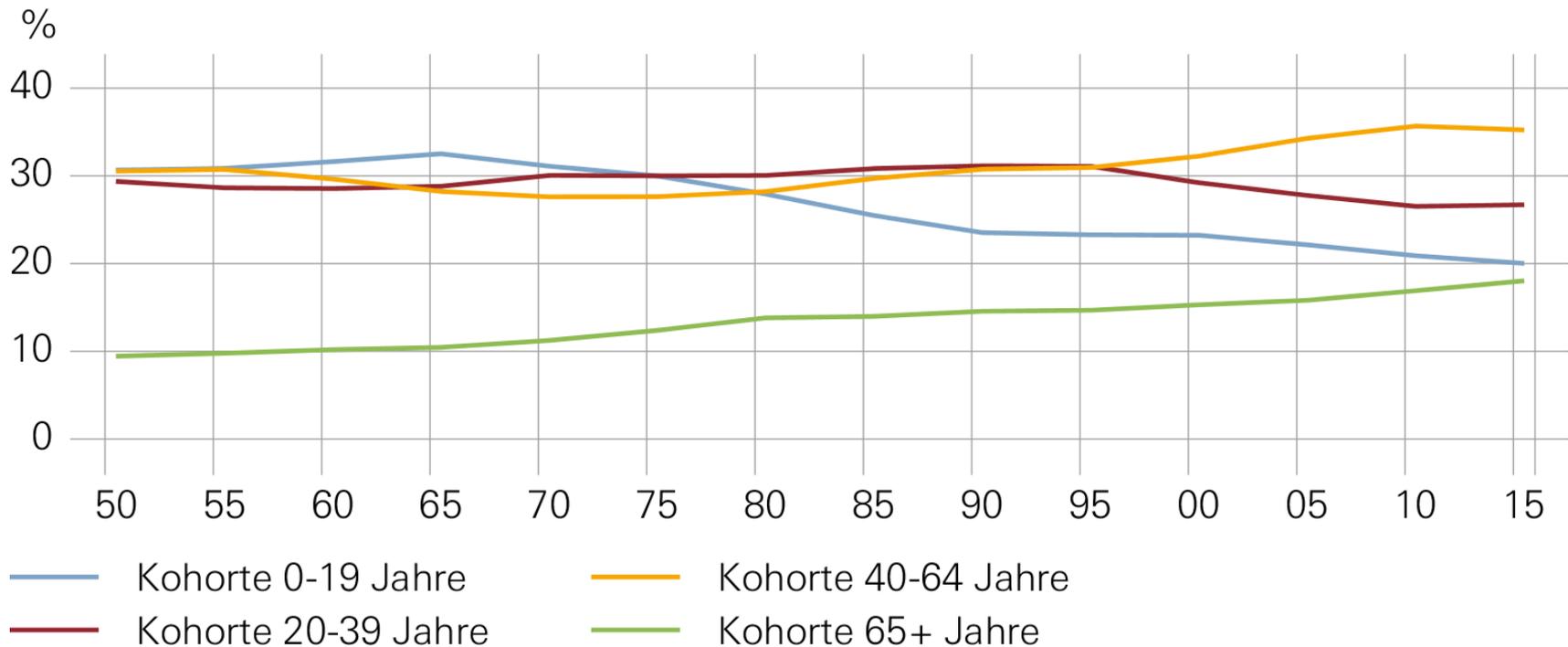
## ABBILDUNG 5: ÜBERSCHÄTZUNG DES LEISTUNGSBILANZSALDOS DER SCHWEIZ



Quellen: Bloomberg, IWF, Thomson Reuters; Schätzungen: SNB

## ABBILDUNG 6: DEMOGRAFISCHE ENTWICKLUNG IN DER SCHWEIZ

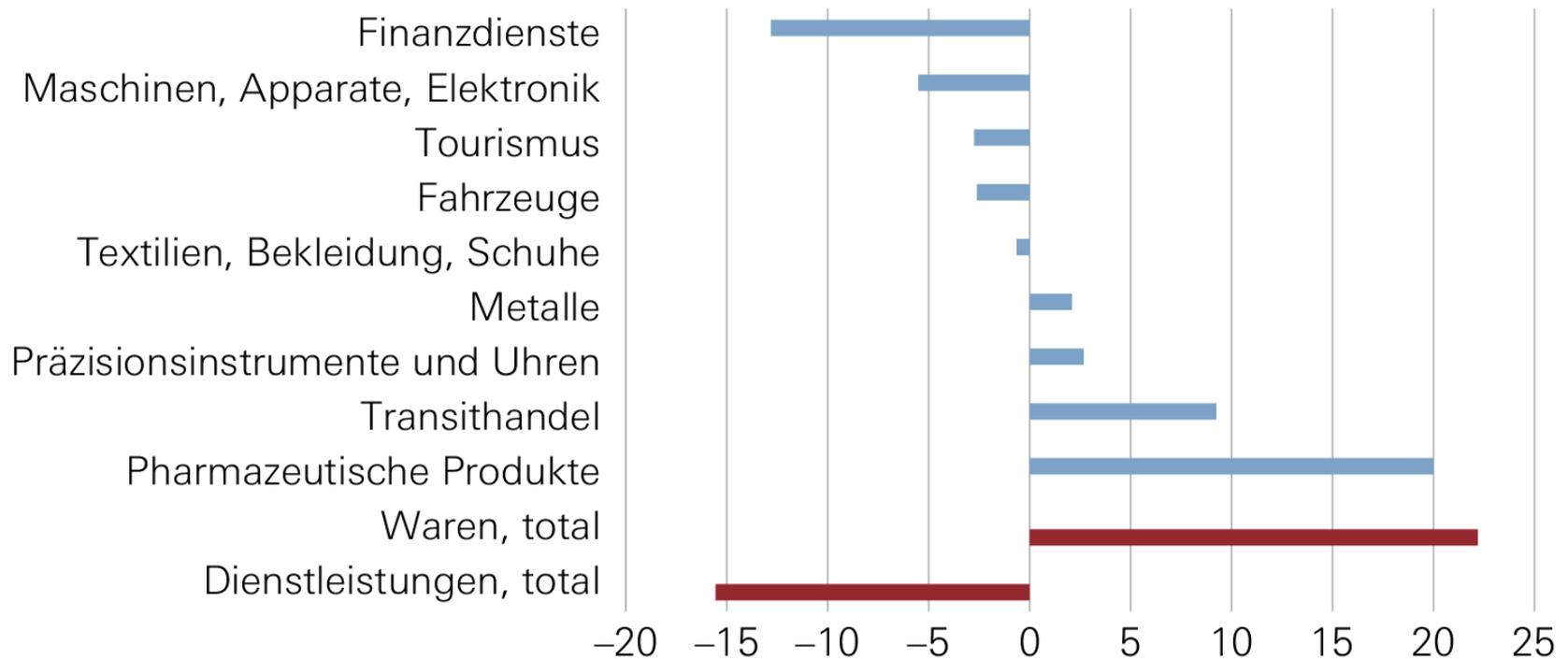
Alterskohorten als Anteil an der Gesamtbevölkerung



Quelle: Vereinte Nationen

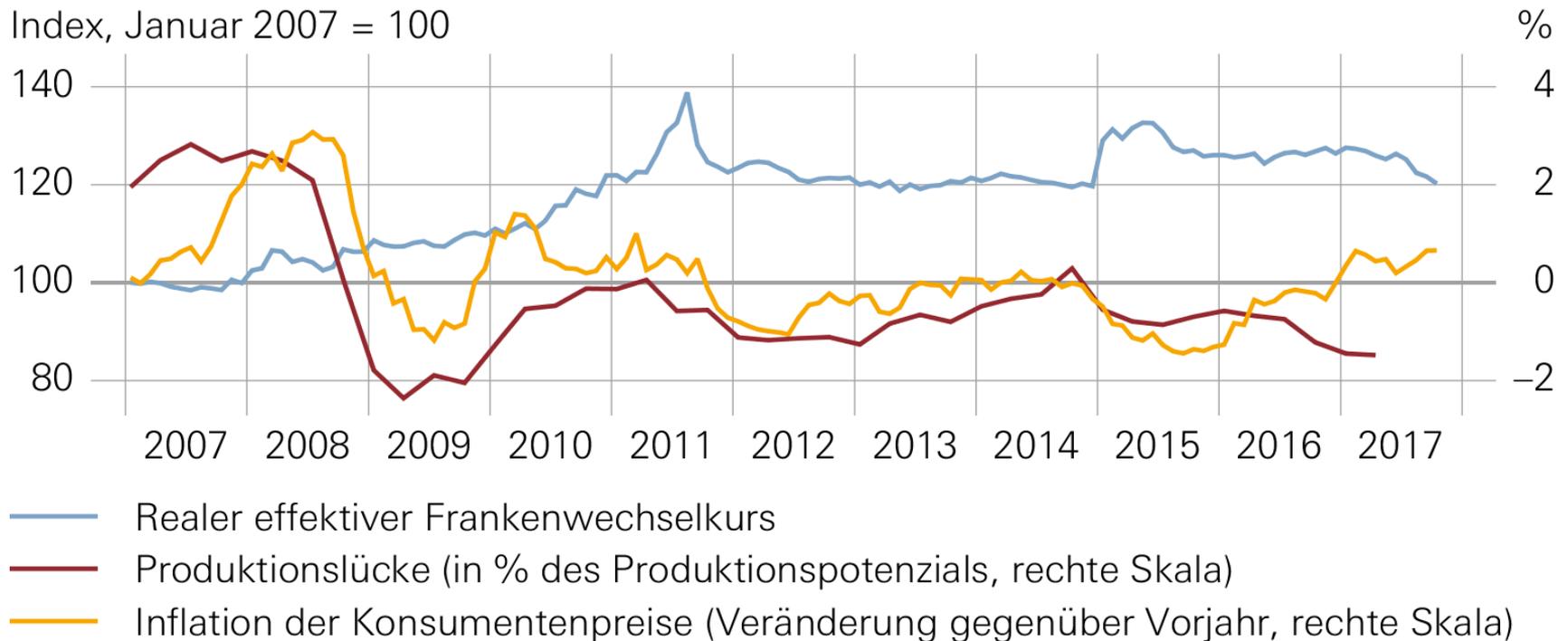
## ABBILDUNG 7: NETTOEXPORTE DER SCHWEIZ

Veränderung zwischen 2007 und 2016 in Mrd. Franken



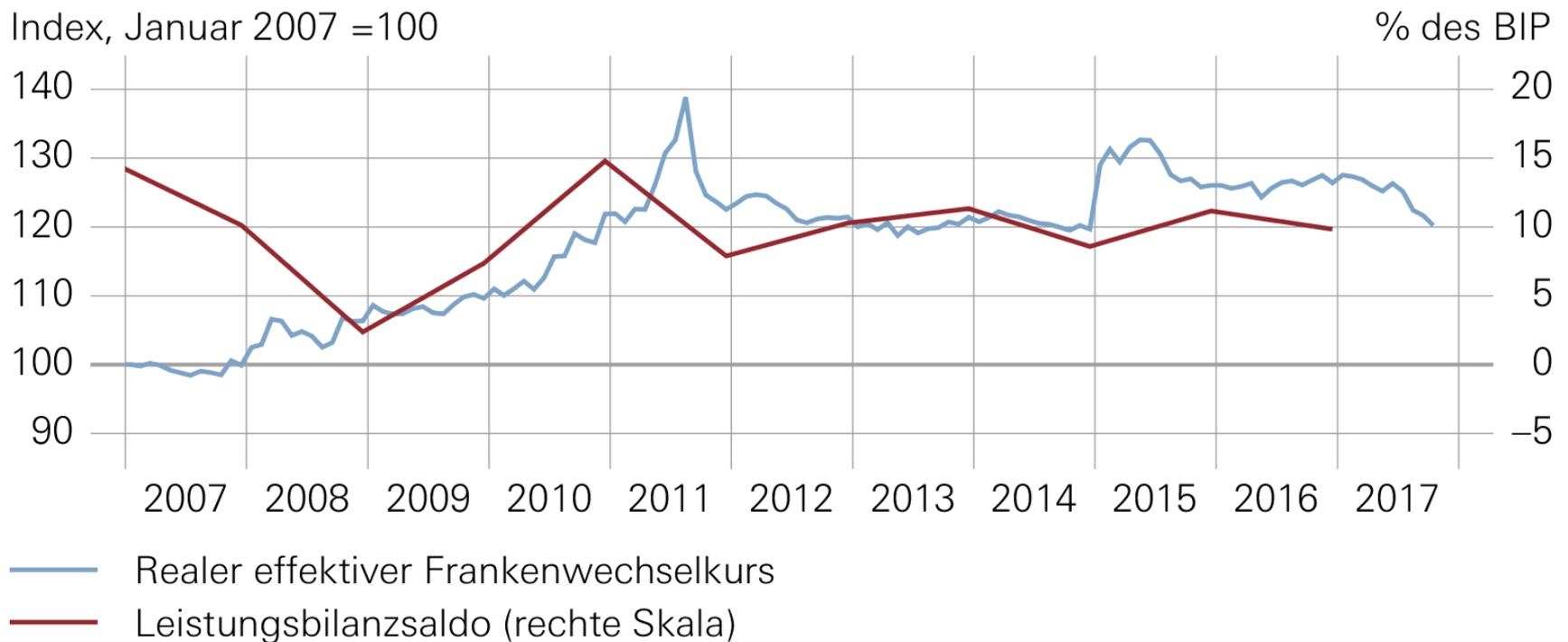
Quellen: EZV, SNB

## ABBILDUNG 8: WECHSELKURS, INFLATION UND PRODUKTIONSLÜCKE DER SCHWEIZ



Quelle: SNB

## ABBILDUNG 9: WECHSELKURS UND LEISTUNGSBILANZSALDO DER SCHWEIZ



Quelle: SNB