

## Manipulator Schweiz

Imageschäden für SNB?

«Es ist Zeit, dem Währungskrieg den Krieg zu erklären», mit diesen Worten schaltete sich Fred Bergsten, ehemaliger Präsident des Peterson Institute for International Economics (PIIE), in die aktuelle Diskussion um den drohenden Abwertungswettlauf ein (vgl. Seite 22). In Washington hielt er am Donnerstag seine Abschiedsrede vor dem PIIE, das Amt als Präsident hat er bereits im vergangenen Jahr an seinen Nachfolger Adam Posen übergeben.

«Praktisch jede grössere Volkswirtschaft wertet heute die eigene Währung ab oder versucht wenigstens, eine Aufwertung zu verhindern, um so die eigene Wirtschaft zu stärken und Arbeitsplätze zu schaffen», hielt Bergsten fest. Dieses Verhalten habe aber enorme wirtschaftliche Schäden zur Folge, unter denen besonders die USA, aber auch die Euro-Peripherieländer zu leiden hätten.

### Grosser Währungssünder

Auf der Bergsten-Liste der Währungssünder befindet sich auch die Schweiz. Der Ökonom wirft der SNB vor, die geldpolitischen Massnahmen gezielt zur Förderung der eigenen Wirtschaftsinteressen eingesetzt zu haben. «Die Schweiz war im Jahr 2012 der grösste Währungsmanipulator. Im Vordergrund standen zwar geldpolitische Motive, doch es ging auch darum, den Leistungsbilanzüberschuss gegenüber der Eurozone, dem wichtigsten Handelspartner, aufrechtzuerhalten», kritisierte Bergsten. Mit dem Kauf fremder Währungen und der Anhäufung von Devisenreserven wird der Wert der eigenen Valuta geschwächt, was der Exportwirtschaft einen Wettbewerbsvorteil verschafft.

Der Fall der SNB ist indes nicht gar so eindeutig. Um den Mindestkurs von 1.20 Fr./€ durchzusetzen, kündigte sie zwar an, notfalls unbeschränkt Euro gegen Franken zu kaufen. Doch die Kritiker sprechen der SNB mehr Gewicht zu, als sie hat. Die Schweiz ist klein und kann tun, was gut für das Land ist, ohne grosse Nachteile für den Rest der Welt.

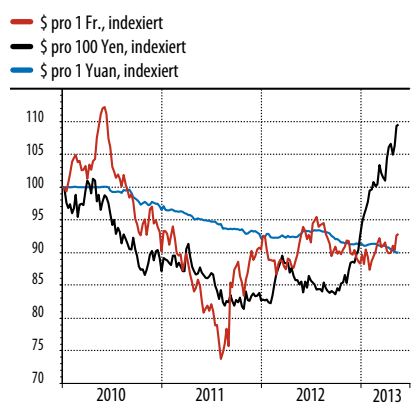
Dennoch steht Bergsten mit der Einschätzung nicht allein. Sein Ex-Kollege Joseph Gagnon, der ebenfalls für das PIIE arbeitet, forderte im Februar im Interview mit «Finanz und Wirtschaft» Strafzölle gegen die Schweiz. «Von den Staaten respektive Zentralbanken, die wir für Wechselkursmanipulatoren halten, hat die SNB 2012 deutlich mehr Fremdwährungsreserven angehäuft als jede andere Notenbank, sogar gut 50% mehr als die Wirtschaftsmacht China. Das sollten die Leidtragenden nicht dulden», sagte Gagnon damals.

### Kaum Sanktionen

Mehr Verständnis für die Schweiz zeigte Adam Posen, der vor seiner Anstellung beim PIIE für die Bank of England tätig war. «Die Schweizer litten unter einem extremen Zustrom ausländischen Kapitals. Dass die SNB faktisch ihre unabhängige Geldpolitik aufgab und einen Mindestkurs einführt, unterstreicht die Verzweiflung, die man empfand.»

Für Bergsten ist der Kern des Problems indes klar: Länder, die heute regelmässig einen Leistungsbilanzüberschuss ausweisen, können nicht wirksam sanktioniert werden. Der Anreiz, sich in wirtschaftlich schwieriger Zeit über die Manipulation des Wechselkurses Vorteile zu verschaffen, sei daher sehr attraktiv. **THA**

### Wechselkurse im Vergleich



# Japans später Frühling

Japanische Wirtschaft wächst überraschend kräftig – Aktienrally verbessert Konsumentenstimmung – Korrektur am Anleihenmarkt

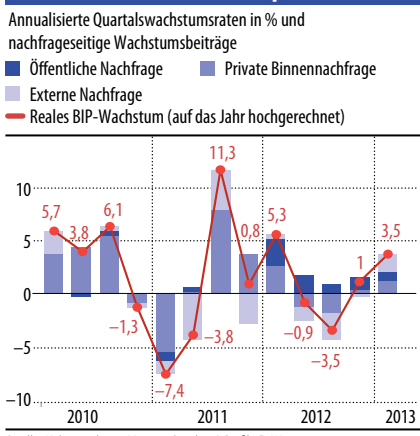
PETER ROHNER

Abenomics scheint zu wirken. Die nach dem japanischen Premierminister Shinzo Abe benannte Wirtschaftspolitik, bestehend aus hyperexpansiver Geldpolitik, fiskalischen Stimuli und angekündigten Strukturformen, befeuerte erst die Finanzmärkte und nun auch die Realwirtschaft. Zwischen Januar und April ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) überraschend kräftig um 0,9% gewachsen. Auf Jahr hochgerechnet ergibt sich dadurch ein Wirtschaftswachstum von 3,5%, nach 1% im Vorquartal. Im Durchschnitt hatten die Ökonomen mit einer Beschleunigung auf 2,7% gerechnet.

Der Haupttreiber war der private Konsum, der mit einer Zunahme von 0,9% in den ersten drei Monaten des Jahres 0,6 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum beitrug. Die Löhne sind zwar nicht gestiegen, den Haushalten geht es nicht besser als vor dem Zeitalter der Abenomics. Doch die durch den geldpolitischen Kraftakt der Bank of Japan (BoJ) induzierte Aktienhausse hat auch die Kauflust der Konsumenten stimuliert.

Die Yenschwäche – seit Abes Wahlsieg im Dezember hat sich der Yen zum Dollar

### Wirtschaftswachstum Japan



20% abgewertet – hat die Dynamik des Aussenhandels geprägt und so ebenfalls das Wirtschaftswachstum beschleunigt. Die Ausfuhren nahmen im ersten Quartal um 3,8% zu, die Importe um 1%. Die Nettoexporte trugen 0,4 Prozentpunkte zum Quartalswachstum bei.

### Höchstes Wachstum der G-7

Eher enttäuschend fiel dagegen die private Investitionstätigkeit aus. Sie ging im ersten Quartal leicht zurück und belastete

### Anleihenrenditen und Yen



das Gesamtwachstum. Die staatlichen Investitionen wie auch die Konsumausgaben nahmen leicht zu.

Die Ökonomen von Société Générale sind überzeugt, dass von der öffentlichen Hand weitere Impulse zu erwarten sind, wenn das im Januar angekündigte Konjunkturpaket wirksam wird. Die japanische Grossbank Nomura hat die Prognose für das BIP-Wachstum 2013 auf 2,5% erhöht und liegt damit über dem Schätzkonsens, der vor der Publikation der BIP-Zahlen bei 1,4% lag. Auch

Barclays erwartet überdurchschnittliche Wachstumsraten in den kommenden zwei Jahren. Es sei gut möglich, dass Japan aus der Gruppe der sieben grössten Volkswirtschaften (G-7) das kräftigste Wachstum aufweisen werde. Wegen der schrittweisen Erhöhung der Mehrwertsteuer bis auf 10% im Jahr 2015 dürfte der Konsum kräftig anziehen, da die Haushalte grössere Projekte schon vorher realisieren würden.

### Anleihen unter Druck

Ob der neuen Japaneuphorie darf allerdings nicht in Vergessenheit geraten, dass der von Abe eingeschlagene Weg riskant ist. Die Erhöhung des Inflationsziels und die Abwertung des Yens könnten nämlich auch einen Ausverkauf bei den japanischen Staatsanleihen (JGB) zur Folge haben. Wer ausser der Notenbank wird noch JGB kaufen, wenn der Aktienmarkt boomt und der Yen an Wert verliert?

Einen Vorgeschmack auf dieses Szenario lieferte die jüngste Korrektur am japanischen Bondmarkt (vgl. rechte Grafik). Binnen weniger Tage schossen die Renditen in die Höhe. Zum dritten Mal in diesem Jahr musste der Handel mit JGB-Futures ausgesetzt werden. Ein möglicher Auslöser könnte der Mini-Bond-Crash in Übersee gewesen sein. Auch die Renditen der US-Staatsanleihen sind in den vergangenen Wochen gestiegen. Der japanische Markt war ausserdem überkauft: Anfang April rentierten die zehnjährigen JGB 0,425% – ein absoluter Negativrekord. Die erste Reaktion auf die Ankündigung der BoJ, die Geldmenge durch Anleihenkäufe zu verdoppeln, war ein Rückgang der Renditen. Doch viele Marktteilnehmer sind nun der Meinung, dass eine erfolgreiche Reflationierungspolitik irgendwann auch steigende Zinsen bedeuten würde. Tatsächlich lässt sich der Meinungsumschwung an den Break-even-Inflationsraten ablesen: Die Inflationserwartungen sind signifikant gestiegen.

Seit Dienstag hat sich der japanische Anleihenmarkt etwas erholt. Es war wohl nur ein Warnschuss, mehr nicht. Anleger tun dennoch gut daran, sich auf den zweiten Akt des japanischen Endspiels einzustellen, der im Drehbuch der «Finanz und Wirtschaft» (vgl. FuW vom 6. April, Seite 19) wie folgt beschrieben wurde: Die Wirtschaft wächst, die Inflation zieht an, und die Zinsen beginnen zu steigen. Die beste Handelsstrategie wäre in diesem Umfeld, weiterhin auf den Nikkei zu setzen und japanische Anleihen zu meiden.



Japans Wirtschaft blühte im ersten Quartal unerwartet kräftig auf und wuchs auf das Jahr gerechnet 3,5%. Kirschbäume in Tokio im März.

## Verdacht auf Preismanipulation im Ölgeschäft

Europas Wettbewerbsbehörden untersuchen, ob Ölunternehmen Preise manipuliert haben. Der Fall erinnert an den Libor-Skandal

MARTIN GOLLMER

Am Dienstag haben die Ölmultis BP (Grossbritannien), Royal Dutch Shell (Grossbritannien/Niederlande) und Statoil (Norwegen) unangemeldeten Besuch erhalten. Beamte der EU-Kommission und der Efta-Überwachungsbehörde inspizierten zusammen mit Vertretern der nationalen Wettbewerbsbehörden die Büros der Öl- und Gasmultis. Die Kartellwächter haben den Verdacht, «dass die Unternehmen unerlaubt zusammengearbeitet haben könnten beim Liefern von verzerrten Preisen an eine Preisagentur, um die veröffentlichten Preise für eine Anzahl von Öl- und Biotreibstoffprodukten zu manipulieren», heisst es in einer Medienmitteilung der EU-Kommission.

Bei der Preisagentur handelt es sich um Platts, ein Unternehmen, das Preisindizes für Rohstoffe publiziert und zum US-Wirtschaftsverlag McGraw Hill Financial gehört. Die Büros von Platts wurden ebenfalls inspiziert. Weiter haben die europäischen Wettbewerbsbehörden den Verdacht, «dass die Unternehmen andere an der Teilnahme am Preisfestsetzungsprozess behindert haben könnten mit der Absicht, die veröffentlichten Preise zu verzerrern».

BP, Shell, Statoil und Platts haben die Inspektionen bestätigt und teilten mit, sie

kooperierten mit den Untersuchungsbehörden. Weitere Auskünfte gaben sie indessen nicht. Eni (Italien) gab bekannt, sie habe aus Brüssel ein Informationsbegehren erhalten, ihre Büros seien aber nicht inspiziert worden.

### Vorstufe einer Untersuchung

«Es ist ein bisschen wie die Ölindustrieversion des Libor-Skandals», sagte Iain Reid, ein Analyst in Diensten der US-Investmentbank Jefferies Group, zur Wirtschaftsnachrichtagentur Bloomberg. In der Tat: Die Untersuchung kommt nur Monate, nachdem eine Handvoll der global grössten Banken – darunter auch die schweizerische UBS – mehr als 2 Mrd. \$ gezahlt hat, um Anschuldigungen aus dem Weg zu räumen, sie hätten die Kosten für Kredite falsch rapportiert, um die London Interbank Offered Rate – den sogenannten Libor – zu beeinflussen und ihren Gewinn zu erhöhen.

Doch so weit ist die Untersuchung mit den Ölmultis noch nicht. Die EU-Kommission betont, dass unangemeldete Inspektionen eine Vorstufe in der Verfolgung wettbewerbswidriger Praktiken seien. Es bedeute nicht, dass die betroffenen Unternehmen schuldig seien und nehme auch nicht den Ausgang der Untersuchung vorweg.

«Ich wäre sehr überrascht, wenn dabei etwas herauskäme», meint Jefferies-Analyst Reid. «Ich kann mir nicht vorstellen, dass Shell oder Statoil absichtlich versuchen, den Markt zu manipulieren.»

Doch das ist möglicherweise eine vorläufige Einschätzung. Ölunternehmen sind früher schon in den Fokus von Wettbewerbsbehörden geraten. Die EU-Kommission verhängte im September 2006 gegen vierzehn Gesellschaften Bussen von insgesamt 266,7 Mio. €, weil sie im niederländischen Markt während acht Jahren den Preis für Bitumen – ein Ölnebenprodukt, das zur Herstellung von Asphalt gebraucht wird – abgesprochen hatten. Und im Oktober 2007 zahlte BP 303 Mio. \$, damit die US-Aufsichtsbehörde CFTC Vorwürfe nicht weiterverfolgt, der britische Multi habe den Markt manipuliert. Die Liste liesse sich noch verlängern.

### Potenziell grosse Wirkung

Der aktuelle Fall geht möglicherweise auf eine Beschwerde des Ölhandelsarms der französischen Total zurück. Dieser hatte im August 2012 der International Organization of Securities Commissions, einer Gruppe von Wertschriftenhandelsbehörden, gemeldet, «dass mehrmals pro Jahr Schätzungen von Marktpreisen bei

Schlüsselindizes nicht mit unserer Erfahrung aus dem Tag heraus übereinstimmen». Total erklärte am Dienstag, sie sei nicht Gegenstand der Untersuchungen der europäischen Kartellwächter.

Platts publiziert Benchmark-Preise, die gebraucht werden, um die Beträge zu bestimmen, die Raffineure für Rohöl und Distributoren für Benzin und Diesel bezahlen. Händler rapportieren freiwillig die Transaktionen an Platts. Sie können selektiv vorgehen und nur Transaktionen melden, die ihnen nützen. Diese dienen dann dazu, die Preise zu bestimmen.

Kommt es so zu Verzerrungen, können die Auswirkungen beträchtlich sein. «Die Preise, die Preisagenturen festsetzen und veröffentlichen, dienen als Massstab (Benchmark) für den Handel im physischen und Finanzderivativmarkt für eine Anzahl von Rohwaren in Europa und weltweit. Sogar kleine Verzerrungen der gesetzten Preise können eine enorme Wirkung haben auf die Preise für Rohöl, raffinierte Ölprodukte und Biotreibstoffe und dabei den Endkonsumenten schaden», schreibt die EU-Kommission in ihrer Mitteilung. Neben Benzin und Diesel könnten von Preismanipulationen auch Flugtickets – über höhere Preise für Kerosin – und Kosmetika, für deren Herstellung Öl verwendet wird, betroffen sein.