

# Der »Franken-Schock«: Die Freigabe des Schweizer Franken – wer gewinnt und wer verliert?

3

Im September 2011 legte die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 fest. Dieser Mindestkurs wurde im Januar 2015 überraschend aufgehoben. Was sind die Folgen der Freigabe des Franken? Und welche Ziele die verfolgt SNB mit ihrer Währungspolitik?

## Von der Untergrenze zum Euro zurück zu flexiblen Frankenkursen

Am 15. Januar 2015 fällte das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank (SNB) den völlig überraschenden Entscheid, die Anfang September 2011 festgesetzte Untergrenze von 1,20 für den Wechselkurs des Franken (CHF) aufzugeben und zu flexiblen Wechselkursen zurückzukehren, allerdings mit der Ankündigung, möglicherweise wieder am Devisenmarkt zu intervenieren. Der Wechselkurs des Euro sackte dramatisch unter einen CHF ab, um sich allerdings bis Ende Februar wieder etwas auf 1,0775 (2. Februar 2015) zu erholen. Wegen der Zunahme der Girokonten (und damit von M0) bei der SNB in den letzten beiden Januarwochen um gut 40 Mrd. CHF ist allerdings zu vermuten, dass diese Erholung des Wechselkurses auch auf erhebliche Interventionen derselben zurückzuführen ist. Jedoch nahmen die Girokonten in den ersten beiden Februarwochen nicht mehr wesentlich zu. Die schweizerischen Aktienkurse fielen an den beiden ersten Tagen nach der Entscheidung erheblich, konnten allerdings einen großen Teil der Verluste inzwischen wettmachen, während diejenigen im Euroraum weiter stiegen.

## Das Dilemma der SNB: Beibehaltung oder Aufgabe der Untergrenze

Weshalb kam die SNB zu diesem aufsehenerregenden Beschluss, dessen Folgen für die reale Wirtschaft der Schweiz noch gar nicht abzusehen sind? Tatsächlich sah sich das Direktorium der SNB unter Leitung von Präsident Thomas Jordan einem schwierigen Dilemma gegenüber. Einerseits hatte die Euroungrenze, ob-

wohl sie immer noch eine Überbewertung des Franken gegenüber dem Euro bedeutete, drei Jahre und vier Monate lang erhebliche Schäden von der realen schweizerischen Wirtschaft ferngehalten und ebenso eine steigende Arbeitslosigkeit verhindert.

Und anfänglich waren vom September 2011 bis April 2012 sogar keinerlei Interventionen der SNB erforderlich, um die Untergrenze zu halten; dies offenbar wegen der überzeugenden Wirkung der Ankündigung auf die Erwartungen am Devisenmarkt; nämlich dass man notfalls in beliebiger Höhe intervenieren werde und das auch könne, da man in der Lage sei, so viele Franken zu schaffen, wie man wolle. Die Abwesenheit von Interventionen in diesen Monaten stand ganz im Gegensatz zur Situation in den Jahren vor der Ankündigung einer Untergrenze, in denen die SNB von Ende 2008 bis Ende August 2011 für ca. 200 Mrd. CHF Devisen ohne spürbare Wirkung auf den Wechselkurs aufkaufte. Allerdings änderte sich die günstige Lage ab Mai 2012 für etwa drei Monate, in denen man wieder für ca. 196 Mrd. CHF erwerben musste. Für diese Entwicklung gab es vermutlich zwei Gründe: Einmal durchlebte der Euroraum wieder einmal eine Vertrauenskrise. Und zweitens, damit zusammenhängend, weist die Schweiz traditionellerweise einen Leistungsbilanzüberschuss aus, der finanziert werden muss. Und wenn das die privaten Inländer nicht leisten, weil sie dem Euro misstrauen, so muss bei festem Kurs praktisch die SNB eingreifen, um diesen zu halten. Auf jeden Fall spielten Spekulationen gegen den Franken in dieser Zeit keine Rolle, wie der Verfasser durch eine Überprüfung der Entwicklung an den Termin- und Optionsmärkten feststellen konnte. Nach Ende dieser Krise brauchte die SNB wiederum nicht mehr zu intervenieren. Die Währungsreserven gingen bis Ende 2013 um ca. 22 Mrd. auf 478 Mrd. zurück, stiegen dann allerdings bis Ende 2014 auf 510,1 Mrd. CHF. Die-



Peter Bernholz\*

\* Prof. em. Dr. Dr. h.c. mult. Peter Bernholz lehrte am Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrum (WWZ), Universität Basel.

ser Zustrom an Reserven in Höhe von 38,6 Mrd. CHF ereignete sich im letzten Quartal des Jahres.

Doch zurück zum Dilemma. Weshalb sah sich die SNB veranlasst, trotz des geschilderten Erfolgs mit der Untergrenze von 1,20 CHF für den Euro diese am 15. Januar aufzugeben? Es wurde soeben auf die wieder einsetzenden Interventionen von Ende 2014 hingewiesen. Diese Entwicklung verschärfte sich offenbar Anfang dieses Jahres dramatisch, vermutlich eine Folge der Ankündigung des Chefs der Europäischen Zentralbank, Draghi, und begünstigt durch die positive Reaktion des Anwalts beim Europäischen Gerichtshof, in großem Maße die europäische Zentralbankgeldmenge M0 durch massive Käufe von Anleihen, insbesondere Staatsanleihen, zu erhöhen. Auch der Fall des Rubels als Folge der russisch-ukrainischen Krise mag eine gewisse Rolle gespielt haben. Als Folge sank der Kurs des Euro erheblich gegenüber dem Dollar, und der Franken kam unter zusätzlichen Druck. Sollte man unter diesen Umständen der Abschwächung des Euro und damit des CHF gegenüber dem Dollar und anderen Währungen und folglich die verbundenen dramatisch wachsenden Eurokäufe weiter fortführen? Diese hätten sich nach Aussage des für die Interventionen zuständigen Direktoriumsmitglieds Fritz Zurbrügg (Interview mit dem Blick vom 22. Januar 2015) gemäß den vorher erforderlichen Interventionen auf den Monat Januar hochgerechnet allein für diesen auf 100 Mrd. belaufen können. Damit hätte man Reserven von über 600 Mrd. CHF Ende Januar erreicht, was bereits dem schweizerischen Bruttoinlandsprodukt (BIP, 2013 635 Mrd. CHF) wertmäßig nahe gekommen wäre. Man kann daher die Entscheidung des Direktoriums der SNB gut verstehen, obwohl sie gravierende negative Effekte für die reale Wirtschaft haben dürfte.

### Die mutmaßlichen Folgen der Aufgabe der Untergrenze

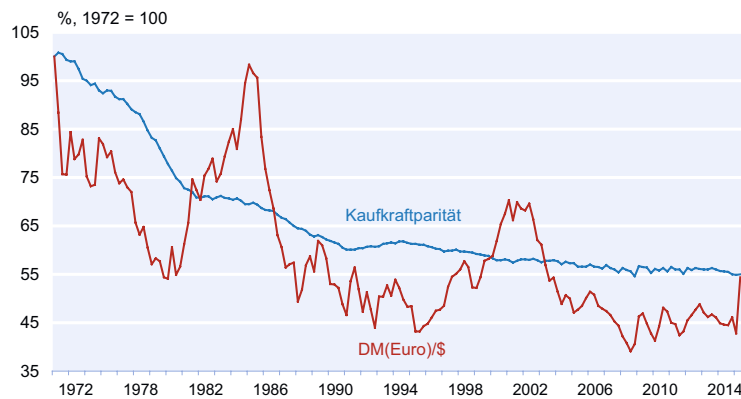
In den ersten Tagen nach der Aufhebung der Untergrenze setzte ein derart verstärkter Einkaufstourismus von Schweizern in die nahen Euroländer ein, dass in den Wechselautomaten bald die vorhandenen Euros nicht mehr ausreichten. Die Reisebüros für Reisen ins nun billigere Ausland erwarten einen Boom. Einige Hotels begannen, Gästen aus dem Euroraum günstigere Wechselkurse anzubieten. Der Vertreter der Gewerkschaften forderte am 29. Januar eine Rückkehr zum Kurs von 1,20 für den Euro. Auch die Politik kam langsam in Bewegung. Es wurde gefordert, dass die Möglichkeit, staatliche Unterstützung für Kurzarbeit zu gewähren, auch auf diesen Fall der drastischen Kurserhöhung des Franken ausgeweitet werde. Plötzlich bekam die Verschärfung des Kartellgesetzes eine größere Chance im Parlament, nach der es untersagt sein soll, dass ausländische Lieferanten in der Schweiz höhere Preise für ihre Pro-

dukte als in anderen Ländern verlangen. Am 28. Januar gab es im Fernsehen eine erste Einschätzung der geänderten Konjunkturaussichten durch den Präsidenten des Konjunkturinstituts KOF an der ETH Zürich, nach der für 2015 bei einem Kurs nahe 1 CHF je Euro mit einem leichten Negativwachstum der schweizerischen Wirtschaft zu rechnen sei, während vorher von einem Wachstum von 1,5% die Rede war. Auch eine Zunahme der Arbeitslosigkeit sei zu erwarten. Unternehmen begannen, über Preisreduktionen ihrer Produkte, über Kurzarbeit, Verlagerung von Tätigkeiten ins Ausland und andere Kostenreduktionen nachzudenken. Erste Forderungen von Preisreduktionen von Lieferanten wurden erhoben.

Aber die wirklichen Folgen der Freigabe vermag zurzeit niemand abzuschätzen, denn diese hängen unter anderem davon ab, wie sich der gegenwärtig stark überbewertete Kurs von rund einem CHF pro Euro weiter entwickeln oder wie lange er anhalten wird. Der Präsident der SNB hat die Erwartung geäußert, dass es sich bei diesem Kurs nur um ein vorübergehendes Überschießen handle, wie es für Finanzmärkte typisch sei. In der Tat, sollte der Kurs für den Euro tatsächlich bald wieder deutlich ansteigen, sagen wir auf 1,10 oder gar 1,15 CHF, so wären die Nachteile für die reale Wirtschaft noch einigermaßen zu verkraften. Allerdings habe ich Zweifel, dass es sich – wohlgerne ohne erhebliche Interventionen der SNB – nur um ein kurzfristiges Überschießen handeln wird. Meine bis ins 17. Jahrhundert zurückreichenden Untersuchungen zeigen, dass bei geringen Inflationsunterschieden in vielen Fällen Abweichungen von der Kaufkraftparität von  $\pm 30\%$  vorkommen und oft mehrere Jahre anhalten. Als Beispiel sei die Entwicklung des Dollarkurses gegenüber DM-Euro seit dem Ende des Fixkursystems von Bretton Woods 1973 betrachtet (vgl. Abb. 1). Wie man sieht, liegen einige starke Abweichungen von der Kaufkraftparität vor, die mehrere Jahre andauerten. Gegenwärtig wird die Kaufkraftparität (am rechten Rand) erreicht, und es ist durchaus möglich, dass sich wegen der geplanten Maßnahmen der EZB (Quantitative Easing) eine neue Unterbewertung des Euro wie bei seiner Einführung ab 2000 entwickelt. Wie groß ist dann aber die Wahrscheinlichkeit, dass sich der Euro gegenüber dem Franken drastisch erholt? Auch der Franken erfuhr nach der Aufgabe des Bretton-Woods-Systems seit 1973 eine starke Überbewertung sogar gegenüber der DM, die erst durch die Festlegung einer Untergrenze von 0,80 CHF für diese Ende 1978 gelöst werden konnte.

Was aber ist für die reale Wirtschaft zu erwarten, wenn meine skeptische Einschätzung berechtigt sein sollte? In diesem Falle wird besonders die schweizerische Tourismusindustrie, aber auch kleine und mittlere Exportunternehmen betroffen sein, deren Kosten ganz überwiegend in der Schweiz anfallen, während sie in ihren ausländischen Absatzgebieten Preiszugeständnisse in Franken machen müssen. Denn be-

**Abb. 1**  
**Entwicklung von Kaufkraftparität und Wechselkurs DM(Euro)/US-Dollar**  
 1972 bis 2015



Quelle: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank.

kanntlich sind Senkungen der Löhne nur schwer und begrenzt durchzusetzen, selbst wenn die Lebenshaltungskosten etwas fallen werden. Abgeschwächt wird dieser Effekt nur bei den Firmen, die einen größeren Teil ihrer Vorprodukte aus den Euroländern beziehen. Relativ am wenigsten betroffen werden multinationale Unternehmungen sein, die einen großen Teil ihrer Güter im Ausland produzieren. Aber auch sie werden wegen ihrer schweizerischen Basis Gewinnminderungen hinzunehmen haben. Es bleibt abzuwarten, welche und wie viele kleinere und mittlere Unternehmen ihre Produktion ganz oder teilweise ins Ausland verlegen können. All diese Entwicklungen werden nicht ohne Folgen für den Arbeitsmarkt und die Staatshaushalte bleiben. Mit ersteren wird aber vermutlich auch der private Konsum abnehmen.

### Mögliche Alternativen

Es ist sinnvoll, mögliche Alternativen zur gegenwärtigen Politik der SNB zu diskutieren, da diese sich bei einem längeren Verbleiben des Wechselkurses in der Nähe von einem Franken je Euro doch angesichts der dramatischen Folgen für die reale Wirtschaft zu einer Änderung ihrer Politik veranlasst sehen könnte. Als erste Alternative kommen natürlich Interventionen am Devisenmarkt zur Erhöhung des Eurokurses in Frage, die offenbar in den letzten beiden Januarwochen, wie oben erwähnt, bereits in erheblichem Ausmaß stattgefunden zu haben scheinen. Allerdings ist zu vermuten, dass das Ausmaß der dazu erforderlichen Interventionen ohne Vorgabe eines zu verteidigenden Zielkurses höher sein wird, da in diesem Fall keine so eindeutige Beeinflussung der Erwartungen erfolgen kann.

Eine zweite Alternative wurde einige Tage vor Freigabe der Untergrenze von Ernst Baltensperger vorgeschlagen, nämlich der Stabilisierung eines Währungskorbes zur je Hälfte von Euro und Dollar. In diesem auch von mir vorgezogenen

Projekt wäre eine Untergrenze gegenüber diesem Währungskorb verteidigt worden. Das hätte erlaubt, bei gegenüber dem Euro steigender Dollarkurs eine für die reale Wirtschaft wesentlich weniger schmerzliche Anpassung vorzunehmen. Und obwohl eine solche Korbuntergrenze natürlich etwas schwieriger zu handhaben und nicht so eindeutig für die Erwartungsbildung wäre, hätte seine Einführung zu einem geringeren Vertrauensverlust in die Stabilität der Politik der SNB geführt.

Eine dritte Alternative hätte darin bestanden, die Untergrenze zum Euro zunächst beizubehalten und sie dann später allmählich gemäß den Inflationsunterschieden nach unten anzupassen, wobei diese Politik vorher rechtzeitig angekündigt worden wäre. Eine solche Politik hätte allerdings vorerst den großen Devisenzufluss nicht vermindert. Aber wäre ein solcher wirklich unbedingt schädlich gewesen? In diesem Zusammenhang erinnere ich mich an eine Aussage von Charles Kindleberger vom MIT mir gegenüber vor etwa 30 Jahren im Hinblick auf die amerikanische Politik: »Wir verschulden uns kurzfristig zu sehr niedrigen Kosten und investieren langfristig zu höheren Erträgen.« Genau das wäre bei einer entsprechenden Politik der SNB der Fall. Sie würde sich kurzfristig gegenüber Devisenländern verschulden, indem sie diesen die gewünschten Franken fast kostenlos zur Verfügung stellte, und würde die so gewonnenen Devisen gewinnbringend im Ausland investieren. Damit jedoch diese Anlagen auch langfristig Erträge brächten, wäre ein weit größerer Anteil des Portfolios als bisher in ausländischen Aktien, in Gold und anderen realen Werten anzulegen, ähnlich wie dies bereits China und die Golfstaaten tun.

Eine solche Politik würde als Nebenwirkung durch Inflationen bedrohten Ausländern ein stabiles Geld, also ein wertvolles Gut, zur Verfügung stellen. Als Argument gegen eine solche Politik wird allerdings vorgebracht, dass erstens auf diese Weise die SNB als Zentralbank eines kleinen Landes die Geldkontrolle verlieren könnte. Und zweitens müsse ein größerer Teil der Devisen kurzfristig angelegt werden, damit man sie notfalls zu einer Stützung des Franken oder bei Inflationsgefahr zu einer Reduktion der stark gewachsenen Zentralbankgeldmenge M0 verkaufen könne. Mir scheinen jedoch beide Argumente wenig gewichtig zu sein. Denn seit ihrer Gründung 1907 hat die SNB von allen Ländern die geringste durchschnittliche Inflationsrate zu verzeichnen, wie der frühere EZB-Präsident Jean-Claude Trichet an ihrem 100. Geburtstag betonte, und daher der Franken meist eine gewisse Überbewertung aufgewiesen. Daher sind auch die Devisenreserven von Anfang an durchwegs gewachsen (abgesehen von vorübergehenden Wertverlusten der Goldre-

serven und dem Verkauf von mehr als der Hälfte derselben als »überflüssig« nach 2000 und der Ausschüttung der entsprechenden Erträge an Kantone und Bund).

Schließlich ist auch ein Verlust über die Kontrolle der Währung nicht zu befürchten. Denn diese hängt lediglich von einer Änderung der Zinssätze und der Geldmenge M0 ab, die aber jederzeit z.B. durch eine Ausgabe oder Rückgabe von Bills der SNB erfolgen kann.

Alle drei Alternativen stehen der SNB auch nach der Aufgabe der Untergrenze zur Verfügung, falls die hohe gegenwärtige Überbewertung des Franken mit ihren Schäden für die reale Wirtschaft und den Arbeitsmarkt anhalten und sie zu diese Schäden vermindernde stärkere Eingriffe veranlassen sollte. Allerdings hat ihre Glaubwürdigkeit vermutlich durch die Aufgabe der Untergrenze etwas gelitten.



Ernst Baltensperger\*

### Aufhebung des SNB-Mindestkurses war richtig

Eine massive, in ihrer Geschwindigkeit kaum je erlebte Aufwertung des Frankens bewog die Schweizerische Nationalbank (SNB) am 6. September 2011 dazu, eine Kursuntergrenze des Euro gegenüber dem Franken von 1,20 festzulegen (nachdem kurz zuvor vorübergehend praktisch Parität zwischen Franken und Euro erreicht worden war). Am 15. Januar 2015 hat die SNB diesen Mindestkurs schlagartig wieder aufgehoben. Drei Fragen dazu liegen nahe: War die Einführung der Kursuntergrenze 2011 gerechtfertigt? War ihre Aufhebung Anfang 2015 gut begründet? Und hat sich der Mindestkurs trotzdem gelohnt? Meine Antwort auf alle drei Fragen lautet Ja. Weiterhin lässt sich fragen: »Wer gewinnt und wer verliert durch die Freigabe des Frankens?« Kurzfristig ist klar, dass der Aufwertungsschock für all jene eine große Herausforderung bedeutet, die im Export oder über die Importkonkurrenz stark im Wettbewerb mit Auslandproduzenten stehen. Die Schweizer Konsumenten umgekehrt können sich über einen Kaufkraftgewinn freuen. Vermögensobjekte in Auslandswährung verlieren an Wert (in Franken umgerechnet), und vice versa, während die Frankenschulden in Auslandswährung plötzlich schwerer wiegen. Doch Geldpolitik wird nicht aufgrund kurzfristiger sektoraler Auswirkungen gemacht. Sie muss sich nach gesamtwirtschaftlichen Zielen richten. Dann dient sie letztlich der Volkswirtschaft insgesamt und allen ihren Teilen. Deshalb will ich das Thema unter diesem Gesichtspunkt diskutieren.

Der Mindestkurs wurde 2011 in einer Welt extremer Turbulenz eingeführt. Die Weltwirtschaft stand damals in Flammen. Die schwelende europäische Schulden- und Strukturkrise setzte den Euro mehr und mehr unter Druck. Noch viel mehr aber – das haben heute viele bereits vergessen – galten zu dieser Zeit die USA als wirtschaftlich und politisch angeschlagen. Für manche Experten stand ihr Untergang unmittelbar bevor. Der Streit um die Schuldenobergrenze des US-Bundesstaates provozierte geradezu apokalypti-

\* Prof. em. Ernst Baltensperger, Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.

sche Debatten. Die Zukunftsperspektiven der amerikanischen Geldpolitik erschienen völlig unklar, und der US-Dollar tendierte ausgeprägt zur Schwäche, häufig auch gegenüber dem Euro. Das internationale Banken- und Finanzsystem drohte zu kollabieren, und die Finanz- und Devisenmärkte spielten verrückt.

Der Markt für Schweizerfranken geriet in dieser Situation außer Rand und Band und verlor jede vernünftige Orientierung. Der Franken stand einsam da als einzige scheinbar noch sichere Währung. Internationale Investoren behandelten ihn wie ein abstraktes Anlageobjekt, dessen Wert man beliebig in die Höhe treiben kann – ein Pendant zum Gold oder zu raren Kunstobjekten sozusagen – und nicht mehr als die Währung eines Landes und seiner Wirtschaft. Der Franken entfernte sich infolge dieser Tendenz so weit von seinem fundamentalen Gleichgewichtskurs, dass eine Interventionspolitik, die eine Untergrenze für den Eurokurs festlegte, ökonomisch Sinn machen und Erfolg haben konnte. Dabei war es allerdings wichtig, den Mindestkurs auf einem Niveau festzusetzen, das für den Franken immer noch eine hohe Bewertung darstellte.

Hätte die SNB im September 2011 nicht interveniert, hätte dieser Aufwertungsschock eine extreme Verschärfung ihres geldpolitischen Kurses bewirkt und die Zukunft der Schweizer Exportwirtschaft im Mark bedroht. Die Notenbank musste angesichts total desorientierter Devisenmärkte einen Orientierungspunkt für den Frankenkurs setzen und für eine gewisse Sicherheit sorgen. Die konsequente Durchsetzung der Kursuntergrenze hat viel dazu beigetragen, dem Wirtschaftsstandort Schweiz in dieser wirren Zeit eine minimale Planungssicherheit zu erhalten und die Volkswirtschaft zu stabilisieren. Die Interventionspolitik erhielt aus diesem Grund breite Unterstützung. Für ihre Glaubwürdigkeit und Effizienz war dies von zentraler Bedeutung.

Im ersten Jahr ihrer Interventionspolitik musste die SNB zur Durchsetzung des neuen Kurses in beträchtlichem Ausmaß Devisen vom Markt übernehmen. Besonders im Frühjahr und Sommer 2012 führte eine starke Zuspitzung der Eurokrise zu massivem Druck auf den Euro. Im zweiten und dritten Quartal 2012 zwang die Mindestkurspolitik die SNB zum Erwerb von Devisen im Gegenwert von gut 180 Mrd. Franken. Die neue Politik setzte sich aber durch und gewann bald einmal hohe Glaubwürdigkeit, entgegen den Unkenrufen vieler – besonders angelsächsischer – Finanzmarkt-gurus, die ihr ein rasches Scheitern prophezeit hatten. Tatsächlicher Interventionsbedarf ist anschließend als Folge weitgehend entfallen. Das war aber nur möglich, weil auch der Mindestkurs von 1,20 nach allgemeiner Überzeugung immer noch eine sehr hohe Bewertung des Frankenkurses bedeutete. Die schweizerische Volkswirtschaft entwickelte sich sehr gut und erzielte starke Beschäftigungsgewinne und robustes Wachstum in einem Umfeld ausgeprägt nied-

riger Inflation. Erst Ende 2014/Anfang 2015 führte ein neuer Krisenschub in Europa zu einer erneuten Verschärfung der Lage.

Von Anfang an war klar, dass die Mindestkurspolitik auch Risiken in sich birgt. Diese mussten von der SNB jedoch gegen die Risiken einer Nichtintervention abgewogen werden. Die Risiken des Mindestkurses lagen dabei nicht nur dort, wo sie am sichtbarsten erscheinen. Die möglichen Wertverluste auf den Devisenanlagen der SNB wurden in der öffentlichen Diskussion oft zu stark betont. Auf diesen Anlagen können zwar Verluste, aber auch Gewinne entstehen. Zudem werfen sie Erträge ab, und Abwertungsverluste auf Auslandsanlagen können durch höhere Nominalrenditen ausgeglichen werden. Das Hauptrisiko lag in der Gefahr, dass die SNB die immense Liquidität, die sie als Folge ihrer Krisenpolitik schaffen musste, nicht rechtzeitig wieder abschöpfen wird, wenn sich die Situation einmal normalisiert. Dem gleichen Risiko stehen natürlich auch die anderen Zentralbanken der Welt gegenüber. Aus der Geldpolitik der Krisenjahre resultierte in der Schweiz, wie auch in anderen Ländern, eine enorme Aufblähung der Zentralbankbilanz und der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft. Die Bilanzsumme der SNB nahm von 127 Mrd. Franken Ende 2007 auf 560 Mrd. Franken Ende 2014 zu, wuchs also um mehr als den Faktor 4. Die Giroguthaben inländischer Banken bei der SNB stiegen im gleichen Zeitraum von 8,7 auf 328 Mrd. Franken an. Die Devisenanlagen der SNB nahmen von rund 50 Mrd. Ende 2007 bis Ende 2014 auf 510 Mrd. Franken zu. Wie weit es den Zentralbanken gelingen wird, den geschaffenen Liquiditätsüberfluss rechtzeitig wieder abzuschöpfen und eine Ära steigender Inflation zu verhindern, wird erst die Zukunft zeigen. Über die Instrumente dazu verfügen sie ohne Zweifel. Ob es ihnen polit-ökonomisch auch möglich sein wird, diese Instrumente im angemessenen Umfang einzusetzen, ist weniger sicher.

Der Mindestkurs ist 2011 von der SNB ausdrücklich als vorübergehende Notmaßnahme für eine Zeit extremer Turbulenz und Verunsicherung eingeführt worden, nicht als dauerhafter Wechsel ihrer währungspolitischen Strategie. Er war nie als Abschied von ihrer Tradition monetärer Autonomie zu verstehen. Er stellte vielmehr die Form dar, in der sich diese im monetär extrem turbulenten Umfeld seiner Zeit äußerte. Keine internationale Verpflichtung oder selbstauferlegte Restriktion hinderte die SNB daran, die Kursuntergrenze wieder aufzuheben oder sie anzupassen, wenn die Zeit dafür reif erschien. Im Januar 2015 war dies der Fall. Vorausgegangen war diesem Entscheid ein erneutes Aufflammen der Eurokrise, verursacht durch die Erwartung einer weiteren Liquiditätsflutung der Eurozone durch die EZB, bevorstehende Wahlen in Griechenland und die vom Ölpreiserfall geprägte Wirtschaftskrise in Russland. Die Nationalbank musste zur Verteidigung ihres Mindestkurses bereits im Dezember 2014 und erneut Anfang Januar 2015 massiv

am Devisenmarkt intervenieren. Sie hatte – auf eine entsprechende Maßnahme der EZB reagierend – schon im Dezember Negativzinsen für die Guthaben auf ihren Girokonten (soweit sie einen bestimmten Freibetrag überstiegen) angekündigt. Am Tag der Aufhebung des Mindestkurses legte sie diesen Negativzins auf  $-0,75$  fest.

Die Aufgabe des Mindestkurses löste heftige Reaktionen aus, sowohl an den Märkten wie in der öffentlichen Diskussion. Der Euro wertete sich kurzfristig bis auf die Parität zum Franken ab – ganz kurzfristig sogar noch beträchtlich stärker – und der US-Dollar fiel auf Bewertungen deutlich unter 90 Rappen. Beide Währungen erholten sich anschließend wieder etwas – zurzeit auf rund 1,07 Franken für den Euro und 95 Rappen für den Dollar. Auch die Aktienkurse schweizerischer Unternehmungen, insbesondere stark auslandorientierter Firmen, verzeichneten kurzfristig große Einbußen. Die öffentliche Debatte war geprägt von heftiger Kritik einerseits – vor allem seitens der Vertreter exportabhängiger Wirtschaftsbranchen, der Gewerkschaften und der politischen Linken – und Zustimmung bis Applaus andererseits – insbesondere jener, welche die Risiken und Kosten der Mindestkurspolitik schon immer betont und eine stärkere Abgrenzung der Schweizer Geldpolitik gegenüber jener der Eurozone gefordert hatten.

Der Ausstiegsentscheid der SNB hat die Volkswirtschaft Schweiz schockartig getroffen. Sorgen um die Zukunft des Wirtschaftsstandorts Schweiz sind deshalb heute in breiten Kreisen groß. Das ist verständlich und berechtigt. Es ist aber klar, dass die kurzfristigen Reaktionen der Devisen- und Finanzmärkte stark von Hektik getrieben und vermutlich übersteigert sind. Entscheidend wird sein, wo sich die Wechselkurse mittel- und längerfristig einpendeln werden. Ausgehend von den aktuellen Kursen erscheinen gegenwärtig weitere Kursgewinne des Frankens nicht besonders realistisch. Im Gegenteil – eine Rückbewegung ist wahrscheinlich. Der US-Dollar ist im heutigen Umfeld eigentlich die attraktivere Währung als der Franken. Anleger und Spekulanten dürften ihre Aufmerksamkeit daher zunehmend auf ihn richten. Der eklatante Widerspruch zwischen den extrem negativen Erwartungen für die Volkswirtschaft der Schweiz, die seit dem Entscheid, den Mindestkurs aufzugeben, die Meinungsbildung beherrschen, und der hohen Bewertung der Schweizer Währung muss über kurz oder lang ebenfalls ins Auge stechen. Währungen reflektieren immer auch die relative Stärke eines Währungsraums. Eine Normalisierung ist daher wahrscheinlich. Gut möglich aber, dass bis dahin eine geraume Zeit verstreicht.

Eine Tendenz zur Aufwertung gegenüber dem Euro wird allerdings aufgrund der inhärenten Schwächen der Eurozone kaum vermeidbar sein. Hält sich diese in Grenzen, kann sie – wie in der Vergangenheit – durch Teuerungs- und Produktivitätssteigerungen aufgefangen werden und sogar län-

gerfristig stimulierend wirken. Die Nationalbank muss aber weiterhin dafür sorgen, dass die monetären Bedingungen für die Schweizer Volkswirtschaft großzügig genug sind, um allzu starke Übertreibungen der Wechselkurse zu verhindern. Sie muss diese Aufgabe jetzt einfach ohne die Hilfe einer expliziten Kursuntergrenze erfüllen.

Die vielleicht verständlichste Kritik an der Kursfreigabe ist, dass die SNB damit kurzfristige Deflationsrisiken eingehe und so ihr Mandat zur Sicherung der Preisstabilität verletze. Die SNB hat aber ihr Mandat – zu Recht, in meinem Urteil – immer als mittel- und langfristigen Auftrag verstanden (genau wie früher auch die EZB) und sich einer vorausschauenden Politik verpflichtet. Kurzfristige Schwankungen der Inflation um ihren Trend sollten für die Geldpolitik keine große Rolle spielen. Eine punktgenaue Steuerung der Inflation ist weder möglich noch notwendig. Die Langfristrisiken eines Kontrollverlusts über die eigene Bilanz und die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft wiegen ungleich viel schwerer. Schlichtweg skurril hingegen ist der Vorwurf, die SNB hätte starkem politischem Druck nachgegeben und damit ihre Unabhängigkeit beschädigt. Wer solches sagt, hat nicht die geringste Ahnung von den Details der Schweizer Politik. Das Gegenteil ist richtig: Die SNB wusste sehr wohl, dass ihr Entscheid auf äußerst harte Kritik stoßen würde. Hätte sie politischen Widerstand minimieren wollen, hätte sie den Mindestkurs möglichst lange aufrechterhalten müssen.

Objektiv gesehen hatte die SNB für die Abkehr vom Mindestkurs gute Gründe. Das internationale Umfeld hat sich seit seiner Einführung im Herbst 2011 markant verändert. Im Gegensatz zu damals haben die USA heute ihre Hauptprobleme überwunden und wirtschaftlich wieder Tritt gefasst. Die Normalisierung ihrer Geldpolitik steht bevor. Der Ausstieg des Federal Reserve aus seiner Nullzinspolitik wird allgemein noch für das laufende Jahr erwartet. Der Dollar ist deshalb als attraktive Anlagewährung zurückgekehrt. Dies stellt eine Zäsur in den weltweiten monetären Verhältnissen dar, welche die Voraussetzungen der schweizerischen Geldpolitik in neuem Licht erscheinen lässt. Die Verunsicherung der internationalen Finanz- und Devisenmärkte war 2011 ungleich viel größer und der Zustand der Realwirtschaft labiler als heute. Trotz aller verbliebenen Risiken sind wir heute, gut drei Jahre später, *global gesehen* zu wesentlich normaleren Verhältnissen zurückgekehrt – viel näher wieder bei einer Welt, in der internationale Kapitalströme durch Ertragsdifferenzen und ökonomisch nachvollziehbare Faktoren bestimmt, und nicht allein durch panikartige Ängste und Phobien getrieben werden. Unter vergleichbaren Verhältnissen hätte man 2011 zwar eine sehr expansive Geldpolitik geführt, aber wohl kaum zur Krücke der Kursuntergrenze gegriffen.

In der Eurozone umgekehrt wendet sich die Europäische Zentralbank mehr und mehr einer extrem risikoreichen Po-

litik zu, die unter dem Deckmantel der Geldpolitik die fiskalischen und strukturellen Probleme ihrer Mitgliedsländer und ihrer angeschlagenen Bankensysteme zu lindern versucht und mehr oder weniger explizit auf die Schwächung der europäischen Währung zielt. Die Beendigung der einseitigen Orientierung der schweizerischen Geldpolitik am Euro wurde damit für die SNB fast zwingend. Die Durchsetzung des Mindestkurses zum Euro wäre angesichts der bevorstehenden Geldschwemme in Europa über kurz oder lang nur noch zum Preis massiver zusätzlicher Interventionen möglich gewesen. Die Langfristrisiken einer Fortführung dieser Politik wären größer und größer geworden. Die Aufgabe des Mindestkurses heisst dabei nicht, dass die SNB in ihrer Geldpolitik nicht weiterhin die Wechselkursentwicklung berücksichtigen und einen expansiven Kurs beibehalten wird. Aber sie muss dies wieder mit den traditionellen Mitteln ihrer Geldpolitik tun – Zinssteuerung und quantitativen Interventionen an den Devisen- und Geldmärkten.

Über die vergangenen drei Jahre jedoch hat die Mindestkurspolitik der Schweiz gut gedient. Es kann keine Rede davon sein, dass sie sich nicht gelohnt und nachträglich als Fehlentscheid erwiesen hätte. Sie hat der Schweizer Volkswirtschaft eine Anpassungsfrist von drei Jahren gewährt und zahlreichen Unternehmungen erlaubt, sich rechtzeitig auf neue Verhältnisse einzustellen. Ich bin überzeugt, dass diese Möglichkeit intensiv genutzt worden ist. Die Schweiz wird davon in der Zukunft profitieren.



David Iselin\*

## Der Franken-Schock II

Die Schweizerische Nationalbank hat mit ihrem Entscheid, den Franken-Mindestkurs gegenüber dem Euro aufzugeben, die Welt überrascht. Dieser Beitrag unternimmt den Versuch, den Entscheid konjunkturell zu beurteilen.

In der jüngeren Schweizer Wirtschaftsgeschichte – wenn sie einst geschrieben wird – werden zwei Daten jüngerer Provenienz einen besonderen Platz einnehmen: Der 6. September 2011 und der 15. Januar 2015. Zweimal tritt dabei die Schweizerische Nationalbank (SNB) als Hauptakteurin auf. Zweimal hat die SNB die internationalen Finanzmärkte und die nationale Wirtschaft »schockiert«, um es gelinde auszudrücken. Zweimal hagelte es Kritik, beim ersten Mal mehrheitlich internationale, beim zweiten Mal eher nationale.<sup>1</sup> Wie hinlänglich bekannt, führte die SNB am 6. September 2011 einen Mindestkurs für den Franken-/Eurokurs bei CHF 1,20 für 1 Euro ein. Die Maßnahme war die Reaktion auf eine lange und rasante Aufwertungsphase des Frankens, insbesondere gegenüber dem Euro, welche die SNB als nicht mehr verkraftbar für die Schweizer Wirtschaft beurteilte. Am 15. Januar 2015 sah sie den Zeitpunkt gekommen, den Mindestkurs wieder zu aufzugeben.<sup>2</sup>

## Die Zwillingdaten

Ohne den 6. September 2011 hätte es den 15. Januar 2015 nicht gegeben. Eine Beurteilung muss entsprechend beide Daten miteinbeziehen. Der Standpunkt an dieser Stelle ist

\* David Iselin ist wissenschaftlicher Mitarbeiter an der KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich.

<sup>1</sup> Internationale Kritik nach dem 6. September 2011: »beggar-thy-neighbor«-Politik, wettbewerbsverzerrende Unterstützung der Exportwirtschaft, Währungskrieg, Verschärfung der Eurokrise.

Nationale Kritik nach dem 15. Januar 2015: Unnötige Beutelung der Exportwirtschaft und Tourismusindustrie Rezession, Verschärfung der Automatisierung, da es für die Firmen günstiger würde, Maschinen im Ausland zu besorgen, anstatt teure Arbeitskräfte im Inland zu beschäftigen.

<sup>2</sup> Die Verteidigung des Mindestkurses war teuer. Die Devisenanlagen der SNB verdoppelten sich von 280 Mrd. Fr. im August 2011 auf 510 Mrd. Fr. Dezember 2014.

dabei ein konjunktureller, weniger ein geldpolitischer.<sup>3</sup> Er trägt zudem eine nationale Brille, da die Schweizerische Nationalbank gemäß Art. 99 der Schweizer Verfassung, den Auftrag hat, »... eine Geld- und Währungspolitik, die dem Gesamtinteresse des Landes dient ...« zu betreiben.<sup>4</sup> Das heißt, die internationale konjunkturelle Entwicklung wird der Einfachheit halber vernachlässigt. Das in der Verfassung etwas vage gehaltene »Gesamtinteresse« findet im Nationalbankengesetz eine Präzisierung. Bei den Aufgaben (Art. 5) der SNB heißt es: »Die Nationalbank führt die Geld- und Währungspolitik im Gesamtinteresse des Landes. Sie gewährleistet die Preisstabilität. Dabei trägt sie der konjunkturellen Entwicklung Rechnung.«

Sehen wir uns die Preis- und die Konjunktorentwicklung in der Schweiz der letzten dreieinhalb Jahre an. Zuerst die Preisentwicklung: Gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise (LIK)<sup>5</sup> sind in der Schweiz die Preise seit September 2011 um 1,3% gefallen (inkl. Ölpreise). Obwohl die Preisstabilität numerisch nicht explizit ausformuliert wird, ist davon auszugehen, dass die SNB bei Preisstabilität traditionell von einer Inflationsrate von 0–2% ausgeht, nicht von – 1,3%. Oder wie es die SNB selber formuliert:<sup>6</sup> »Die Nationalbank setzt Preisstabilität mit einem Anstieg der Konsumentenpreise von weniger als 2% pro Jahr gleich. Auch Deflation, d.h. ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus, verletzt das Ziel der Preisstabilität.« Ob der Auftrag der Preisstabilität gemäß Eigendefinition somit erfüllt ist, ist vor allem eine Frage der Frist. Das Inflationsziel gilt gemäß SNB nur mittelfristig. Ein Hauptteil der Deflation wurde über sinkende Importpreise importiert. Zudem kann die SNB glaubwürdig argumentieren, dass die Inflation ohne Mindestkurs noch viel tiefer gelegen wäre. Der Kurs war bekanntlich eine Reaktion auf die deflationären Tendenzen in der Schweiz. Die Deflation wird dann eine Gefahr, wenn die Lohn-Preis-Spirale zu drehen beginnt. Dies ist in der Schweiz bisher nicht passiert. Allerdings dürfte die Auflösung des Mindestkurses diese Gefahr zumindest nicht verkleinert haben. Im Januar 2015 sind die Preise in der Schweiz im Monatsmittel um weitere 0,5% gegenüber dem Vormonat gefallen.<sup>7</sup>

Konjunkturell gesehen, hat die Schweizer Wirtschaft sich im internationalen, insbesondere im europäischen Vergleich seit 2011 positiv entwickelt. Das BIP-Wachstum lag in den Jah-

ren 2011–2014 gemäß Schätzungen der KOF praktisch durchgehend bei knapp unter 2%, mit Ausnahme des Jahres 2012 (1,1%). Dies entspricht ziemlich genau dem Potenzialwachstum von rund 2%, mit dem man in der Schweiz rechnet (vgl. Abberger et al. 2015). Welcher Anteil dieses Wachstums auf den Mindestkurs zurückzuführen ist, ist allerdings schwer zu bestimmen. Ein Großteil lässt sich auf die sehr starke Einwanderung zurückführen, ein weiterer auf die internationale Konjunktorentwicklung, die insbesondere in den USA positiver ausfiel, als lange befürchtet wurde. Ein kontrafaktisches Szenario können wir nicht konstruieren, ebenso wenig ein Experiment. Zwar bestünde die Möglichkeit, die Zeit vor dem Mindestkurs als Kontrollgruppe zu nehmen, doch davon wird hier abgesehen.

Was lässt sich also mit Sicherheit sagen? Mit dem Mindestkurs hat die Nationalbank der Schweizer Wirtschaft eine – normalerweise nicht vorhandene – Planungssicherheit, was das Währungsrisiko angeht, geboten. Das heißt, jedes Schweizer Unternehmen konnte – im Wissen, dass es sich um eine temporäre Maßnahme handelt – zumindest für mehrere Monate mit einem fixen Wechselkurs rechnen und gleichzeitig dafür sorgen, dass ein allfälliger Wegfall des Mindestkurses verkraftbar wäre. Die SNB hat der Privatwirtschaft somit letztlich Sicherheit und Zeit verschafft.

Was dadurch gewonnen werden kann, lässt sich an einem anderen Beispiel festmachen. In den letzten drei Jahren hat die Schweizer Wirtschaft nicht nur zwei Frankenschocks erlebt, es gab auch eine politische Entscheidung, nämlich die Annahme der Initiative gegen Masseneinwanderung, welche für große Unsicherheit sorgt. Insbesondere besteht die – berechnete – Befürchtung, dass die Umsetzung der Initiative die bilateralen Verträge mit der Europäischen Union zu Fall bringt. Wie eine Untersuchung der KOF zeigt (vgl. Abberger et al. 2015), schiebt ein substantieller Anteil der Unternehmen aufgrund der Unsicherheit über die zukünftige politische Ausrichtung Investitionen auf, um abzuwarten, wie die Umsetzung der Initiative, für die der Bundesrat ab Annahme (9. Februar 2014) drei Jahre Zeit hat, aussehen wird.

Die Parallelen sind nicht eins zu eins auf den Mindestkurs übertragbar. Doch die ausgeschaltete Währungsunsicherheit dürfte dazu beigetragen haben, dass Firmen Investitionen weder zeitlich (noch geographisch) verschoben haben, anders als bei der Unsicherheit über die wirtschaftspolitische Ausrichtung. Vor Einführung des Mindestkurses gab es Befürchtungen, dass eine De-Industrialisierungswelle auf die Schweiz zukomme. Die Welle kam nicht.

Die »Schadensminimierung«, wie Oliver Landmann im ifo Schnelldienst 19/2011 den SNB-Entscheid nannte, hatte somit mit einer hohen Plausibilität ihren Anteil an der relativ günstigen Konjunktorentwicklung der letzten Jahre. Auch

<sup>3</sup> Die Geldpolitik der SNB besteht selbstverständlich nicht nur aus dem Mindestkurs.

<sup>4</sup> Art. 99 Bundesverfassung (BV), verfügbar unter: [http://www.snb.ch/de/mmr/reference/Bundesverfassung\\_Art\\_99/source/Art\\_99\\_Geld\\_und\\_Waehrung\\_de.pdf](http://www.snb.ch/de/mmr/reference/Bundesverfassung_Art_99/source/Art_99_Geld_und_Waehrung_de.pdf), aufgerufen am 28. Februar 2015.

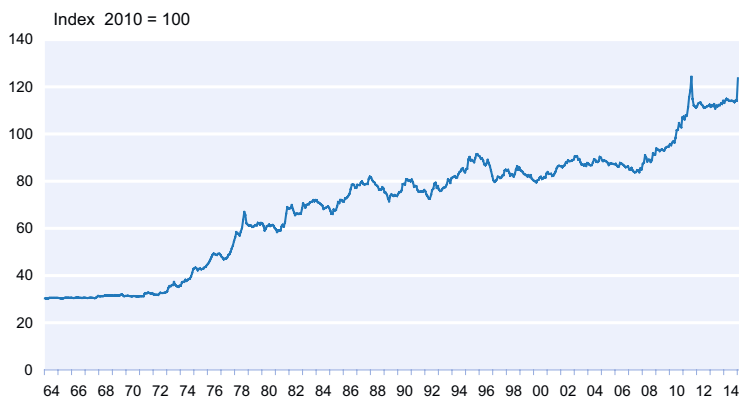
<sup>5</sup> Monatswerte, indiziert auf den Dezemberwert 2010 (= 100). Der Jahresdurchschnitt 2011–2014 beträgt – 0,2%, ohne 2011 – 0,3%.

<sup>6</sup> Vgl. Schweizerische Nationalbank, »Ziele und Aufgaben der Schweizerischen Nationalbank«, verfügbar unter: [http://www.snb.ch/de/i/about/snb/id/snb\\_tasks](http://www.snb.ch/de/i/about/snb/id/snb_tasks), aufgerufen am 28. Februar 2015.

<sup>7</sup> Die Februarzahlen folgen erst nach Abgabe dieses Artikels am 2. März 2015. Es ist davon auszugehen, dass die Preise nochmals stark gefallen sind.



**Abb. 1**  
**Nominaler Frankenkurs<sup>a)</sup>**



<sup>a)</sup> Nominell effektiver Wechselkurs für den Schweizer Franken, handelsgewichtet, basierend auf den Jahren 2008–2010.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

die zu Beginn häufig geäußerte Kritik des »beggar-thy-neighbor« verstummte allmählich, als die Akzeptanz für das Argument der starken Überbewertung stieg. Allerdings ging mit dem Verstummen der Kritik auch eine Art Vergessen einher. Die SNB hatte sich mit dem Mindestkurs (noch) stärker an die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) gebunden, als sie es über die enge wirtschaftliche Verflechtung mit dem Euroraum bereits war. Der Mindestkurs war klar als temporäre Maßnahme für extreme Zeiten deklariert worden.

Die extremen Zeiten scheinen am 15. Januar 2015 offensichtlich ein Ende gefunden zu haben. Die SNB löste den Mindestkurs – und der Franken schoss durch die Decke. In ihrer Heftigkeit waren die Schocks vom 6. September 2011 und dem 15. Januar 2015 über den ganzen Monat betrachtet vergleichbar – unter anderen Vorzeichen. Gemäß der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich fiel die abrupte Abwertung (nominell) im September 2011 ungefähr genauso stark wie die abrupte Aufwertung im Januar 2015 aus. Sie betrug rund 8% (vgl. Abb. 1). Wie aus Abbildung 1 auch ersichtlich wird, konnte sich der Frankenkurs zum Euro nicht von der 1,20-Grenze lösen – im Gegenteil, er klebte geradezu daran. Auch wenn der Franken gemäß gängiger Wechselkurskonzepte als überbewertet gilt, musste die SNB damit rechnen, dass der Franken nach Auflösung des Mindestkurses stark aufwerten würde.

### Gab es Anzeichen für den Entscheid?

Über die genauen Gründe wurde viel spekuliert (vgl. Rathke und Sturm 2015). Ob die anstehende Entscheidung des »Quantitative Easing«-Programms (QE) der EZB das entschei-

dende Kriterium war, ist von außen schwer zu sagen. Dass das QE kommen würde, war länger bekannt. Letztlich ging es nur um die genaue Höhe.

Vor beiden Entscheidungsdaten stieg der Frankenkurs, soweit er das in der Zeit nach dem 6. September überhaupt tun konnte. Das galt angesichts der starken und vor allem extrem raschen Aufwertung insbesondere für den August/September 2011, aber es galt auch für den Dezember/Januar 2014/15.

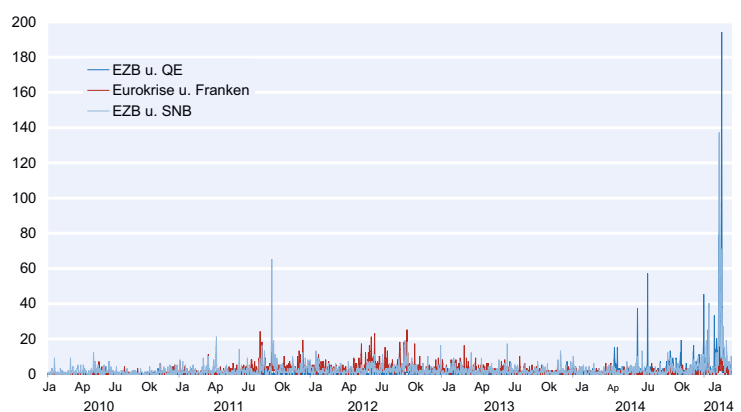
Für eine laufende Forschungsarbeit (vgl. Iselin 2015) benutze ich das Online-Archiv für deutschsprachige Medien, Genios, um eine Art Unsicherheitsindikator zu konstruieren, um die Geschäftslage der Industrie vorherzusagen.

Mit Stichwortsuchen nach »EZB+SNB« sowie »QE+EZB« und »Eurokrise+Franken« lässt sich die Gerüchteküche rund um den Mindestkurs ansatzweise erfassen. Die Berichterstattung zu den genannten Schlagworten ging vor den Entscheiden hoch (vgl. Abb. 2). Dies ist nicht weiter überraschend, bilden die Medien doch die Wirtschaftsentwicklung ab. Bereits vor den Entscheiden häuften sich die Berichte. Spitzen gab es allerdings auch 2009, als die Nationalbank massiv an den Devisenmärkten interveniert hatte, ohne großen Erfolg, was das Drücken des Frankens anbelangte.

### Was folgt?

Bisher war viel von der Vergangenheit die Rede. Doch was folgt konjunkturell in der näheren Zukunft? Wie Boriss Siliverstovs (2015) in einem KOF Working Paper zeigt, manifestieren sich erste Effekte einer Wechselkursverände-

**Abb. 2**  
**Der Franken in den Medien**



Quelle: Genios; Berechnung des Autors.

rung in der Schweizer Realwirtschaft bereits nach einem Monat, wobei der Effekt nach 13 Monaten praktisch vollständig verschwunden ist – ob dies auch für den Mindestkurs gilt, ist eher unwahrscheinlich, hier werden die Effekte bis zu seinem Ende nachgewirkt haben. Den stärksten Einfluss sieht man gemäß Siliverstovs' Analyse zwischen sechs bis neun Monaten nach einer Wechselkursveränderung. Das heißt für die jetzige Situation, dass die vollen Konsequenzen des SNB-Entscheids frühestens im Sommer zu sehen sein werden. Dies deckt sich mit der aufdatierten Konjunkturprognose der KOF Konjunkturforschungsstelle, die mit einer kurzen Rezession in der Schweiz im Sommerhalbjahr rechnet. Wichtig zu erwähnen ist dabei jedoch, dass die Prognose von einer Euro-/Frankenparität ausgeht.

Das von der KOF berechnete Konjunkturbarometer, ein Vorlaufindikator für die Wirtschaftsentwicklung in der Schweiz, sackte im Februar um 6% ab. Der Rückgang wurde erwartet, er war allerdings nicht so groß wie befürchtet. Im Jahr 2011, vor Einführung des Mindestkurses, verlor das Barometer beinahe 10%. Dass es nicht so schlimm gekommen ist, wie befürchtet, heißt allerdings noch nicht, dass alles gut ist. Die Beschäftigungserwartungen in der Industrie sind beispielsweise hoch korreliert mit dem Frankenkurs. Und die Erwartungen entsprechen in der Regel relativ genau der späteren Beschäftigungsentwicklung, wie Erfahrungen mit dieser Datenreihe zeigen.

In den monatlichen Konjunkturumfragen der KOF werden u.a. die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes und der Finanzindustrie befragt, ob sie planen, in den nächsten drei Monaten die Zahl ihrer Beschäftigten auf- oder abzubauen, oder sie die Beschäftigung gleich belassen wollen. Aus den Antworten zu dieser Frage lässt sich ein Saldo errechnen, welcher als Vorlaufindikator für die tatsächlichen Beschäftigungsveränderungen der nächsten Monate dienen kann. Der Saldo ergibt sich als Differenz zwischen dem Anteil der Unternehmen, die die Beschäftigung erhöhen, und dem Anteil der Unternehmen, die die Beschäftigung senken wollen. Planen beispielsweise 10% der Unternehmen eine Erhöhung der Beschäftigung und 20% einen Abbau – während die restlichen 70% den Bestand unverändert belassen wohl – dann beträgt der Saldo – 10%.

In der Februarumfrage zeigte sich für die Unternehmen der Industrie ein deutlicher Absturz des Saldos. Lag er im Januar noch bei – 4,5, sank er nach der Aufhebung des Mindestkurses auf – 25. Im Februar gab es also deutlich mehr Industrieunternehmen, welche die Beschäftigung in den nächsten drei Monaten reduzieren wollen als solche, welche die Beschäftigung erhöhen wollen. Ein solches Einbrechen der Beschäftigungserwartungen der Industriefirmen wurde zuletzt Ende 2008 verzeichnet. Bei den Finanzdienstleistern

zeigt sich ein ähnlicher Rückgang der Beschäftigungserwartungen wie in der Industrie.

Es könnte also »schmutzig« werden. Allerdings hängt die weitere Entwicklung stark vom Frankenkurs in den nächsten Monaten ab, so dass vieles Spekulation bleibt. Die Schweizerische Nationalbank hat sich entschieden, gegen und gleichzeitig mit dem internationalen Strom zu schwimmen. Weltweit halten Zentralbanken von Japan bis Dänemark sinkenden Inflationsraten – und einer eher schlep-penden Konjunktur – eine expansive Geldpolitik entgegen. Die SNB, die die Einführung 2011 noch mit der Deflationsgefahr begründet hatte, verfolgt mit ihrem Regime-wechsel einen restriktiveren Kurs, auch weil die Inflation von einem tiefen Niveau aus am Steigen war und die Konjunktur hierzulande gut lief. Man könnte somit sagen, sie hat die Geldpolitik normalisiert, allerdings in nicht-normalen Zeiten.

Die Aufwertung des Frankens, wie Ernst Baltensperger (2013), der geldtheoretische Ziehvater vom jetzigen SNB-Präsidenten Thomas Jordan an der Universität Bern, sagte, gründet vor allem auf dem »Erfolg« der Schweizer Volkswirtschaft. Geht es konjunkturell etwas bergab, könnte der Druck auf den Franken abnehmen, dies würde aber voraussetzen, dass der Haupttreiber der Aufwertung – die Suche von Investoren nach sicheren Anlageklassen – sich verschiebt. Zwar gibt es erste Anzeichen, dass wieder vermehrt Dollar nachgefragt werden, doch weltweit gibt es auf dem Währungsmarkt wenige so attraktive Währungen wie den Franken. Mit der Aufgabe des Mindestkurses zum jetzigen Zeitpunkt spekuliert die SNB auf einen baldigen Attraktivitätsverlust des Frankens. Wo der genau herkommen soll, ist vielen unklar. Die SNB würde hingegen argumentieren: Er wird von den Negativzinsen her kommen.

## Literatur

Abberger, K., Y. Abrahamsen, T. Bolli, A. Dibiasi, P. Egger, A. Frick, M. Graff, F. Hälg, D. Iselin, S. Sarferaz, J. Schläpfer, M. Siegenthaler, B. Simons-Süer, J.-E. Sturm und M. Tarlea (2015), *Der bilaterale Weg – eine ökonomische Bestandsaufnahme*, KOF Studien, 58, Zürich, verfügbar unter: <http://www.kof.ethz.ch/de/publikationen/p/kof-studien/3571/>.

Baltensperger, E. (2013), »Die Eurokrise und der Schweizer Franken«, *Die Volkswirtschaft*, verfügbar unter: <http://www.dievolkswirtschaft.ch/editions/201301/Baltensperger.html>, aufgerufen am 2. März 2015.

Iselin, D. (2015), »Nowcasting the Business Situation of the Industry Sector with a MIDAS approach and Media Data«, KOF Working Papers, forth coming.

Landmann, O. (2011), »Mindestkurs für den Schweizer Franken: Gefährlicher Interventionismus der SNB?«, *ifo Schnelldienst* 64(19), 3–16, verfügbar unter: <https://ideas.repec.org/a/ces/ifosdt/v64y2011i19p03-16.html>, aufgerufen am 2. März 2015.

Rathke, A. und J.-E. Sturm (2015), »Der Abschied von der Untergrenze«, Kommentar zum Nationalbank-Entscheid vom 15. Januar 2015, *Ökonomenstimme*, 30. Januar, verfügbar unter: <http://www.oekonomenstimme>.

org/artikel/2015/01/der-abschied-von-der-untergrenze-kommentar-zum-nationalbank-entscheid-vom-15-januar-2015/, aufgerufen am 2. März 2015.

Silverstovs, B. (2015), »The Franc Shock and Swiss GDP: How Long Does It Take to Start Feeling the Pain?«, KOF Working Papers No. 373, Zürich, Februar, verfügbar unter: <http://www.kof.ethz.ch/publikationen/p/kof-working-papers/373/>, aufgerufen am 2. März 2015.



Oliver Landmann\*

## Nach dem Franken-Schock: Welche Strategie verfolgt die Schweizerische Nationalbank?

### Die Schweiz im Banne des klassischen Trilemmas

Der Druck, dem der Schweizer Franken als sicherer Hafen für risikoscheues Kapital seit jeher ausgesetzt war, hat sich mit dem Ausbruch der Weltfinanzkrise von 2008 akzentuiert und seither nicht mehr nachgelassen. Diesem Druck kann die schweizerische Nationalbank (SNB) nicht enttrinnen. Sie kann höchstens versuchen, ihn durch geeignete Signale an die Märkte zu begrenzen. Vor allem aber beeinflusst sie mit der Wahl ihrer Strategie, an welcher Stelle und in welcher Form der Druck spürbar wird und wie viel Schaden er verursacht. Die Schweiz erlebt hautnah, was die Lehrbücher der internationalen Makroökonomie als »Trilemma« beschreiben: Eine uneingeschränkte internationale Mobilität des Kapitals, ein stabiler Wechselkurs und eine autonome Kontrolle der Zentralbankbilanz sind für eine kleine offene Volkswirtschaft nicht unter einen Hut zu bringen. Sondern sie muss immer eines der drei Anliegen den beiden anderen opfern. Der freie Kapitalverkehr steht für eine Volkswirtschaft, deren Finanzplatz global mitspielt und einen bedeutenden Beitrag zur Wertschöpfung leistet, nicht ernsthaft zur Debatte. Damit schrumpft das Trilemma zu einem Dilemma: Die SNB muss entscheiden, ob sie am Devisenmarkt die Frankenpräferenz der globalen Anleger mit einem elastischen Frankenangebot akkommodiert oder ob sie dem Devisenmarkt fernbleibt und den Ausgleich von Angebot und Nachfrage allein dem Wechselkurs überlässt.

Als sich die Finanzkrise ab 2010 zur europäischen Schuldenkrise ausweitete, verstärkte sich der Druck auf den Schweizer Franken massiv. Verunsicherte Eurobesitzer drängten in den viel kleineren Markt für Frankenanlagen und erschwerten damit die Aufgabe der SNB zusätzlich. Diese versuchte eine Weile lang, einen Mittelweg zwischen Auf-

\* Prof. Dr. Oliver Landmann ist Ordentlicher Professor für Makroökonomie an der Universität Freiburg i.Br.

wertung und Bilanzausweitung zu finden, konnte aber weder das eine noch das andere verhindern. Von September 2008 bis August 2011 verdreifachten sich die Devisenreserven der SNB. Trotzdem stieg der Franken-Wechselkurs gegenüber dem Euro gleichzeitig um 40%. Für die stark auf den Euroraum ausgerichtete schweizerische Exportwirtschaft bedeutete dies eine existenzielle Herausforderung, der Volkswirtschaft insgesamt drohte eine Deflation auf breiter Front.

Vor diesem Hintergrund entschied sich die SNB im September 2011 zur Flucht nach vorne: Sie legte einen Mindestkurs von Fr. 1,20 pro Euro fest und bekräftigte ihre Entschlossenheit, diese Marke mit unbegrenzten Mitteln zu verteidigen. Das implizite Kalkül war, dass die Glaubwürdigkeit der Wechselkursbindung weitere spekulative Kapitalzuflüsse entmutigen und damit das Volumen der zur Durchsetzung der Kursvorgabe erforderlichen Devisenmarktinterventionen in Grenzen halten würde. Die Stabilisierung des Wechselkurses gelang. Allerdings musste die SNB dafür anfänglich nochmals erhebliche Devisenmengen aus dem Markt nehmen. Erst ab der zweiten Hälfte 2012 stabilisierten sich ihre Fremdwährungsguthaben auf hohem Niveau bis gegen Ende 2014. Als sich der Nachfragedruck Anfang 2015 erneut intensivierte, zog die Notenbankleitung die Reißleine und gab den Wechselkurs frei. Der Franken schnellte augenblicklich in die Höhe und pendelte sich danach bis Ende Februar bei etwa Fr. 1,07 pro Euro ein – eine Aufwertung von knapp 15%.

### Eine Straffung der Geldpolitik war makroökonomisch nicht indiziert

Was bewog die SNB zu diesem Schritt? Und warum gerade jetzt? Die Erklärungen der SNB-Führung selbst waren zunächst eher dürr und wenig erhellend. Klar war nur: Das Narrativ, mit dem die Kursuntergrenze zuvor begründet worden war, hatte seine Gültigkeit nicht eingebüsst. Es gab keinerlei makroökonomische Indikation, dass eine Inflation, eine Überhitzung der Wirtschaft oder sonst etwas drohte, was nach einer Straffung der Geldpolitik, geschweige denn nach einer eigentlichen deflationären Schockbehandlung verlangt hätte (vgl. Tab. 1): Die Inflationsrate, die in den Jahren 2012 und 2013 noch negativ war, erreichte 2014 eben

erst wieder die Nulllinie. Für das laufende Jahr deutet nach dem Franken-Schock alles auf einen erneuten Rückgang des Preisniveaus hin. Die konjunkturelle Lage, in Tabelle 1 gemessen durch die Produktionslücke, hat sich seit 2011 kontinuierlich abgekühlt; seit 2012 liegt die Produktion ununterbrochen unterhalb des Produktionspotenzials. Warum also das bruske Bremsmanöver der Geldpolitik?

Was sich geändert hat, und darauf verwies die SNB zur Begründung ihres Schritts ausdrücklich, ist das internationale Umfeld. Die Eurozone verharrt weiterhin am Rande der Deflation und weckt – bei allen Unterschieden zwischen ihren Mitgliedern – derzeit noch kaum Hoffnungen auf eine durchgreifende realwirtschaftliche Erholung. Demgegenüber festigt sich in den USA die konjunkturelle Erholung zusehends – mit der Folge, dass die Perspektiven für die Geldpolitik in den beiden großen Währungsräumen kaum gegensätzlicher sein könnten. In den USA wurde das »Quantitative Easing« eingestellt, und der Ausstieg aus der Nullzinspolitik ist absehbar, wogegen die Europäische Zentralbank (EZB) mit ihrem eigenen »Quantitative Easing« gerade erst beginnt. Die Devisenmärkte haben auf diese Konstellation lehrbuchmäßig reagiert und die Bewertung des US-Dollar im Verhältnis zum Euro deutlich angehoben. Durch seine Anbindung an den Euro hat der Schweizer Franken die Abwertung gegenüber dem Dollar mitmachen müssen. Hierin kann man eine Lockerung der monetären Bedingungen in der Schweiz erblicken, die zum Zeitpunkt der Festlegung des Mindestkurses sicherlich nicht beabsichtigt war. Allerdings hielten sich die Auswirkungen auf den globalen realen Außenwert der Schweizer Währung in engen Grenzen. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, bewegte sich der reale effektive Wechselkurs des Franken zwischen 2012 und 2014 praktisch seitwärts. Ein akuter Handlungsbedarf zur Korrektur des realen Außenwerts wird von dieser Entwicklung nicht angezeigt.

### Wie viel Bilanzwachstum kann sich die SNB leisten?

Die Freigabe des Wechselkurses ist somit nur als präemptive Maßnahme im Hinblick auf die zu erwartende weitere Entwicklung der monetären Bedingungen in der Eurozone zu verstehen. Dass die Bindung an den Euro nicht auf Dauer angelegt war, hatte die SNB von Anfang an klar gemacht.

**Tab. 1**  
**Makroökonomische Indikatoren für die Schweiz, 2009–2015**

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Inflationsrate <sup>a)</sup>	-0,5	0,7	0,2	-0,7	-0,2	0,0 <sup>c)</sup>	0,0 <sup>c)</sup>
Produktionslücke <sup>a)</sup>	-1,0	0,1	0,1	-0,6	-0,6	-1,1 <sup>c)</sup>	-1,5 <sup>c)</sup>
Realer effektiver Wechselkurs <sup>b)</sup>	100,8	105,9	116,3	112,5	110,7	111,4	118,5 <sup>d)</sup>

<sup>a)</sup> Jeweils in %. – <sup>b)</sup> Januar 2009 = 100. – <sup>c)</sup> OECD-Prognosen, Nov 2014, unter der Annahme eines unveränderten Wechselkurses. – <sup>d)</sup> Januar 2015, nach Freigabe des Euro-Wechselkurses.

Quelle: OECD; SNB.

Und dass sie ihre Strategie gerade dann auf den Prüfstand stellen muss, wenn sich die EZB anschickt, eine Richtung einzuschlagen, welche die Schweiz nicht auf Dauer mitgehen wollen kann, leuchtet ebenfalls ein. Hierin liegt denn auch die unmittelbare Ursache für die erneuten Zweifel der Märkte, die im Vorfeld der Kursfreigabe die Entschlossenheit der SNB mit umfangreichen Portfolio-Umschichtungen vom Euro in den Franken testeten.

Dass die SNB diesmal relativ schnell einknickte, dem Druck der Märkte nachgab und dafür in Kauf nahm, dass der Wechselkurs in die Höhe schoss, hatte nichts damit zu tun, dass ihre Munition knapp geworden wäre. Einer Zentralbank, die sich gegen eine Aufwertung ihrer Währung wehrt, geht die Munition nie aus, denn sie kann Nachschub ja selbst unbeschränkt herstellen. Die SNB argumentiert vielmehr, dass sie gar keine andere Wahl hatte. Denn sonst hätte sie riskiert, die Kontrolle über ihre Bilanz zu verlieren, was sie als untragbare Hypothek für ihre künftige Stabilitätspolitik empfunden hätte (vgl. Jordan 2015).

Die SNB hat ihre Bilanz durch ihre Devisenmarktinterventionen der vergangenen fünf Jahre stärker aufgebläht als jede andere Zentralbank eines Industrielands. Es ist daher keine Überraschung, dass die angemessene Größe und Zusammensetzung der Zentralbankbilanz zu einem Thema wurden. Trotzdem stellt sich die Frage, ob es gerechtfertigt ist, makroökonomische Instabilität in der Gegenwart zu provozieren, um möglichen Risiken in der Zukunft vorzubeugen. Ist es vernünftig, seine Heizung im Winter zurückzufahren, nur weil man befürchtet, der nächste Sommer könnte die Klimaanlage überfordern?

Eine Sorge, die die SNB mit allen anderen Zentralbanken teilt, die sich in den vergangenen Jahren zu einer substanziellen Ausweitung ihrer Bilanzen gezwungen sahen, ist die Sorge um die Bewahrung der Finanzstabilität. In der Schweiz steht vor allem die Befürchtung im Vordergrund, dass die Liquidität, mit der die SNB durch ihre Devisenmarktinterventionen das Bankensystem geflutet hat, zu einer unkontrollierten Kreditexpansion im Immobiliensektor und damit früher oder später zu einer spekulativen Immobilienblase führen könnte. Ob ein absehbarer Konflikt zwischen Finanzstabilität und makroökonomischer Stabilität Grund genug für eine präemptive Straffung der Geldpolitik ist, oder ob er nicht eher durch flankierende makroprudenzielle Maßnahmen – wie sie die SNB ja auch bereits ergriffen hat – entschärft werden sollte, wird kontrovers diskutiert (vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2014; Landmann 2014).

Zu einem besonders heiklen Thema wurde das Bilanzmanagement für die SNB auch deswegen, weil es in der Schweiz längst zu einem öffentlichen Politikum geworden ist. Erst im Herbst 2014 hatten die Schweizer Stimmberechtigten über eine Volksinitiative abgestimmt, die mit einem vorgeschrie-

benen Mindestanteil von Gold an den Aktiven der SNB einen massiven Eingriff in die Gestaltungsspielräume der Geldpolitik bedeutet hätte. Obwohl die Initiative abgelehnt wurde, hat sie doch schlaglichtartig vor Augen geführt, dass die Autonomie der SNB in Bezug auf das Management ihrer eigenen Bilanz jederzeit in Frage gestellt werden kann. Für eine geldpolitische Strategie, die darauf angewiesen war, den Märkten glaubhaft signalisieren zu können, dass man zur Verteidigung der Kursuntergrenze nötigenfalls unbeschränkte Mittel einzusetzen bereit ist, war dies ein schwerer Schlag.

Der politische Druck, dem die SNB dabei ausgesetzt ist, betrifft weniger die technischen Aspekte der Stabilitätspolitik an sich als die Vermögensrisiken, die durch die Anhäufung von Fremdwährungspositionen in der Bilanz entstehen. Akzentuiert wird das Problem dadurch, dass die Bewertungsgewinne und -verluste in der laufenden Erfolgsrechnung ausgewiesen werden müssen, und dass sowohl private Aktionäre als auch die Kantone der Schweiz am Geschäftsergebnis beteiligt sind und daher an der laufenden Ertragslage lebhaft interessiert sind. Theorie und Praxis der Geldpolitik lassen indessen nicht den geringsten Zweifel daran, dass das kommerzielle Ergebnis einer Zentralbank bedingungslos hinter dem Stabilitätsauftrag zurückzustehen hat. Man könnte zwar aus Sicht der SNB die Frage stellen, ob es nicht ein langfristig rentables Geschäftsmodell sein müsste, wenn man kostenlos ein Medium herstellen kann, das Investoren weltweit als Wertaufbewahrungsvehikel so begehren, dass sie dafür nicht nur keinen Zins einfordern, sondern sogar eine Gebühr in Form eines Negativzins zu bezahlen bereit sind. Aber so wenig eine Zentralbank nach dem Modell eines Staatsfonds operieren sollte, so wenig dürfen die finanziellen Interessen ihrer Dividendenempfänger die Wahrnehmung ihres Stabilitätsauftrags kontaminieren. Wenn die politischen und institutionellen Rahmenbedingungen die gebotene Hierarchie der Prioritäten in Frage stellen, liegt der Handlungsbedarf bei den Rahmenbedingungen und nicht bei der Geldpolitik.

### Fazit: Gefragt ist eine geldpolitische Strategie

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 eine geldpolitische Strategie über Bord geworfen, mit der die Schweiz drei Jahre lang insgesamt gut gefahren ist. Dass diese Strategie früher oder später zu überprüfen und anzupassen sein würde, war immer klar. Weniger klar war demgegenüber, zu welchem Zeitpunkt dies zu geschehen habe und durch welche andere Strategie die Euro-Anbindung des Franken abgelöst werden könnte. Diese zweite Frage ist auch heute noch offen. Was die Autonomie wert ist, welche die SNB mit ihrer 180°-Kehrtwende zurückgewonnen hat, wird sich erst noch zeigen müssen. Denn Erschütterungen, die zu größeren Portfolioverschiebungen zwischen Währun-

gen führen, wird es mit Sicherheit weiterhin geben. Unter diesen Voraussetzungen ist die faktische »Autonomie« der Zentralbank einer kleinen offenen Volkswirtschaft mit einer eigenen Währung äußerst limitiert. Dass die makroökonomische Stabilisierung der Schweiz auf die Dauer mit einer Politik des »benign neglect« gegenüber dem Wechselkurs gelingen kann, glaubt auch die SNB nicht. Bereits hat sie ihre Bereitschaft erklärt, nötigenfalls erneut in den Devisenmarkt einzugreifen. Offen ist die Frage, wie viel nachhaltigen Erfolg sie damit haben kann, nachdem sie aller Welt kundgetan hat, dass mit dem aktuellen Bilanzvolumen eine Schmerzgrenze erreicht ist. Wechselkursmanagement, gleich welcher Art, muss sich auf eine glaubwürdige Konditionierung der Erwartungen stützen können. Diese wiederum setzt eine glaubwürdige und transparente geldpolitische Strategie voraus. Eine solche ist derzeit noch nicht erkennbar oder zumindest nicht nach außen kommuniziert. Hier bleibt eine Bringschuld, um deren Einlösung die SNB nicht herumkommen wird.

### Literatur

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2014), 84. *Jahresbericht*, Basel.

Jordan, Th. (2015), »Switzerland at the Heart of Europe: Between Independence and Interdependence«, Vortrag an der Université libre de Bruxelles, 17. Februar 2015.

Landmann, O. (2014), »Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?«, *Wirtschaftsdienst* (9), 611–615.



Rudolf Minsch\*

## Die Frankenaufwertung: Kurzfristig schlecht, langfristig gut

### Einführung und Aufhebung der Wechselkursuntergrenze

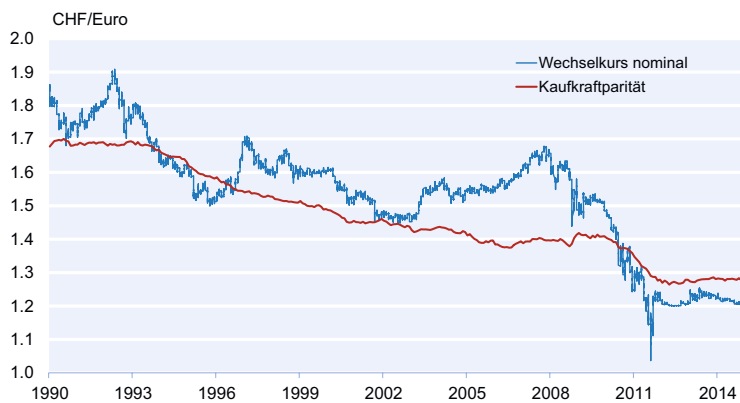
Am 15. Januar 2015 hat die Schweizerische Notenbank (SNB) überraschend die Wechselkursuntergrenze von 1,20 Franken zum Euro aufgegeben. In der Folge wertete sich der Franken rasch und stark auf, so dass ein Euro in den ersten Tagen nach der Freigabe mehr oder weniger einen Franken kostete.

Damit erlebte die Schweiz ein Déjà-vu. Bereits 2011 war sie durch eine rasante Wechselkursentwicklung geschockt worden: Der Frankenkurs sackte zum Euro in den Sommerwochen bis auf ein Minimum von 1,0277 ab. Damit hatte sich der Franken zu diesem Zeitpunkt innert eineinhalb Jahren gegenüber dem Euro um rund 30% aufgewertet. Wäre der Wechselkurs damals auf diesem Niveau verharrt, wären viele Betriebe in existenzielle Nöte geraten, denn Aufwertungschocks in dieser Größenordnung überfordern die kurzfristige Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft. Mit der Einführung der Wechselkursuntergrenze verhinderte die SNB Schlimmeres. Die Überbewertung des Frankens wurde so auf einem Niveau gehalten, auf dem die meisten Unternehmen durch kostenseitige Maßnahmen und durch Forcierung der Innovation eine faire Chance erhielten, innert nützlicher Zeit wieder profitabel zu werden.

Der Sachverhalt lässt sich auch anhand der Entwicklung der Kaufkraftparität Franken-Euro verdeutlichen. Die Kaufkraftparität liegt derzeit – gemäß einer Schätzung mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells unter Verwendung von Produzentenpreisen – bei etwa 1,28 Franken zum Euro. Obwohl solche Schätzungen einen großen Unsicherheitsbereich aufweisen, zeigt der Verlauf in den letzten Jahren die Problematik doch deutlich: Der Franken war bis zum ersten Hö-

\* Prof. Dr. Rudolf Minsch ist Chefökonom und Mitglied der Geschäftsführung bei *economiesuisse*, dem Dachverband der Schweizer Unternehmen.

Abb. 1

**Wechselkurs und Kaufkraftparität**

Quelle: Macrobond; Berechnungen des Autors.

hepunkt der Finanzmarktkrise im Jahr 2008 gegenüber dem Euro tendenziell unterbewertet. Ein Grund für diese Schwäche lag in der großen Nachfrage nach Frankenkrediten, die vor allem in Osteuropa zu Hypothekarkrediten verwendet wurden. Nach 2008 wertete sich der Franken zunächst allmählich und dann ab 2010 sehr rasch und stark auf, so dass im Sommer 2011 eine massive Überbewertung resultierte. Da die Inflationsrate der Eurozone zwischen 2011 und 2014 nicht mehr stark von der schweizerischen abwich, stagnierte die Kaufkraftparität in dieser Zeit. Folglich kann seit der Aufgabe der Wechselkursuntergrenze wieder eine massive Überbewertung des Frankens beobachtet werden.

Neben der Überbewertung ist mit dem unerwarteten Übergang zu flexiblen Wechselkursen ein zweiter Nachteil verbunden: Die Planungssicherheit fällt weg. Weil die Notenbank die Wechselkursuntergrenze 40 Monate lang rigoros verteidigte, pendelten sich auch die Erwartungen auf diesem Niveau ein. Verständlicherweise waren deshalb im Januar 2015 auch viele Exportunternehmen nicht oder nur teilweise gegen Währungsrisiken abgesichert. Schließlich hatte die Notenbank noch im Dezember kommuniziert, dass sie die Wechselkursuntergrenze im Markt weiterhin entschieden durchsetzen werde.

### Gründe für die Aufgabe der Wechselkursuntergrenze

Seit der Einführung der Wechselkursuntergrenze im Jahr 2011 war zwar klar, dass es sich um eine temporäre Maßnahme handeln würde. Weshalb aber entschied sich die Notenbank gerade im Januar 2015 dazu, sie wieder aufzuheben?

Erstens notierte der Franken seit Ende August 2014 nur noch knapp über 1,20 zum Euro. Die Untergrenze war quasi zum fixen Wechselkurs mutiert. Zunächst hatte die »Gold-

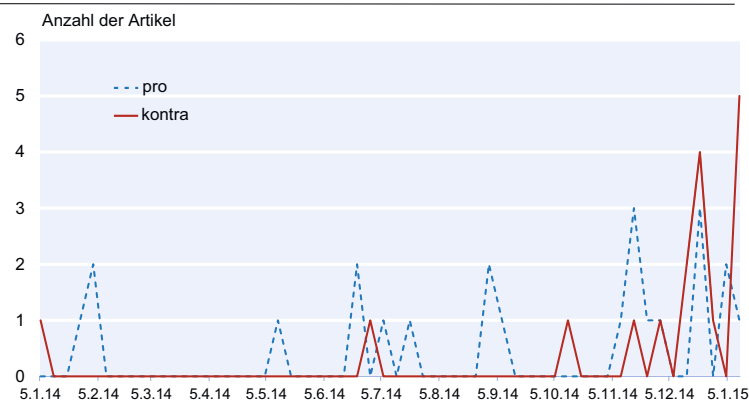
initiative«, die Ende November zur Abstimmung gelangte, die Märkte interessiert. Diese verlangte, dass die SNB 20% ihrer Aktiven in Gold halten müsse und dieses keinesfalls mehr verkaufen dürfe. Die Kombination von Gold und Franken erschien verlockend. Es wurde erwartet, dass bei einem Ja zur Initiative die Wechselkursuntergrenze fallen würde. Die Banken registrierten ein großes Interesse von internationalen Anlegern, die bisher noch nie in die Schweizer Währung investiert hatten. Der Franken rutschte jedenfalls durch die Goldinitiative wieder in den Fokus der Finanzmärkte und wertete sich bis zur Untergrenze von 1,20 auf. Der Kurs bewegte sich in den nächsten Wochen kaum, auch weil die mit der Ukraine-Krise verbundene Unsicherheit die Nachfrage hoch hielt. Schließlich kündigte die SNB im Dezember 2014 an, Negativzinsen einzuführen. Doch auch diese Maßnahme stoppte den Druck auf den Franken nicht nachhaltig.

Zweitens standen die Wahlen in Griechenland kurz bevor. Es zeichnete sich ab, dass Ende Januar 2015 die radikale Linkspartei Syriza an die Macht kommen und der Verbleib Griechenlands in der Eurozone wieder zum Thema werden würde.

Drittens ließen die Ankündigungen des Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), Mario Draghi – ganz im Sinne einer Politik der »forward guidance«, also einer frühzeitigen Vorbereitung der Märkte auf geldpolitische Entscheidungen – kaum Zweifel darüber aufkommen, dass die EZB Staatsanleihen und Firmenanleihen im großen Stil aufkaufen und die Märkte mit Euros fluten würde. Im Januar zeichnete sich immer deutlicher ab, dass die Führung der EZB eine ultraexpansive Geldpolitik nach dem Vorbild des Fed plante mit einem langfristigen Programm, das den Euro nachhaltig schwächen würde.

Viertens wurde in der Schweiz um den Jahreswechsel herum intensiver darüber diskutiert, ob die Wechselkursuntergrenze noch gerechtfertigt sei. Durch die Fremdwährungskäufe zur Abschwächung des Frankens hatte sich die Bilanz der SNB stark aufgebläht und näherte sich Ende 2014 der Größenordnung des Bruttoinlandsprodukts. Auch wenn die Notenbank kein technisches Limit für Fremdwährungskäufe beachten muss, zeichneten sich die Grenzen der politischen Akzeptanz immer deutlicher ab. So berichteten die Medien zunehmend kritischer und fragten sich, wie lange die Notenbank die Untergrenze sinnvollerweise noch verteidigen könne oder wolle. Auch mehrten sich die kritischen Stimmen aus Politik und Kreisen der Wirtschaft. Dies zeigt eine Auswertung der Artikel in den deutschsprachigen Schweizer Sonntagszeitungen im Zeitraum zwischen dem

Abb. 2

**Presseauswertung pro/kontra Mindestkurs in deutsch-schweizer Sonntagszeitungen**

Quelle: economiesuisse, Auswertung basierend auf Daten von Swissdox.

5. Januar 2014 und dem 11. Januar 2015. Während des Jahres 2014 kamen in den Sonntagsmedien kaum Stimmen zu Wort, die der Mindestkursuntergrenze kritisch gegenüber standen. Wenn über die Untergrenze berichtet wurde, dann waren die Aussagen großmehrheitlich positiv. Dies änderte sich im Dezember 2014 und vor allem im Januar 2015: Die Sonntagszeitungen berichteten nicht nur häufiger, sondern auch mehrheitlich negativ über die SNB-Politik. Die Akzeptanz im Inland bröckelte.

Zusammengefasst präsentierte sich die Lage für die SNB im Januar 2015 wie folgt: Es bestand keine Aussicht auf ein besseres außenwirtschaftliches und politisches Umfeld, das eine Rückkehr zu einem flexiblen Wechselkurs in geordneten Bahnen erlaubt hätte (der Euro würde sich gegenüber dem Franken aufwerten, und die SNB könnte die Politik der Wechselkursuntergrenze ohne große Wechselkursbewegungen aufheben). Zur weiteren Verteidigung der Wechselkursuntergrenze hätte die SNB Fremdwährungskäufe in einer Größenordnung einsetzen müssen, die im Inland kaum noch akzeptiert worden wäre. So entschied sich die Nationalbank zur Aufgabe der Wechselkursuntergrenze.

### Unterschiede zwischen 2011 und 2015

Der Frankenschock 2015 zeigt einige Parallelen zur starken Aufwertung im Jahr 2011. In beiden Jahren führten die Wechselkurse zu einer starken Verteuerung von Schweizer Waren und Dienstleistungen in Euro. Der Frankenschock bewirkte deshalb im Export einen Kostenschock. Doch sind zwei wichtige Unterschiede zwischen 2015 und 2011 zu vermerken. Erstens sind die Wachstumsaussichten für die Eurozone aktuell deutlich besser als im Jahr 2011. Damals rutschte sie in eine Rezession, und es wurde ernsthaft über ihr baldiges Auseinanderbrechen spekuliert. Neben dem Währungsschock mussten Schweizer Exportunternehmen deshalb zusätzlich mit ei-

nem Nachfragerückgang fertig werden. Demgegenüber ist das Wirtschaftswachstum in Europa 2015 zwar mäßig, aber es ist kein Einbruch zu befürchten. Zweitens wächst die US-Wirtschaft robust. Parallel zum schrittweisen Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik der Fed hat sich der Dollar aufgewertet. Auch diese Entwicklung verlief 2011 ganz anders. Damals gab es für Anleger, die einen sicheren Hafen suchten, sehr wenige Alternativen zum Franken. 2015 kann der Dollar diese Rolle wieder übernehmen und zieht somit bei Krisen Kapital an. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass der bereits stark überbewertete Franken in absehbarer Zeit weiter an Wert zulegen wird. Mit anderen Worten präsentiert

sich die Situation 2015 – obwohl ein massiver Kostenschock vorliegt – deutlich besser als 2011.

### Auswirkungen des Frankenschocks auf die Schweizer Wirtschaft

Der Frankenschock betrifft die gesamte Wirtschaft. Die betriebliche Betroffenheit nimmt allerdings ab, je größer die Vorleistungen aus dem Ausland, je stärker die geographische Diversifikation und je größer die Preissetzungsmacht ist. Damit ist die Frankenstärke vor allem für Unternehmen problematisch, die einen großen Kostenblock in Schweizer Franken aufweisen, stark auf den europäischen Markt ausgerichtet sind und deren Produkte sich wenig von jenen der ausländischen Konkurrenz unterscheiden. Die Zahl dieser Unternehmen ist in den letzten Jahren allerdings gesunken. Generell ist die Schweizer Wirtschaft breit diversifiziert: Sie verfügt über einen interessanten Mix an erfolgreichen Exportbranchen, die zudem in allen wichtigen Märkten der Welt präsent sind. Klar ist der europäische Markt nach wie vor dominant und wird es auch in Zukunft bleiben, seine Bedeutung hat aber in den letzten Jahren zugunsten von Schwellenländern und Nordamerika abgenommen.

Bei den betroffenen Unternehmen unterscheiden sich die nötigen Maßnahmen stark. Manche Firmen erhöhen die betriebsübliche Arbeitszeit, einige senken sogar die Löhne, andere verbessern die Produktionsabläufe, wieder andere verlagern Arbeitsplätze ins Ausland oder gründen Einkaufsgenossenschaften, um Vorleistungen günstiger zu beschaffen. Alle diese Maßnahmen zielen darauf ab, die Kosten kurzfristig zu senken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweizer Industrie wieder herzustellen. Hier zeigt sich der große Vorteil eines liberalen Arbeitsmarktes: Die Unternehmen können in der Krise rasch reagieren und die Betriebsstrukturen an die geänderten Verhältnisse anpassen. Diese Flexibilität wird aber auch dazu führen, dass



verlorene Stellen schnell wieder aufgebaut werden, sollte sich das wirtschaftliche Umfeld aufhellen.

Der Währungsschock betrifft aber nicht nur exportierende Unternehmen. Auch Zulieferer müssen durch Preiskonkzessionen mithelfen, die Kosten für die Exportindustrie zu senken. Dies geht bis hin zur Werbe- und Druckindustrie oder zu Informatikdienstleistungen. Zudem wächst die internationale Konkurrenz auch im Binnensektor. Autohändler müssen ihre Preise senken, wollen sie nicht durch Parallelimporte konkurrenziert werden. Detailhändler passen ihre Preise an, um den Einkaufstourismus einzuschränken und die inländischen Kunden bei Laune zu halten. Generell verläuft dieser Preisanpassungsprozess sehr viel schneller als 2011. Während man damals Wochen bis Monate zugewartet hatte, wurden 2015 erste Preissenkungen schon wenige Tage nach dem Frankenschock bekannt gegeben. Die wirtschaftliche Abkühlung bremsst auch die Bautätigkeit, die am Ende eines Boomes angelangt ist. Schließlich ist der Finanzplatz gefordert. Seine Kostenbasis besteht zu einem großen Teil aus Schweizer Franken, Privatbanken und Vermögensverwalter erzielen die Erträge aber in Fremdwährung. Ähnliches gilt für die Tourismusbranche, die kaum von günstigeren Importprodukten profitieren kann.

Es gibt nur wenige Ausnahmen in der Schweizer Wirtschaft, denen die Frankenstärke kaum etwas anhaben kann: die Versicherungsbranche, Beratungsfirmen oder staatsnahe Branchen wie das Gesundheitswesen. Der Frankenschock stellt somit kurzfristig fast die gesamte Schweizer Wirtschaft vor eine gewaltige Herausforderung.

### Ist eine starke Währung ein Nachteil?

Die Eurozone profitiert derzeit von der Abwertung ihrer Währung, denn die Exporte in Drittmärkte verbilligen sich entsprechend. Auch die ultraexpansive Geldpolitik in Japan hat den Yen nachhaltig geschwächt. Der Abwertungswettlauf großer Währungen scheint zu suggerieren, dass eine starke Währung vor allem Nachteile bringt. Dies ist aber nicht der Fall, denn eine starke Währung ist nicht nur ein Zeichen einer prosperierenden Wirtschaft, sie hat auch langfristig positive Auswirkungen, weil der wirtschaftliche Strukturwandel frühzeitig erfolgt.

Beginnen wir mit den Vorteilen für die Konsumentinnen und Konsumenten: Sie verfügen im internationalen Vergleich über eine hohe Kaufkraft. Die durchschnittliche Arbeitskraft muss weniger Minuten arbeiten, um sich die Güter des täglichen Bedarfs leisten zu können. Noch viel offensichtlicher wird der Vorteil, wenn Ferien im Ausland gebucht oder teure Importprodukte wie Autos gekauft werden.

Auch für die Wirtschaft ist eine starke Währung von Vorteil: Tendenziell sind die Refinanzierungskosten tiefer als bei einer

schwachen Währung. Zudem muss das Land weniger für den Rohstoffimport ausgeben und Unternehmen können Vorleistungen aus dem Ausland generell günstiger importieren. Eine starke Währung fördert die Spezialisierung auf wertschöpfungsintensive Tätigkeiten im Inland, während wertschöpfungsschwache Bereiche tendenziell ausgelagert werden.

Genau dieser Vorgang war und ist in der Schweiz zu beobachten. Die Wirtschaft muss (mit Ausnahmen, zuletzt in der Periode 2003–2008) seit Jahrzehnten mit einer tendenziell starken Währung leben. Um international wettbewerbsfähig zu bleiben, sind die Unternehmen erstens zu Kostensenkungsmaßnahmen gezwungen. Der starke Franken sorgt also dafür, dass der Strukturwandel jeweils frühzeitig erfolgt. Zweitens – und das ist langfristig von hoher Bedeutung – zwingt sie die starke Währung zu Innovationleistungen. Denn wer in einem Hochkostenumfeld überleben will, muss einzigartig, besser, verlässlicher oder schneller sein als die Konkurrenten. Der starke Franken zwingt die Unternehmen also förmlich zur fortwährenden Entwicklung neuer Ideen und wird so zum Innovationstreiber, der sie langfristig in eine ausgezeichnete Wettbewerbsposition bringt.

### Fazit

Die Aufwertung des Frankens erfolgte nach der Freigabe der Wechselkursuntergrenze sehr rasch und in großem Umfang. Dies stellt die Schweizer Unternehmen vor riesige Herausforderungen. Sie müssen ihre Kosten über Nacht senken. Da der liberale Arbeitsmarkt Strukturanpassungen ermöglicht, kann die Wirtschaft aber rasch reagieren. Dies beschleunigt den Strukturwandel. Der starke Franken macht es notwendig, dass Unternehmen auf Innovation und auf wertschöpfungsintensive Tätigkeiten setzen. Langfristig wird die Schweizer Wirtschaft daher vom starken Franken profitieren.