

Franken – Euro: Mehr Fremd- als Selbstbestimmung?

Die einen feiern die Freigabe des Frankenkurses von Mitte Januar 2015 als «mutige Rückkehr zur Unabhängigkeit»¹. Für andere zeigt die starke Frankenaufwertung, «wie wenig autonom die Schweiz ist»². Die Meinungen sind widersprüchlich. Was sagen die Fakten? Im Verhältnis Schweizer Franken – Euro zeigt sich, wie formale Selbstbestimmung in reale Fremdbestimmung umzuschlagen droht.

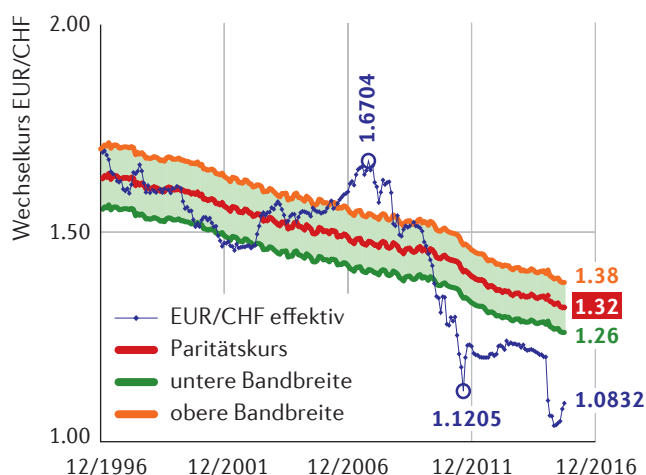
Einig sind sich fast alle in einem Punkt. Der Schweizer Franken ist klar überbewertet. Nationalbank-Präsident Thomas Jordan sagt es, Bundesrat und Wirtschaftsminister Johann Schneider-Ammann, Gewerkschafts-Chefökonom Daniel Lampart, die Tourismusleute und Exportunternehmer sowieso. Abweichende Meinungen vertreten fast nur ehemalige Bankenprofessoren und Banker. Sie interpretieren den starken Frankenkurs oft als Segen. Er wirke als Peitsche, welche die Unternehmen zu Innovationen antreibt.

Doch wie hat sich der Wert des Frankens seit der Jahrtausendwende gegenüber den Euro verändert? Welche Folgen hatten die Kursveränderungen auf die Industrieproduktion, die Arbeitsplätze, die Exporte in die Euro-Zone und auf die Bilanz der Schweizerischen Nationalbank (SNB). Wie unabhängig ist die schweizerische Währungspolitik tatsächlich?

Vom schwachen zum starken Franken

Das Verhältnis Franken – Euro war seit dem Start der europäischen Einheitswährung starken Ausschlägen ausgesetzt. Es gab Phasen der Frankenschwäche und Phasen der Frankenstärke. Aktuell ist der Franken deutlich überbewertet. Das «Institut für Banken und Finanzplanung» schätzte Ende September den fairen Wechselkurs Euro – Franken auf 1.32. Bei einem durchschnittlichen Dezember-Kurs von rund 1.08 ist der Franken zum Euro Ende 2015 rund 24 Rappen zu teuer.³ ▶ Siehe Grafik 1. Andere Analysten setzen den

Grafik 1 **Kaufkraftparität Euro – Franken***



* 31.12.1996–31.12.2015; Tracking Error: 4,52 %

Quelle: Institut für Banken- und Finanzplanung

Paritätskurs bei rund 1.25 an. Die Überbewertung wäre so zwar geringer, aber noch immer deutlich.

Am 1.1.1999, als der Euro als Buchgeld eingeführt wurde, war der Franken-Euro-Kurs «korrekt» – also weder über- noch unterbewertet. Darauf folgten zwei Jahre mit einem leicht unterbewerteten Franken, danach rund anderthalb Jahre mit leichter Überbewertung. 2003 begann eine lange Periode des schwachen Frankens. Sie dauerte rund sieben Jahre bis 2010. Die Unterbewertung war teilweise massiv. Unmittelbar vor der grossen Finanzkrise 2007 bis Frühjahr 2008 betrug sie deutlich über 10 Prozent.

Kaufkraftparität

Ob eine Währung zu hart oder zu weich ist, wird meist mit der Kaufkraftparität gemessen. Parität liegt dann vor, wenn zum aktuellen Wechselkurs in zwei Währungsräumen gleich viele Waren in gleicher Qualität erworben werden können. Theoretisch sollte der Wechselkurs der Parität entsprechen. In Wirklichkeit weicht er oft und sogar über längere Perioden davon ab. Verschiedene Berechnungen über die Kaufkraftparität weisen leicht voneinander abweichende Ergebnisse aus.

¹ «Weltwoche», 21.1.2015

² «Weltwoche», 29.1.2015

³ <http://www.ibf-chur.ch/ibf-swiss-investors-charts/devisenmarkt-schweiz/> abgerufen 5.12.2015

2010 kam es zur Wende. Zuerst eine nur geringe Überbewertung. Ab 2011 verschärfte sich die Lage. Im Herbst 2011 derart, dass die SNB mit der Einführung des Mindestkurses reagierte. So hielt sie die Überbewertung zumindest in Grenzen – bis zum Entscheid von Mitte Januar 2015. Die Preisgabe des Mindestkurses verteuerte den Schweizer Franken massiv gegenüber dem Euro. Während Monaten pendelte er um 1.04 herum, seit Sommer 2015 bei rund 1.09. Damit ist der Franken gegenüber dem Euro noch immer deutlich überbewertet.⁴

Starker Franken oder schwacher Euro?

Ist das Problem der Schweiz der starke Franken oder der schwache Euro? Bei dieser Frage geht es um mehr als Wortklauberei. Liegt es am starken Franken, könnte man das Problem als Begleiterscheinung einer starken Schweizer Wirtschaft abtun. Liegt es hingegen am Euro, kann die Schweiz entweder hoffen, dass sich die Lage in der Euro-Zone möglichst schnell verbessert oder die Europäische Zentralbank nicht (zusätzliche) Massnahmen ergreift, die den Euro weiter schwächen.

Aktuell ist der Franken das Opfer des schwachen Euro. Vor 2010 war der Euro stark. Die Eurozone war auf Wachstumskurs, die Arbeitslosigkeit nahm ab, die Leistungsbilanz war ausgeglichen. Mit dem Ergebnis: Der Euro war eine gefragte Währung, sein Wert nahm deshalb zu. Auch der Schweizer Franken war gefragt – nicht zuletzt in aufstrebenden zentral- und osteuropäischen EU-Ländern. Sie wollten von den tiefen Kreditzinsen in der Schweiz profitieren. Das förderte den Kapitalexport und half zusätzlich den Franken zu schwächen.

Seit 2010 ist das Gegenteil der Fall. Nach dem tiefen Fall im Gefolge der globalen Finanzkrise fand die Eurozone nicht mehr aus der Stagnation heraus. Das Bruttoinlandprodukt vieler Euroländer erreicht knapp den Stand von 2008. Die Europäische Zentralbank (EZB) betreibt seit 2015 eine Politik zur Schwächung des Euro, um über Exporte die Stagnation zu überwinden.

Paul Dembinski von der Universität Freiburg i. Ue. hat die neue Situation als das «Ende des Nicht-Angriffspakts» zwischen der EZB und der SNB bezeichnet und damit betont, wie stark die Schweiz in ihrer Politik von der EZB-Zentrale in Frankfurt abhängig ist.⁵

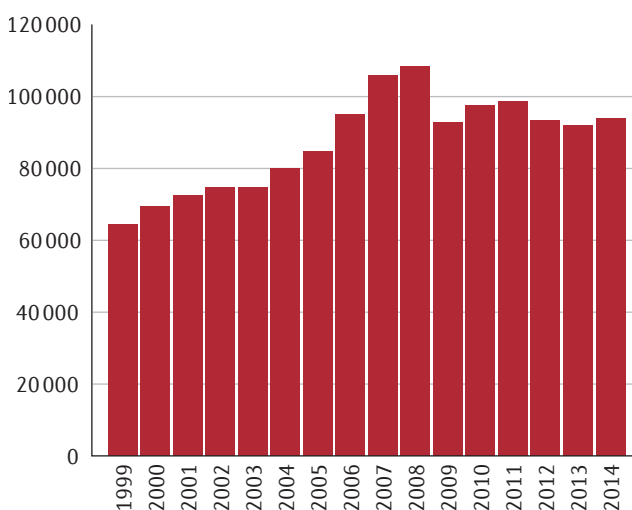
Frankenkurs und Exporte im Gleichschritt

Ein starker Franken verteuert die Schweizer Produkte auf den Exportmärkten und umgekehrt verbilligt

⁴ Insgesamt gegenüber allen wichtigen Währungen wie US-Dollar,ritisches Pfund oder japanischem Yen ist der Franken weniger stark überbewertet als gegenüber dem Euro. Schätzungen variieren zwischen deutlich weniger als zehn Prozent und mehr als zehn Prozent.

⁵ La Liberté, 16.1.2015

Grafik 2 **Warenexporte in Euroländer 12, in Millionen Franken.***



* ohne Edelmetalle, Edel- und Schmucksteine sowie Kunstgegenständen und Antiquitäten

Quelle: BFS, Eidg. Zollverwaltung

ein schwacher Franken die Schweizer Produkte. Der Preis ist zwar nicht der einzige Grund für Mehr- oder Minderverkäufe im Ausland. Auch die Konjunktur in den Abnehmerländern spielt eine entscheidende Rolle. Je besser sie läuft, desto mehr Umsatz.

Auffallend ist, dass sich der Frankenkurs und die Exporte in die Euro-Zone weitgehend im Gleichschritt entwickelt haben. ▶ Siehe Grafik 2 Dieser Zusammenhang lässt sich bis in die Zeit vor dem Euro zurückverfolgen. 1997 bis Mitte 2001 war der Franken schwach. In dieser Periode konnte die Schweiz ihre Exporte in die (späteren) Euro-12-Länder⁶ stark erhöhen. Es folgten zwei schlechtere Exportjahre, als der Franken überbewertet war.

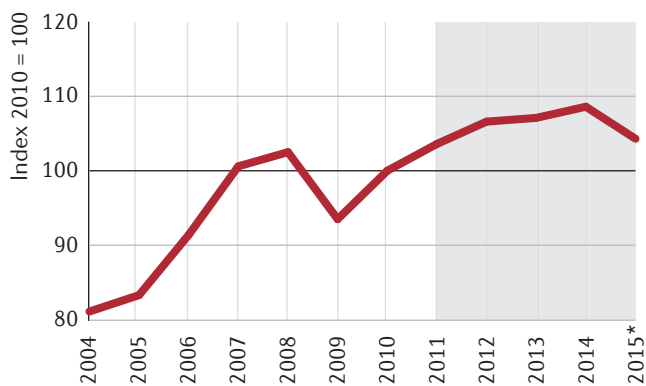
Nach 2003 setzte mit der Frankenschwäche ein grosser Exportboom in die Euroländer ein. Bis 2008, dem Jahr der grossen Finanzkrise, wuchsen die Exporte um 45 Prozenten. In den zwei darauf folgenden Jahren erlitten sie krisenbedingt einen starken Rückschlag. Davon erholten sich die Exporte kaum mehr – seit 2011 wesentlich mitbedingt durch den stark aufgewerteten Franken. 2012 brachen sie um mehr als fünf Prozent ein. 2013 nahmen sie weiter ab – wenn auch weniger stark – bevor sie wieder etwas zugenommen haben. 2015 hat sich die Entwicklung wieder verschlechtert – sehr deutlich sogar.

Von der Re- zur De-Industrialisierung

Die Kursentwicklung des Frankens hinterlässt auch in der Industrieproduktion tiefe Spuren. ▶ Siehe Grafik 3 In der siebenjährigen Phase der Frankenschwäche ab 2003 nahm die industrielle Produktion

⁶ Bei den Euro-12-Ländern handelt es sich um jene, die von Beginn weg bei der Einheitswährung dabei sind.

Grafik 3 **Entwicklung der Industrieproduktion**



* Durchschnitt der Quartale 1, 2 und 3.

Quelle: BFS

stark zu. Schätzungsmässig um mehr als ein Viertel.⁷

Diese Dynamik fehlt seit der Aufwertung des Franken. Zwischen 2010 und 2014 nahm die industrielle Produktion zwar noch zu. Die Wachstumsrate hat sich aber etwa halbiert. Ein eigentlicher Rückschlag erfolgte 2015 nach Aufhebung des Mindestkurses. 2014 betrug der durchschnittliche Produktionsindex 108,6; in den ersten drei Quartalen 2015 ist er im Durchschnitt auf 104,3 gefallen (-4,3 Prozent). Noch stärker zurückgegangen ist der Umsatz mit rund sechs Prozent. Um noch grössere Produktionseinbrüche zu vermeiden, wurden offensichtlich die Preise gesenkt. Auch die Zahl der Beschäftigten in der Industrie nimmt ab.

Z. B. Maschinen- und Metallindustrie

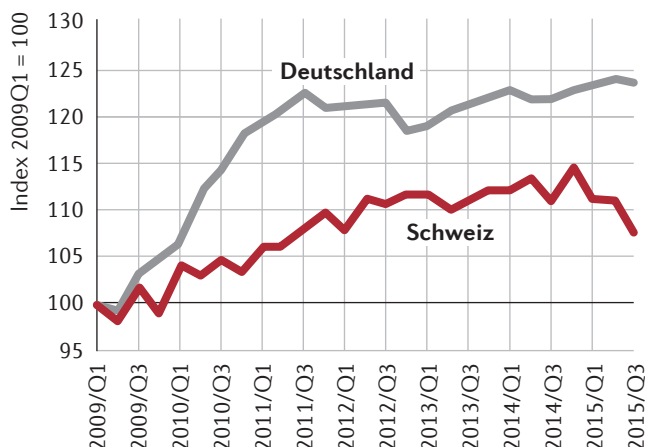
Die Maschinen- und Metallindustrie ist die zweitwichtigste Exportindustrie. Der starke Franken macht ihr schwer zu schaffen. Laut einer Umfrage im Juni rechnet mehr als ein Drittel der Swissmem-Unternehmen mit Verlusten im 2015. Knapp ein Fünftel der Unternehmen will Teile der Produktion ins Ausland verlagern.

Was wäre, wenn ...

Was wäre, wenn die Schweiz der Euro-Zone angehörte? Wie würden sich die Exporte und die industrielle Produktion entwickeln? Eine eindeutige Antwort gibt es nicht. Ein Vergleich Schweiz – Deutschland für die Entwicklung nach dem grossen Kriseneinbruch von 2009 gibt aber Hinweise. Beide Länder sind stark exportorientiert. Beide verfügen über eine starke industrielle Basis. Auf den Exportmärkten stehen sie oft in direkter Konkurrenz. Da spielt es eine Rolle, wie sich das Verhältnis Franken – Euro entwickelt. Das Euro-land Deutschland profitiert vom schwachen Euro, die

⁷ Das Bundesamt für Statistik weist die Industrieproduktion erst ab 2004 statistisch aus. Weiter zurück ausgewiesen wird der Umsatz der Industrie. Davon abgeleitet lässt sich der ungefähre Produktionsumfang ermitteln.

Grafik 4 **Industrieproduktion* in Deutschland und der Schweiz**



* Deutschland: Arbeitstäglich und saisonbereinigter Volumenindex für Bergbau, Gewinnung von Steinen und Erden, verarbeitendes Gewerbe/Herstellung von Waren und Energieversorgung. Schweiz: Produktion Total Industrie, saisonbereinigt.

Quelle: Flassbeck Economics, Eurostat, BFS

Schweiz leidet unter ihm. Der Ökonom Heiner Flassbeck hat den Beleg geliefert mit dem Vergleich zwischen der Industrieproduktion in beiden Ländern.⁸ Das Ergebnis: «Die Industrieproduktion in der Schweiz sinkt seit Beginn des Jahres und löst sich von der deutschen Entwicklung klar nach unten.»

Sie löst sich, obwohl auch Deutschlands Industrie trotz tiefem Euro-Kurs nur wenig wächst. Aus der Grafik lässt sich auch für die Periode von Anfang 2010 bis ins dritte Quartal 2011 eine deutliche Differenz festmachen. Deutschland legte mit seiner Industrie deutlich zu, die Schweiz aber vergleichsweise wenig. Auch diese Differenz spiegelt die Frankenstärke bzw. die Euroschwäche in jener Phase. Deutschland profitiert vom schwachen Euro, die Schweiz leidet darunter.

Nicht wehrlos, aber ...

Die Schweiz ist eigentlich nicht wehrlos. Das erklärte Philippe Hildebrand als Präsident der SNB am 6. September 2011 bei der Einführung des Mindestkurses: Die Nationalbank werde ihn «mit aller Konsequenz durchsetzen. Sie ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.» Noch im Dezember 2014 bekräftigte der Nachfolger Hildebrands, Thomas Jordan, den Willen, «unbeschränkt Devisen zu kaufen». Mitte Januar 2015 galt das nicht mehr. Der Mindestkurs war plötzlich «nicht mehr gerechtfertigt».

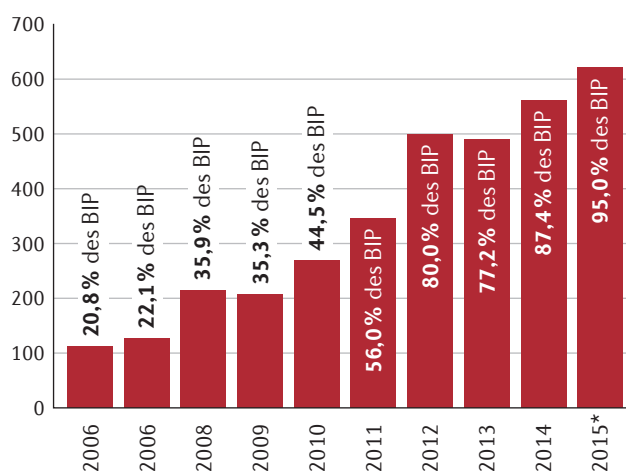
Die SNB konnte der Spekulation gegen den Franken nicht mehr standhalten – oder nur unter Inkaufnahme einer Verdoppelung der Bilanzsumme.⁹ Dieses Risiko stufte die SNB-Spitze als zu hoch ein.

⁸ Heiner Flassbeck, Die Schweiz in der Rezession: Es sind die Preise, Dummkopf!, 2. Dezember 2015, <http://www.flassbeck-economics.de/die-schweiz-in-der-rezession-es-sind-die-preise-dummkopf/>

⁹ Thomas Jordan, At the heart of Europe, 17.2.2015

Die Bilanzsumme hat sich seit der Aufhebung des Mindestkurses zwar nicht verdoppelt, ist aber weiter gewachsen. In den Jahren vor der Finanzkrise betrug sie nur etwa ein Fünftel des schweizerischen Bruttoinlandprodukts (BIP). Seither ist sie wegen den massiven Deviseninterventionen der SNB stark gestiegen. Das heisst, die SNB hat insbesondere über den Kauf von Euro-Werten versucht, die Aufwertung des Frankens zu stoppen oder zumindest zu bremsen. 2011, als der Mindestkurs eingeführt wurde und die SNB gezwungen war, mit grossen Beträgen zu intervenieren, erhöhte sich die Bilanz auf über die Hälfte des BIP. Ende 2014 erreichte die Bilanzsumme fast 90 Prozent. 2015 dürfte sie etwa 95 Prozent ausmachen – und ist damit praktisch so hoch wie das BIP. ▶ Siehe Grafik 5

Grafik 5 **Bilanzsumme SNB im Verhältnis zum BIP, in Millionen Franken.**



* Schätzung auf Grundlage der Statistik bis November 2015

Quelle: SNB, BFS

Mehr Fremd- als Selbstbestimmung?

Der Fall des Mindestkurses zeigt eines klar: Die Schweiz als vergleichsweise kleines Land kann sich dem grossen Wirtschaftsblock Eurozone nicht entziehen. In guten Eurojahren profitierte sie. In den schlechten Jahren macht die Krise nicht halt an unserer Grenze.

Die Wahlmöglichkeiten sind eingeschränkt. So souverän wie oft behauptet, ist die Schweizer Frankenpolitik offensichtlich nicht. Und UBS-Verwaltungsratspräsident Axel Weber meint gar: «Wenn Europa seine Probleme nicht löst, kann die Schweiz wenig gegen die Frankenstärke tun.»¹⁰

Die Schweiz hat die Wahl zwischen zwei Übeln. Zwischen dem Übel einer aufgeblähten Notenbank-Bilanz wegen den Deviseninterventionen zur Schwächung des Frankens und dem Übel einer drohenden De-Industrialisierung.

Was wiegt schwerer? Nicht nur die Nationalbank, sondern auch die politischen Mehrheiten und erstaunlicherweise die Spitzen der Wirtschaftsverbände gewichten die Interessen der Industrie und des Tourismus weniger hoch. Unter den Wirtschaftsexperten gibt es nur wenige, die der Realwirtschaft den Vorrang geben. Der emeritierte Währungsspezialist der Universität Basel, Peter Bernholz, ist die Ausnahme: «Es geht mir um den Erhalt der realen Wirtschaft, der Pensionskassen, um die Vermeidung von Arbeitslosigkeit. Das wiegt für mich schwerer als die Frage der Reserven in der Nationalbankbilanz.»¹¹

Dieses Dilemma sollte offen diskutiert werden. Es stellt sich auch die Frage, ob eine unabhängige Geld- und Währungspolitik mehr als nur Wunschdenken ist.

«Lohnt sich das Führen einer eigenen, nur scheinbar unabhängigen und unberechenbar gewordenen

Währung für den Kleinstaat Schweiz noch, ist es die Aufgabe der Schweiz, den internationalen Kapitalströmen einen sicheren Hafen zu bieten, eine Funktion, die dem Land mehr Schaden als Nutzen bringt?»¹²

Oder soll Dänemark Vorbild sein? Es hat einen Mittelweg zwischen innerhalb und ausserhalb des Euro gewählt. Die dänische Krone ist im Rahmen des Europäischen Wechselkursmechanismus eng an den Euro gebunden. Das Wechselkursziel hat Priorität. Seine Durchsetzung obliegt nicht allein der dänischen Notenbank. Sie kann auf die Unterstützung der EZB zählen. Denn der Währungsmechanismus sieht die gegenseitige Verpflichtung zur Verteidigung der festgelegten Parität vor. Daniel Gros vom Think Tank CEPS sieht dies als einen der Gründe, weshalb Dänemark bei der Stabilisierung des Wechselkurses mehr Erfolg hat als die Schweiz.¹³

Eine Debatte über die Ziele der schweizerischen Währungspolitik drängt sich nach 17 Jahren Euro-Erfahrungen auf. In dieser Periode war der Franken gegenüber dem Euro während zwölf Jahren entweder massiv unter- oder massiv überbewertet. Er gab folglich der Realwirtschaft falsche Signale. Ein höchst unbefriedigender Zustand für die Schweiz mit ihrer stark exportorientierten Wirtschaft.

¹² Club Helvétique, Der wirtschaftliche Alleingang der Schweiz in die Sackgasse, Februar 2015

¹³ Daniel Gros, Wirtschafts- und Währungspolitik, Die Schweiz und der Euro, in: Bilateralismus – was sonst? Eigenständigkeit trotz Abhängigkeit, Zürich 2015, Seite 284

SGA | ASPE

Schweizerische Gesellschaft für Aussenpolitik
 Associazione svizzera di politica estera
 Association suisse de politique étrangère

Sekretariat | Schauplatzgasse 39 | 3011 Bern
 T +41 31 313 18 85 | info@sga-aspe.ch | www.sga-aspe.ch
 Autor: Markus Mugglin | Gestaltung: Atelier Lapislazuli/Bläuer
 Redaktionschluss: 6. Januar 2016

¹⁰ Interview mit Axel Weber in Tages-Anzeiger, 30.11.2015

¹¹ Interview mit Peter Bernholz, Verlust an Freiheit, in: Weltwoche, 29.10.2015