



# Starker Franken – vorsichtiger Optimismus?

Die Aufhebung des Euro-Mindestkurses der Nationalbank von Anfang Jahr wirft weiterhin hohe Wellen. Insbesondere die Exportwirtschaft ist stark betroffen. In der Pharmaindustrie, die rund ein Drittel des Exportvolumens auf sich vereinigt, schmälert die starke Währung das operative Ergebnis. Laut den Novartis-Ökonomen Stephan Mumenthaler und Barbara von Schnurbein sind ein flexibler Arbeitsmarkt und der Marktzugang entscheidend (S. 56). Der Beitrag der Seco-Analysten Felicitas Kemeny und Vincent Pochon zeigt: Die Schweizer Exporte hängen stark von der weltweiten Nachfrage ab – und da gibt es Grund zu vorsichtigem Optimismus (S. 24). Der Chef des Beratungsunternehmens Wellershoff & Partners, Felix Brill, weist im Interview darauf hin, dass in der Debatte zum starken Franken kaum jemand über die Profiteure spricht: die Importunternehmen und die Konsumenten. Zudem ist die Überbewertung für Brill nur von vorübergehender Natur (S. 60).

# Starker Franken heisst nicht schwache Wirtschaft

Die Schweizer Exporte hängen stark von der ausländischen Nachfrage ab. Das stimmt bei den freundlichen Aussichten für die Weltwirtschaft – trotz des starken Frankens – positiv. *Felicita Kemeny, Vincent Pochon*



Eine Frau geht in Peking an einem Schweizer Uhrenladen vorbei. Luxusgüter weisen eine geringe Preissensitivität auf.

Nach Aufhebung des Mindestkurses von 1.20 Franken gegenüber dem Euro am 15. Januar hat sich der Franken schlagartig aufgewertet. In den ersten Stunden nach der Medienkonferenz der Schweizerischen Nationalbank wurden Rekordwechselkurse von unter 90 Rappen für einen Euro registriert, und auch drei Monate später notierte der Franken noch

knapp über der Parität. Diese Aufwertung stellt in ihrer Schnelligkeit und Heftigkeit ein singuläres Ereignis dar. Nicht neu ist allerdings, dass der Franken eine starke Währung ist. Vielmehr sticht er sogar über die letzten 100 Jahre durch eine ausgeprägte Wertstabilität heraus, was letztlich darauf zurückzuführen ist, dass er im Unterschied zu anderen Währungen nie durch fiskal-

politisch motivierte Inflation geschwächt wurde.<sup>1</sup>

Die Schaffung eines solchen wertstabilen Zahlungsmittels ist aus wirtschaftspolitischer Sicht ein grosser Erfolg. Allerdings gehen Episoden verstärkter Aufwertungschübe für Teile der Wirtschaft mit grossen Herausforderungen einher. So erhöht die Aufwertung die Preise von Schweizer Produkten in Fremdwährung und schwächt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Exporteuren sowie von binnenorientierten Unternehmen, die im Wettbewerb mit Importeuren stehen. Potenziell stark betroffen sind etwa die Tourismusbranche sowie die Maschinen-, Elektro- und Metallindustrie.

## Der Sichere-Hafen-Effekt

Der Franken gilt international als «sicherer Hafen». Gemessen an der volkswirtschaftlichen Dimension der Schweiz hat er eine ausserordentlich grosse Bedeutung als risikoarme Investitions- und Anlagewährung erlangt. Der Sichere-Hafen-Effekt gilt denn auch als eine wichtige Erklärung für die Frankenhausse der vergangenen Jahre. Im Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise und der Schuldenkrise im Euroraum wertete sich der Franken seit 2007 stark auf (siehe *Abbildung 1*). Gleichzeitig hatte die Weltwirtschaft mit den Folgen der tiefsten Rezession seit den 1930er-Jahren zu kämpfen.

In dieser für eine kleine offene Volkswirtschaft wie die Schweiz schwierigen Situation führte die Nationalbank am 6. September 2011 den Mindestkurs von 1.20 Franken gegenüber dem Euro ein. Die reale Aufwertung wurde damit im Vergleich zur Jahresmitte 2010 um fast die Hälfte reduziert. Allerdings musste der Mindestkurs bis zum Januar dieses Jahres mit zeitweise massiven Interventionen am Devisenmarkt verteidigt werden.

## Jüngste Frankenaufwertung reflektiert Euroschwäche

Dass der Mindestkurs als nicht mehr nachhaltig beurteilt und letztlich aufgehoben

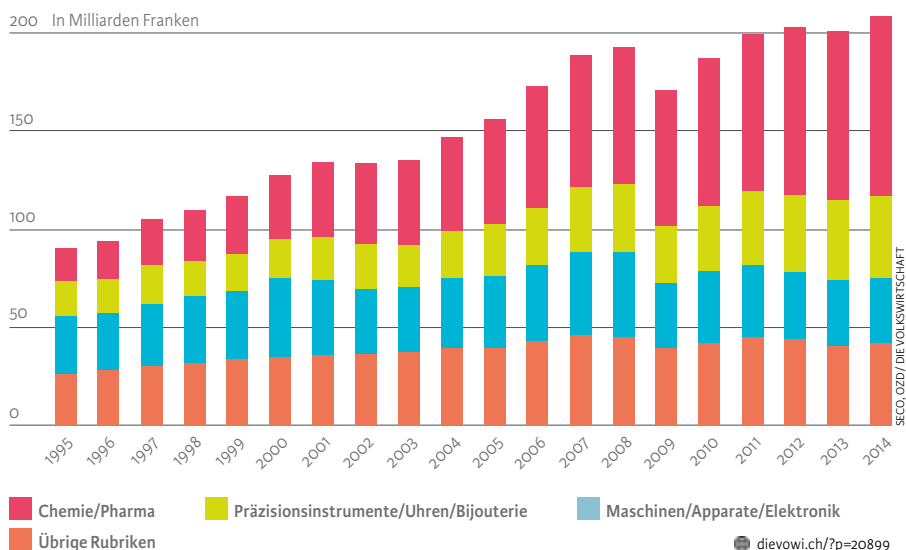
<sup>1</sup> Kugler P. (2012). Grosse Währung eines kleinen Landes: Fluch oder Segen?, in: Die Volkswirtschaft, 1/2, S. 27 ff.

Abb. 1: Reale Wechselkursentwicklung des Frankens



Monatsdurchschnittswerte, indiziert (August 2008=100). Total: Handelsgewichtet gegenüber den 40 wichtigsten Handelspartnern der Schweiz.

Abb. 2: Entwicklung der Warenexporte nach Rubriken



Zu konstanten Preisen, verkettet, Referenzjahr (2010). Anteile werden aus den nominalen Warenexporten berechnet.

wurde, ist vor dem Hintergrund der zunehmenden geldpolitischen Divergenzen zwischen den grossen Währungsräumen zu sehen. Während die Europäische Zentralbank weiter eine sehr expansive Geldpolitik betreibt und jüngst mit dem grössten Anleihenkaufprogramm ihrer Geschichte begonnen hat, wird vonseiten der US-Notenbank Fed mit einer baldigen Zinswende gerechnet. In der Folge hat sich der Euro gegenüber dem Dollar bereits seit der Jahresmitte 2014 stark abgewertet.

Dementsprechend entwickelt sich der Franken seit Aufhebung der Kursuntergrenze gegenüber den einzelnen Währungen sehr unterschiedlich. Im Verhält-

nis zum Euro hat zwischen Dezember 2014 und März 2015 (jeweils Monatsmittelwerte) eine starke reale Aufwertung von 14% stattgefunden, und zwar auf den bisher höchsten Monatswert (Abbildung 1). Gegenüber dem Dollar hat sich der Franken im gleichen Zeitraum hingegen um 1% abgewertet.

Auch das Niveau des Frankenwechsellkurses gegenüber dem Dollar ist derzeit im Vergleich zu den letzten vier Jahren tief. Somit zeigt sich: Im Unterschied zur Aufwertungsphase der Jahre 2010/2011 ist derzeit eher eine Euroschwäche als eine generelle Frankenstärke zu beobachten. Ein wechsellkursbedingter Verlust an preis-

licher Wettbewerbsfähigkeit ist für die exportorientierte Wirtschaft somit in erster Linie gegenüber der Konkurrenz aus den Euroländern, aber nicht generell an den Weltmärkten gegeben. Interessant ist in diesem Zusammenhang: Der Euroraum ist zwar der grösste Absatzmarkt der Schweiz, sein Anteil an den Warenexporten ist aber seit 2003 stetig, von gut 55% auf knapp 46%, zurückgegangen.

### Konjunktur in der Schweiz kühlt sich leicht ab

In den vergangenen Jahren hat sich die Schweizer Volkswirtschaft im internationalen Vergleich robust entwickelt. Der Aus- und Handel konnte sich von den Krisenjahren 2008/2009 erholen, und die aktuelle Lage am Arbeitsmarkt ist vergleichsweise günstig. Der jüngste Frankenschock trifft somit auf eine Volkswirtschaft in guter Verfassung. Allerdings geht vom Wechselkursschock eine massive Unsicherheit aus, die sich in den seitdem publizierten Konjunkturumfragen widerspiegelt: Für die nächsten Quartale ist eine deutliche konjunkturelle Abkühlung zu erwarten. Für das laufende Jahr ist nur noch mit einem moderaten Wirtschaftswachstum von 0,9% zu rechnen. Das dürfte sich auch am Arbeitsmarkt mit einem leichten Anstieg der Arbeitslosenquote von jahresdurchschnittlichen 3,2% im vergangenen Jahr auf 3,3% für das bemerkbar machen.<sup>2</sup>

Ein schwerwiegender Abschwung ist zum jetzigen Zeitpunkt aber nicht absehbar. Von einem relativ hoch bewerteten Franken können kurzfristig auch belebende Effekte auf die Inlandkonjunktur ausgehen. Dies aufgrund der Tatsache, dass die Importpreise wechsellkursbedingt tendenziell zurückgehen. Für die privaten Haushalte resultieren daraus reale Kaufkraftgewinne, die für zusätzliche Konsumausgaben zur Verfügung stehen. Unternehmen können ebenfalls von preisgünstigeren importierten Vorleistungen profitieren. Ähnlich wirken sich die aktuell sehr tiefen Öl- und Energiepreise aus.

### Nachfrage bei Warenexporten wichtiger als Wechselkurs

Mindestens genauso wichtig wie die Wechselkursentwicklung ist für die Schweizer Konjunktur das weltwirtschaftliche Um-

<sup>2</sup> Angaben gemäss Konjunkturprognose der Expertengruppe des Bundes vom 19. März 2015.



feld. Wie viel Schweizer Unternehmen exportieren können, hängt nämlich nicht nur von der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den ausländischen Konkurrenten, sondern auch von der Nachfrage im Ausland ab. Dieser Zusammenhang kann anhand eines einfachen *Fehlerkorrekturmodells* geschätzt werden,<sup>3</sup> nach welchem die Exporte kurzfristig und langfristig mit dem realen handelsgewichteten Wechselkurs und einem Indikator für die Weltnachfrage erklärt werden.<sup>4</sup>

Unser wichtigstes Ergebnis ist, dass die Entwicklung der gesamten Warenexporte der Schweiz in erster Linie von der Weltnachfrage abhängt. Der reale Wechselkurs spielt eine geringere Rolle. Ein Grund dafür ist vermutlich der hohe Anteil an Exporten im Luxussegment und von Medikamenten, die eine geringe Preissensitivität aufweisen. In der kurzen Frist kommt zusätzlich dazu, dass bereits bestehende Aufträge weiterlaufen, sodass die Effekte von Wechselkursschwankungen erst mit einer gewissen Verzögerung zu spüren sind.

Das Modell wurde zusätzlich für die drei wichtigsten Exportrubriken geschätzt. Für

alle ist die Weltnachfrage entscheidend, doch weisen sie unterschiedliche Wechselkurs sensitivitäten auf. Für die Chemie- und Pharmabranche sowie die Branche Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie spielt die Weltnachfrage eine besonders wichtige Rolle, und die Wechselkurs sensitivität ist besonders tief. Die Maschinen- und Elektronikbranche weist hingegen eine deutlich höhere Wechselkurs elastizität auf.

In den letzten 20 Jahren haben besonders wechselkursresistente Branchen deutlich an Gewicht gewonnen (siehe *Abbildung 2*). Die Rubrik Chemie/Pharma steigerte ihren Anteil an den Exporten von rund 26% im Jahr 1995 auf 42% im Jahr 2014, die Sparte Präzisionsinstrumente/Uhren/Bijouterie von 15% auf 21%. Der Anteil der wechselkurs sensibleren Branche Maschinen sank hingegen von 29% auf rund 16%. Auch die übrigen Rubriken – darunter Textilien, Papier und Energie – verloren Anteile. Aus diesem Grund ist die Wechselkursabhängigkeit der Exporte insgesamt geringer geworden. Dies erklärt auch, wieso sich die Exporte der Schweiz nach der Weltwirtschaftskrise trotz der Frankenaufwertung relativ gut erholt haben.

Vor dem Hintergrund dieser Ergebnisse stimmt zuversichtlich, dass sich die weltwirtschaftliche Lage insgesamt freundlicher darstellt als in den letzten Jahren. Die Wachstumsaussichten für den Euroraum sind etwa mit 1,4% für das laufende Jahr klar positiv. Für Deutschland, wohin fast ein Fünftel der Exporte gehen, betragen die Aussichten sogar 1,8%. Auch in den USA ist seit einiger Zeit ein breit abgestützter Aufschwung im Gang.

Angesichts der hohen Nachfrageelastizität der Schweizer Exporte ist davon auszugehen, dass im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung die Nachfrage nach Produkten aus der Schweiz ansteigen wird. Unter der Voraussetzung, dass keine weiteren massiven Aufwertungschübe stattfinden, dürfte so der schwächende Effekt der jüngsten Frankenaufwertung auf den Aussenhandel zumindest teilweise kompensiert werden. Diese positiven Aussichten dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass gewisse Betriebe und Branchen, zum Beispiel der Tourismussektor, bereits heute aufgrund der Wechselkursentwicklung stark unter Druck stehen.



**Felicitas Kemeny**

Wissenschaftliche Mitarbeiterin, Ressort Konjunktur, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO.

**Vincent Pochon**

Dr. rer. pol., wissenschaftlicher Mitarbeiter, Ressort Konjunktur, Staatssekretariat für Wirtschaft SECO.

<sup>3</sup> Siehe SECO-Konjunkturtendenzen vom Frühjahr 2010 (S. 35 ff.) und Indergand R., Mahlstein K. (2012): Schweizer Warenexporte im Zeichen der Frankenstärke, in: Die Volkswirtschaft, 1/2, S. 8 ff.

<sup>4</sup> Wir beziehen uns auf die Warenexporte ohne nicht monetäres Gold, Wertsachen und Transithandel. Die Weltnachfrage widerspiegelt die BIP-Wachstumsrate der 17 wichtigsten Handelspartner der Schweiz, jeweils gewichtet nach deren Exportanteil. Analysiert wurde die Zeitperiode von 1980 Q1 bis 2014 Q3. Die langfristigen Nachfrage- und Wechselkurselastizitäten betragen 2% bzw. -0,4%, die kurzfristigen 3% und -0,2%. «Lange» und «kurze» Frist beziehen sich auf eine Kointegrationsbeziehung respektive auf Abweichungen davon.

## Frankenstärke – eine Sicht der Pharmaindustrie

Der starke Franken belastet den Werkplatz Schweiz. Ein Gegenmittel ist mehr Wettbewerbsfähigkeit. Auch die Politik muss aus Sicht des Pharmakonzerns Novartis einen Beitrag leisten. *Stephan Mumenthaler, Barbara von Schnurbein*

Im Januar 2015 hat sich der Franken nach der Aufgabe des Mindestkurses zeitweise gegenüber dem Euro um bis zu 20 Prozent aufgewertet. Der Grund hierfür ist immer noch derselbe wie im Jahr 2011, als die Schweizerische Nationalbank (SNB) den Mindestkurs einführte: Unsicherheit dominiert weiterhin die Finanzmärkte.

Im Jahr 2011 waren die globalen Auswirkungen der Finanzkrise von zentraler Bedeutung, was sich auch in schwächeren Dollar und Pfund auswirkte. Heute ist die Krise namentlich in der Eurozone nicht ausgestanden, was sich in fehlendem Vertrauen in den Euro äussert. Leider ist weder die Griechenland-Frage geklärt,

noch sind die wirtschaftlichen Probleme in weiteren EU-Peripherie-Ländern nachhaltig gelöst. Investoren reagieren auf diese Unsicherheit und fliehen heute wie 2011 in einen sicheren Hafen, wie ihn der Franken bietet. Das führt zu einer massiven Aufwertung gegenüber dem Euro.



SHUTTERSTOCK

Eine auf Dauer starke Währung führt zu Produktivitätssteigerungen bei Unternehmen. Das hat sich in den letzten Jahren gezeigt.

## Grosskonzerne spüren Hebeleffekt

Je höher der Anteil an Ausführen in den Euroraum und der Kostenanteil in der Schweiz, umso grösser ist der unmittelbare Handlungsbedarf für Exportunternehmen. Viele Unternehmen haben bereits beim letzten Aufwertungs-Schock im Jahr 2011 reagiert und ihre Lieferkette optimiert, um näher an eine «natürliche» Währungsabsicherung zu kommen, bei welcher die Anteile von Kosten und Erträgen in allen Währungsräumen ähnlich sind. Die meisten Unternehmen sind aber noch weit davon entfernt.

Die Pharmaindustrie ist als Exportmotor der Schweizer Volkswirtschaft stark betroffen. Gegenüber dem Vorjahr nahmen die Exporte um 3,6% zu und beliefen sich auf über 66 Mrd. Franken. Damit machen sie rund ein Drittel des Exportvolumens der Schweiz aus.

Selbst für einen global aufgestellten Schweizer Grosskonzern wie Novartis sind

die Effekte der Frankenstärke spürbar: Während aufgrund der geringen Grösse des Schweizer Marktes im Vergleich zum Rest der Welt nur 1 bis 2 Prozent des Umsatzes in Franken generiert werden, fallen immer noch über 10 Prozent der Kosten in dieser Währung an. Daraus ergibt sich ein deutlicher Hebeleffekt bei Wechselkursveränderungen: Eine Aufwertung des Frankens beeinträchtigt das operative Ergebnis umso stärker, je grösser die Differenz zwischen Kosten und Erträgen in Franken ausfällt.

Viele Firmen haben bereits in den ersten zwei Monaten nach dem SNB-Entscheid aufgrund der Wechselkursentwicklung einen Stellenabbau angekündigt. Schweizweit wurde über alle Branchen hinweg schon Anfang März ein Abbau von 1500 Stellen gemeldet. Da die Auftragsbücher jedoch im ersten Quartal vielfach noch voll waren, setzten viele Firmen als unmittelbare Reaktion auf Mehrarbeit oder

Lohnkürzungen, anstatt zur Kurzarbeit zu greifen. Der flexible Schweizer Arbeitsmarkt macht solche Lösungen möglich.

## Im Moment Theorie: Wechselkurs als Spiegel der Kaufkraft

Trotz aller Bemühungen der Unternehmen stellt sich aber die Frage, ob und allenfalls wie der Staat seine Unternehmen im Streben nach Wettbewerbsfähigkeit unterstützen kann.

Aus Sicht einer Volkswirtschaft – und erst recht ihrer Industrie – ist der richtige Wechselkurs derjenige, der die relative Produktivität des Inlands gegenüber dem Ausland widerspiegelt. In der Praxis wird hierfür oft der Kaufkraftparitäten-Wechselkurs (*Purchasing Power Parity; PPP*) hinzugezogen. Dieser fiktive Wechselkurs sorgt dafür, dass ein Warenkorb in verschiedenen Währungsräumen dasselbe kostet.

Es ist klar: Auch bei einem PPP-Wechselkurs werden Unternehmen in Konkurs gehen und Strukturwandel weiter stattfinden. Aber insofern die Kaufkraftparität die Produktivität widerspiegelt, ist dieser internationale Wettbewerb fair, und im Schnitt kann eine Volkswirtschaft gut damit umgehen.

## «In the long run we are all dead»

Problematisch wird es, wenn wegen anderer Gründe – im vorliegenden Fall wegen der Finanzmärkte – die Differenz zum PPP-Wechselkurs so gross wird, dass Exportunternehmen gegenüber ihrer ausländischen Konkurrenz nicht mehr wettbewerbsfähig sind. Im ersten Quartal 2015 war dieser Abstand massiv: Die schlagartige Aufwertung des Frankens hat wieder zu einer starken Überbewertung gemessen an der Differenz zur Kaufkraftparität geführt (siehe *Abbildung*). In der langen Frist ist zwar wieder eine gewisse Gegenbewegung zu erwarten, aber es besteht die Gefahr, dass industrielle Arbeitsplätze bis dahin unwiederbringlich verloren gegangen sind – obwohl sie bei einem fairen Wechselkurs durchaus wettbewerbsfähig gewesen wären. Oder wie einst der britische Ökonom John Maynard Keynes trocken bemerkte: «In the long run we are all dead.»

## Wirtschaft und Staat müssen sich ergänzen

Bei der Suche nach Handlungsempfehlungen ist es wichtig, Wechselkursausschla-

ge nach ihren Ursachen zu unterscheiden. Weicht ein Wechselkurs nicht gravierend von der Kaufkraftparität ab und bleiben somit Kursausschläge gering, können Unternehmen gut auf die Veränderungen reagieren. So kann die Wirtschaft eine konstante Aufwertung mit Innovations- oder Produktivitätsmassnahmen auffangen.

Wenn sich Wechselkurse jedoch stark von der Kaufkraftparität entfernen, sind kurzfristige Reaktionsmöglichkeiten beschränkt. Je nach gesamtwirtschaftlicher Lage können dies Kurzarbeit oder längere Arbeitszeiten bei gleichem Lohn sein, aber auch Entlassungen oder Verlagerungen von Standorten ins Ausland. Schlagartige Aufwertungen können dadurch also deutliche Bremsspuren in der Wirtschaft hinterlassen. Das Problematische daran ist: Firmen, die aufgrund der Wechselkurssituation Standorte oder Arbeitsplätze verlagern, bauen diese kaum wieder in der Schweiz auf, wenn sich das Währungsumfeld bessert.<sup>1</sup>

Die Trägheit («Stickiness») der Wettbewerbsfähigkeit führt zwar dazu, dass es einiges braucht, bis etablierte Unternehmen Arbeitsplätze oder Standorte verlagern. Aber wenn der berühmte Tropfen das Fass zum Überlaufen bringt – wie bei einer solch starken und kurzfristig erfolgten Überbewertung –, dann kann dies zu heftigen Reaktionen und unwiederbringlichen Verlusten führen.

Seit der Finanzkrise sind beim Franken beide Tendenzen sichtbar. Es gibt eine

fundamentale Aufwertung (in der *Abbildung* durch den PPP-Wechselkurs dargestellt) und ein deutliches Überschreiten der nominalen Wechselkurse, die nur durch den Einsatz der Untergrenze von 1.20 Franken zum Euro während dreier Jahre kontrolliert wurde. Da der Franken vor allem wegen seiner Rolle als sicherer Anlagehafen überbewertet ist, ist eine baldige Annäherung des nominalen Kurses zum Euro an die Kaufkraftparitäten unwahrscheinlich.

Wenn die Wirtschaft ihre Hausaufgaben macht, kann sie der fundamentalen Aufwertung begegnen. Die Unternehmen haben in den letzten Jahren – und vor allem auch seit 2011 – in dieser Hinsicht bereits viel verbessert. Die Erfahrung zeigt: Eine auf Dauer starke Währung führt zu Produktivitätssteigerungen, weil man sich fit trimmen muss. Kommt es hingegen zu schlagartigen Veränderungen, kann die Politik unterstützend wirken. Nicht nur mit vorübergehenden Massnahmen wie Kurzarbeit, sondern vielmehr, indem sie die Pfeiler der Wettbewerbsfähigkeit stützt und ausbaut.

### Politik muss Wettbewerbsfähigkeit stärken

Die Schweizer Wirtschaft kann in diesem schwierigen Umfeld nur mithalten, wenn die Rahmenbedingungen laufend verbessert werden. Um die Nachteile aufzuwiegen, welche durch die Wechselkursentwicklung entstehen, müssen die Vorteile des Standorts Schweiz weiter ausgebaut

werden. Für die Pharmaindustrie mit ihrer bedeutenden Forschung und den langen Produktzyklen stehen die langfristige Steigerung der Innovation und der Produktivität in den Abläufen im Mittelpunkt, um sich auf dem Weltmarkt zu behaupten. Entsprechend ergeben sich bei den Rahmenbedingungen – neben der unverändert wichtigen Bedeutung der Exzellenz von Bildung und Forschung

**Firmen, die aufgrund der Wechselkurs-situation Standorte oder Arbeitsplätze verlagern, bauen diese kaum wieder in der Schweiz auf, wenn sich das Währungsumfeld bessert.**

– die folgenden drei Prioritäten: Marktzugang, Steuerpolitik und Erhaltung des flexiblen Arbeitsmarkts.

Beim Marktzugang geht es sowohl um den Zutritt internationaler Talente in die Schweiz als auch um den Zugang von Schweizer Produkten in internationale Märkte. Die pharmazeutische Industrie, deren Grundlage Innovation ist, muss die qualifiziertesten Köpfe weltweit rekrutieren können, um lokal zu forschen. In diesem Punkt kann man bereits heu-

<sup>1</sup> Siehe Mumenthaler und von Schnurbein (2015).

## Wechselkurs Franken – Euro

2 Franken/Euro



Für die Zeit vor der Einführung des Euros 2002 handelt es sich in der Abbildung um einen durchschnittlichen Wechselkurs der am europäischen Währungssystem beteiligten Währungen.

MACROBOND, BERECHNUNGEN ECONOMIESUISSE / DIE VOLKSWIRTSCHAFT

■ Kaufkraftparität (PPP) Franken/Euro

■ Wechselkurs Franken/Euro, nominal

dievowi.ch/?p=20906

te auf zukünftige Wettbewerbsnachteile hinweisen. Dazu gehören die vom Bund beschlossene Kürzung der Drittstaatenkontingente und die Umsetzung der Masseneinwanderungsinitiative. Es ist zu hoffen, dass in beiden Fällen mit Augenmass gehandelt wird.

Die Art, wie die Initiative umgesetzt wird, wird darüber entscheiden, wie der Zugang zum bedeutenden europäischen Markt in den nächsten Jahren aussehen wird. Die bilateralen Verträge haben sich bisher bewährt und sollten nicht leichtfertig aufs Spiel gesetzt werden. So erleichtert beispielsweise das Abkommen über die technischen Handelshemmnisse den Austausch mit der EU erheblich, indem nicht jede Produktionsstätte und -charge<sup>2</sup> doppelt oder gar mehrfach geprüft werden muss.

### Handlungsfelder: Marktzugang, Steuern und Arbeitszeiten

Auch der Marktzugang zu Drittstaaten muss stetig durch multi- oder bilaterale Freihandelsabkommen ausgeweitet werden, um Diskriminierung schweizerischer Lieferungen zu verhindern. In allen Freihandelsabkommen muss jedoch sichergestellt sein, dass Innovationsleistungen durch einen starken und durchsetzbaren Schutz der Rechte am geistigen Eigentum in aller Form anerkannt werden. Das ist für die Pharmaindustrie besonders wichtig.

Zudem ist die Steuerpolitik ein Pfeiler der Wettbewerbsfähigkeit. So muss das Steuerregime im Rahmen der Unternehmenssteuerreform III an internationale Standards angepasst werden, ohne dass die Schweiz ihre steuerliche Konkurrenzfähigkeit verliert. Entsprechend sind Ersatzmassnahmen für den Wegfall der kantonalen privilegierten Steuerregimes für Holdings, im Besonderen durch die geplanten Lizenzboxen, existenziell.

Es geht dabei keineswegs um Geschenke an die Industrie, sondern schlicht um

<sup>2</sup> Unter einer Produktionscharge wird die Gesamtheit sämtlicher Einheiten von z. B. Medikamenten verstanden, die in einem sogenannten Chargenprozess (oder einer Losfertigung) produziert werden. Diese wurden unter gleichen Bedingungen erzeugt, hergestellt oder verpackt.

#### Literatur

Mumenthaler, Stephan (2012). Für eine Industriepolitik 2.0, Die Volkswirtschaft, 7/8, S. 19–20.

den Erhalt der steuerlichen Attraktivität und Konkurrenzfähigkeit unseres Landes. Bei den Lizenzboxen erscheinen zusätzliche Abzüge für die Bereiche Forschung und Entwicklung sinnvoll. Zusammen mit einer sogenannten Inputförderung würde dadurch ermöglicht, dass Industrieunternehmen weiterhin im grossen Stil in der Schweiz forschen können.

Eine weitere Priorität sollte schliesslich die Sicherung des flexiblen Arbeitsmarktes sein. Arbeitszeitregelungen stellen einen bisher ungelösten Konflikt dar: Die flexiblen Realitäten der heutigen Arbeitswelt haben sich von den strikteren Gesetzesvorgaben zur detaillierten Arbeitszeiterfassung entfernt. Lange konnte hier keine Einigung erzielt, im Februar 2015 jedoch ein Zwischenerfolg vermeldet werden. Unter Vermittlung von Bundesrat Johann Schneider-Ammann wurde ein Einigungsvorschlag der Sozialpartner präsentiert. Die vorgeschlagene Lösung des Problems auf Verordnungsstufe, wonach unter bestimmten Bedingungen auf die Arbeitszeiterfassung verzichtet werden kann, ist begrüssenswert und sollte alsbald in Kraft gesetzt werden.

### Nicht zu vergessen: Branchenspezifische Regulierung

Bei allen Bemühungen um Verbesserungen bei den generellen Regulierungen darf nicht vergessen werden: Der Erfolg einer Branche hängt wesentlich von den spezifischen Regulierungen ab. Dies betrifft von den Banken (Stichwort «too big to fail») über die Uhrenindustrie (Stichwort «Swissness») bis zum Pharmasektor sämtliche Wirtschaftszweige.

In der Pharmaindustrie gibt es diesbezüglich durchaus gegensätzliche Bestrebungen zu konstatieren. Einerseits hat das Parlament mit dem Masterplan zur Förderung der biomedizinischen Forschung einen weitblickenden und ambitionierten Plan vom Bundesrat gefordert. Er trägt in der Diskussion des Heilmittelgesetzes mit zusätzlichen Anreizen zur Erforschung vernachlässigter Krankheiten und pädiatrischer Indikationen bereits erste Früchte. Andererseits hat der Bundesrat jedoch mit der Krankenversicherungsverordnung in

den letzten Jahren hinsichtlich der Preisfestsetzung und insbesondere der Preisüberprüfung von Medikamenten nur auf den Auslandpreisvergleich gesetzt, obwohl das Krankenversicherungsgesetz auch den therapeutischen Quervergleich vorsieht. Das gilt es in der aktuellen Revision der Verordnung nachhaltig zu korrigieren.

Das Staatssekretariat für Wirtschaft (Seco) betont immer wieder,<sup>3</sup> dass die Schweiz keine Industriepolitik mache und richtigerweise auf die Unterstützung von einzelnen Branchen durch Subventionen verzichte. Die Regierung setzt sich vielmehr für eine Stärkung des Wettbewerbs und der allgemeinen Rahmenbedingungen ein. Genau deswegen wäre es aber auch widersinnig, wenn die eine Hand des Staates versucht, die Wettbewerbsfähigkeit mit allgemeinen Regulierungen zu fördern, während die andere Hand des Staates diesen Effekt mit branchenspezifischer Regulierung zunichtemacht.

Wird bei der Regulierung spezifischer Branchen auch die Auswirkung auf deren Wettbewerbsfähigkeit gebührend berücksichtigt, entspricht dies einer «smarten» Industriepolitik, welche die ganze Volkswirtschaft stärkt.<sup>4</sup> Denn nur wenn Wirtschaft und Staat gemeinsam am selben Strick ziehen, kann die momentane Überbewertung des Fränkens bewältigt und der Werkplatz Schweiz für die Zukunft gesichert werden.

<sup>3</sup> Vgl. WBF (2014), S. 78.

<sup>4</sup> Vgl. Mumenthaler (2012).



**Stephan Mumenthaler**  
Dr. rer. pol.,  
Chefökonom  
Novartis, Basel.

**Barbara von Schnurbein**  
Dr. rer. pol.,  
Ökonomin, Novartis,  
Basel.

Eidgenössisches Departement für Wirtschaft, Bildung und Forschung (WBF): Bericht des Bundesrats vom 16.04.2014 in Erfüllung des Postulats Bischof (11.3461), Eine Industriepolitik für die Schweiz.



# «Es gibt auch in wirtschaftlichen Dingen so etwas wie Schwerkraft»

Der neue CEO des Zürcher Unternehmens Wellershoff & Partners, Felix Brill, äussert sich im Gespräch mit der «Volkswirtschaft» zum überbewerteten Franken und gibt sich zuversichtlich, dass die Schweizer Wirtschaft mit einem blauen Auge davonkommen wird. Eine unabhängige Geldpolitik habe viele Vorteile, sagt der Ökonom. Er hofft, die Nationalbank werde die Negativzinsen in einigen Monaten aufheben.

Herr Brill, Sie sind seit Kurzem CEO bei Wellershoff & Partners. Was sind die Herausforderungen?

Als bisheriger Chefökonom und Gründungspartner habe ich die Firma mit aufgebaut. Nun rücken nebst der volkswirtschaftlichen Analyse andere Aspekte in den Vordergrund: Was braucht es für einen möglichst guten Geschäftsablauf? Aber natürlich auch: Wie entwickelt man das Unternehmen weiter, wie setzt man die Strategie am besten um? Die jetzige Situation ist anspruchsvoll für viele unserer Kunden. Aus Firmensicht ist es eine interessante Zeit – weil so viel passiert.

Empfiehlt Schweizer Anlegern Währungen wie die norwegische Krone: Felix Brill im Gespräch mit der «Volkswirtschaft» im Restaurant Casino in Bern.

Haben Sie mehr Aufträge seit dem 15. Januar, als der Euromindestkurs aufgehoben wurde?

Kurzfristig gab es mehr Aufträge, da die Verunsicherung gestiegen war. Unsere bestehenden Kunden hatten wir bereits vor so einer Situation gewarnt.

Was raten Sie einer Exportfirma, die unter der Frankenstärke leidet?

Prinzipiell kann man sagen: Exportunternehmen, die hauptsächlich in den Euroraum exportieren, sollten derzeit keine zusätzliche Währungsabsicherung betreiben. Das verursacht nur Kosten. Die Wahrscheinlichkeit für eine weitere, deutliche Frankenaufwertung scheint derzeit eher gering. Gleichzeitig muss ein solches Unternehmen schauen, dass es über die Runden kommt. Gemäss den Erfahrungen nach dem Ausbruch der euro-

päischen Schuldenkrise können zum Beispiel temporäre Preisnachlässe gewährt werden.

Was sagen Sie den Finanzinstituten?

Denen raten wir explizit, Fremdwährungsanlagen aufzubauen. Insbesondere Europositionen finden wir da interessant. Der Franken ist auch gegenüber vielen anderen Währungen sehr stark. Zum Beispiel gegenüber skandinavischen Währungen wie der norwegischen Krone, aber auch eine diversifizierte Auswahl an Schwellenlandwährungen bietet sich an.

Das raten Sie in der Hoffnung, dass sich die Euroschwäche wieder legt?

Genau. Ich beziehe mich aber nicht auf das Prinzip Hoffnung. Denn es geht immer um eine Abwägung von Chancen und Risiken. In der aktuellen Situation ist es wirklich



## Zur Person

Felix Brill ist seit dem April 2015 CEO von Wellershoff & Partners. Er hat während der vergangenen fünf Jahre die volkswirtschaftliche Analysegruppe der Firma als Chefökonom geleitet und wird diese Rolle weiter in Personalunion ausüben. Der 35-Jährige ist in Kempten ausgewachsen und wohnt seit 2001 in die Schweiz. Zur Zeit lebt er in Zürich. Sein Studium und das Doktorat absolvierte er an den Universitäten St. Gallen, Bern und Stockholm. Seine ökonomischen Sporen verdiente er sich als Leiter der Schweizer Konjunkturanalyse bei der UBS.

## Wellershoff & Partners

Das Zürcher Unternehmen Wellershoff & Partners ist auf ökonomische Beratung und Finanzmarktfragen spezialisiert. Zu den Kunden gehören Schweizer Industrieunternehmen, Banken, Pensionskassen und Versicherungen. Diese wenden sich etwa mit anlagespezifischen Fragen an die 2009 von Klaus Wellershoff gegründete Firma. Die Berater sind zudem auf Analysen zur Absatzmarktentwicklung und zu Währungsrisiken spezialisiert. Die Firma beschäftigt zehn Mitarbeiter.



mal interessant, ohne Währungsabsicherung im grösseren Stil im Ausland zu investieren.

**Gibt es noch weitere Empfehlungen?**

Ja. Die mediale Diskussion hat sich ja sehr stark auf die Exportindustrie konzentriert. In der Schweiz gibt es aber auch viele Importeure. Und denen raten wir, sich jetzt gegen eine Aufwertung des Euros abzusichern.

Die Kritik war scharf, als die Nationalbank den Euromindestkurs am 15. Januar aufgehoben hat. Zwei Monate später findet laut einer Umfrage die Umfrage wurde durch das Forschungsinstitut GFS Bern im März 2015 im Rahmen des Wahlbarometers gemacht. Die Hälfte der Wahlberechtigten diesen Schritt richtig. Wie erklären Sie sich diesen erstaunlichen Sinneswandel?

Da spielen drei Faktoren eine Rolle. Erstens ist es der Nationalbank immer besser gelungen, zu erklären, warum dieser Schritt unausweichlich war. Die erste Kommunikation war ja nicht ganz optimal. Es brauchte vielleicht auch ein bisschen Zeit, es ist ja kein einfaches Thema.

**Und der zweite Punkt?**

Die befürchtete grosse Krise ist bisher ausgeblieben. Inzwischen haben wir erste Daten und Einschätzungen – und die sind gar nicht so schlecht. Der dritte Faktor ist der wichtigste: Eine Mehrheit der Befragten profitiert ja von den Eurorabatten. Ich als passionierter Velofahrer werde geradezu überschüttet mit Werbemails, die Eurorabatte von 20 Prozent versprechen. Im Hinterkopf denke ich mir: Ist das wirklich eine gute Entwicklung? Aber ehrlich gesagt: Ich fühle mich nicht schlecht dabei, wenn ich etwas günstiger bekomme, sondern freue mich sogar und denke, da bleibt mehr Geld übrig für andere Dinge – zum Beispiel fürs Restaurant.

Es gibt ja auch Stimmen, die sagen, die SNB solle eine andere Währungspolitik verfolgen. Es gibt Dänemark, das die Krone an den Euro anbindet. Oder Singapur steuert den Kurs über einen Währungskorb. Wäre das auch etwas für die Schweiz?

Zuerst muss man einen politischen Grundsatz klären: Ist die Gesellschaft bereit, so ein zentrales Souveränitätsrecht abzugeben?

**Können Sie das ausführen?**

Eine eigenständige Geldpolitik ist eine der wichtigsten Souveränitätsformen, die man

in der Wirtschaftspolitik haben kann. Mit einer eigenen Währung kann man besser auf die heimische Wirtschaft einwirken, auch wenn man natürlich als kleine, offene Volkswirtschaft wie die Schweiz von den Entwicklungen im Ausland abhängig bleibt. Ausserdem: Der Hauptauftrag der SNB ist die Gewährung der Preisstabilität unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Im Nationalbankgesetz

---

**«Wenn die Kunden das Geld nun tatsächlich unter die Matratze legen, wäre das ein absurder Bank-Run: Die Leute ziehen nicht das Geld ab, weil die Währung an Wert verliert, sondern wegen zu hoher Kosten.»**

steht nichts über die Aufhebung des freien Wechselkurses. Der Mindestkurs war meiner Einschätzung nach nur möglich, indem kommuniziert wurde: Das ist eine temporäre Notmassnahme.

**Rechtlich gesehen wäre eine permanente Anbindung an andere Währungen also gar nicht möglich. Und politisch?**

Ich bin jetzt seit 15 Jahren in der Schweiz und habe miterlebt, dass die Frage der nationalen Souveränität wichtig ist. Gleichzeitig ist sie politisch aufgeladen. Trotzdem wird so eine Diskussion wohl immer wieder geführt werden. Dabei sollte aber nicht vergessen werden, dass solche Massnahmen nicht nur Vorteile bringen, sondern auch Kosten verursachen.

**Welche konkreten Vorteile bietet denn die Unabhängigkeit?**

Wir hatten in der Schweiz über Jahrzehnte einen Zinsbonus. Dadurch konnten sich die Unternehmen zu tieferen Kosten finanzieren. Momentan mag das mehr als Fluch denn als Segen erscheinen, da die Zinsen negativ sind. Aber ich denke, es werden wieder Zeiten kommen, wo man diesen Vorteil wieder zu schätzen weiss.

**Die Nationalbank hat also am 15. Januar im Gesamtinteresse gehandelt.**

Ja, denn eine Geldpolitik, die nur auf die Interessen einiger Branchen ausgerichtet ist, dient dem Gesamtinteresse nicht. Wir haben beim Mindestkurs gesehen: Die Kosten können erheblich sein. Stichwort Buchverluste auf den Devisenreserven. Die Bewirtschaftung und irgendwann einmal auch der Abbau der hohen Devisenreserven werden die Mammutaufgabe der nächsten Jahre sein. Die Mindestkurspolitik wird die Geldpolitik der Nationalbank noch auf Jahre begleiten.

**Welche Lösungsansätze gibt es da?**

Ehrlich gesagt, nicht so viele. Denn die Schweizerische Nationalbank kann im Vergleich zur US-Notenbank weniger unabhängig handeln. Das Problem ist: Die Devisenreserven schränken die Nationalbank noch stärker ein als bisher: Sie ist durch die hohen Euroreserven in grossem Mass von der Europäischen Zentralbank abhängig.

**Dennoch hat die Nationalbank eine zusätzliche Ausschüttung von einer Milliarde Franken an Bund und Kantone beschlossen, das macht fürs Geschäftsjahr 2014 insgesamt zwei Milliarden.**

Das muss man schon kritisch hinterfragen. Die Eigenkapitaldeckung ist bei den gegenwärtigen Devisenkursen sehr dünn. In den Minuten nach der Aufhebung des Mindestkurses, als es zu heftigen Ausschlägen bei den Kursen kam, lag sogar eine Unterdeckung vor.

**Ist die am 24. April der 24. April ist ja erst morgen... beschlossene Gewinnausschüttung für dieses Jahr also eine Luxuslösung?**

Ich fürchte, das Thema Gewinnausschüttung wird in den nächsten Jahren in Anbetracht der Grösse der Devisenreserven vermehrt aufkommen. Derzeit weist die SNB etwa 520 Milliarden Franken Devisenreserven aus: Legt der Franken nur ein Prozent zu, schrumpfen die Devisenreserven um 5,2 Milliarden.

**Sie haben in einer Regressionsanalyse festgestellt, dass nach einem Jahr rund ein Drittel der Überbewertung abgebaut ist. Nach zwei Jahren sind es bereits 60 Prozent und nach drei Jahren 80 Prozent. Heisst das, es ergibt sich alles von selbst?**

(Lacht.) Es gibt auch in wirtschaftlichen Dingen so etwas wie Schwerkraft. Dass mir der Begriff gefällt, liegt vielleicht daran, dass ich auch Physik studiert habe. Im Ernst: Wir wissen leider nicht, wann sich diese Kräfte wieder voll entfalten. Die Wirtschaft ist kein Labor.



### Ihre Studie basiert auf Situationen in der Vergangenheit.

Es gibt nicht viele Möglichkeiten, langfristig wirklich sauber zu erklären, warum ein Wechselkurs in die eine oder in die andere Richtung geht. Als Einziges, was sogar empirisch bis ins 16. Jahrhundert zurück funktioniert, haben wir die relative Inflationsentwicklung und daraus abgeleitet die Kaufkraftparität. Das ist zwar keine exakte Wissenschaft, bietet aber eine sehr verlässliche Orientierung.

### Dennoch, wo schätzen Sie die Kaufkraftparität?

Vermutlich liegt sie bei etwa 1.27 Franken für einen Euro. Wir haben den Euro – basierend auf seinen Vorgängerwährungen – zurückgerechnet bis 1980 und gesehen: Die aktuelle Situation ist einmalig: In der Vergangenheit war der Franken noch nie so stark entfernt von der Kaufkraftparität. Der Franken ist derzeit etwa 20 Prozent zu hoch bewertet. Das ist richtig viel. Unsere Analyse hat aber auch ge-

zeigt, dass Fehlbewertungen lange anhalten können.

### Könnte es also länger dauern als die von Ihnen berechneten drei Jahre?

Ja, durchaus. Die Analyse hilft, uns auf die Zukunft vorzubereiten, erlaubt uns aber keine präzisen Prognosen. Wir empfehlen daher unseren Kunden, sich nicht auf die Scheingenauigkeit von Punktprognosen zu verlassen. Gerade in unsicheren Zeiten möchte man aber...

### ...Planungssicherheit.

Ja. Was ich einfach sagen kann, ist: Es gibt eine viel grössere Wahrscheinlichkeit, dass sich der Franken in den nächsten zwei Jahren abschwächt, als dass wir eine deutliche Aufwertung sehen werden. Dafür sprechen sowohl ökonomische als auch politische Faktoren. Dennoch kann ich nicht ausschliessen, dass eine Extremsituation nochmals extremer wird.

Sie sprechen von politischen Faktoren. Es kommt jetzt von allen Seiten die Forderung nach Erleichterungen und Konjunkturprogrammen. Kann man den betroffenen Branchen damit helfen?

Ich bin da prinzipiell zurückhaltend. Aktivismus ist in keiner Lebenslage gut. Klar war der 15. Januar ein Schock. Dennoch sind wir bis jetzt immer recht gut damit gefahren, eher weniger einzugreifen als zu viel. Leider verblasst die Erinnerung an die Finanzkrise 2009, als laut nach Konjunkturpaketen gerufen wurde. Die Schweiz hielt sich damals sehr stark zurück.

### Auch die Schweiz hat ein Stabilisierungsprogramm geschnürt.

Ja, aber nur punktuell. Wichtig ist, dass solche Massnahmen – wie die Kurzarbeit – zeitlich beschränkt sind. Denn: Viel schwieriger ist es, eine Regel rückgängig zu machen. Es kommt aber noch ein weiterer Aspekt hinzu: Wieweit sind wir als Gesellschaft bereit, die Kosten für ein Konjunkturprogramm zu tragen? Wollen wir etwa



den Tourismus unterstützen, weil es nicht nur darum geht, Unternehmen am Leben zu erhalten, sondern weil auch andere Aspekte eine Rolle spielen. Da muss man transparent über die tatsächlichen und potenziellen Kosten reden.

**Bei den Konjunkturprognosen gibt es grosse Unterschiede. Insgesamt aber gehen alle Institute von einer mehr oder weniger starken Verlangsamung des Wachstums aus. Wie schätzen Sie die Situation ein: Kommt jetzt die Krise, oder kommt sie nicht?**

Für einige Branchen – etwa für den Tourismus – wird es sehr schwierig: Da fehlt das Fettpolster. Insgesamt denke ich aber, dass die Schweizer Wirtschaft mit einem blauen Auge davonkommt.

**Was stimmt Sie so zuversichtlich?**

Moderat zuversichtlich. (Lacht.) Im Gegensatz zur Situation im Jahr 2011, als wir mit dem ersten Frankenschock umgehen mussten, haben sich die Aussichten der wichtigsten europäischen Handelspart-

ner deutlich verbessert. Es sieht wirklich gut aus, dass Europa endlich aus der Wirtschaftskrise findet. Insbesondere die Konjunkturumfragen der Europäischen Kommission stimmen zuversichtlich. Der Euroraum findet zurück auf den Wachstumspfad. Die spanische Wirtschaft wächst bereits wieder stark, bei anderen Sorgenkindern wie etwa Italien sieht es inzwischen auch besser aus. Die Nachfrage nach Schweizer Produkten müsste in Europa also wieder ansteigen. Gerade, wenn sich der Franken in Zukunft tatsächlich abschwächen wird. Da rate ich den Kunden, soweit möglich temporär Preisnachlässe zu gewähren, um Marktanteile nicht zu verlieren.

**Wie sieht es bei der Arbeitslosigkeit aus? Müssen wir uns auf einen starken Anstieg einstellen?**

Ich denke nicht. Abgesehen von einzelnen Branchen erwarte ich keinen dramatischen Anstieg. Das Problem liegt eher beim Beschäftigungswachstum, das war ein wesentlicher Treiber des Wachstums in den

letzten Jahren. In Kombination mit der Zuwanderung. Kurzfristig wird weiterhin der Privatkonsum die Konjunkturstütze sein, da wir von günstigen Importpreisen profitieren. Langfristig haben wir die Herausforderung, den Investitionsstandort attraktiv zu halten. Und auch von politischer Seite gibt es etwa im Nachzug der Masseneinwanderungsinitiative Unsicherheiten.

**Die SNB hat ja mit der Aufhebung des Mindestkurses auch Negativzinsen eingeführt. Was sind die Nebenwirkungen?**

Betroffene Banken stehen vor einem Dilemma: Gebe ich die Negativzinsen an meine Kunden weiter? Dann riskiere ich, dass mir die Kunden davonlaufen...

**... und das Geld unter die Matratze legen.**

Vielleicht in einem ersten Schritt noch zu einer anderen Bank, die es noch nicht macht. Wenn eine Bank die Negativzinsen aber nicht weitergibt, dann ist es schwieriger, Eigenkapital aufzubauen. Denn es fehlt ja schon mal das Geld, das sie an die SNB in Form der Negativzinsen abgibt. Wenn die Kunden das Geld nun tatsächlich unter die Matratze legen, wäre das ein absurder Bank-Run: Die Leute ziehen nicht das Geld ab, weil die Währung an Wert verliert, sondern wegen zu hoher Kosten. Zudem führen Negativzinsen zu unerwünschten Nebenwirkungen. Eine Pensionskasse könnte versucht sein, anderswo höhere Risiken einzugehen.

**Werden uns diese Negativzinsen noch lange begleiten?**

Ich fürchte, wir müssen uns noch auf absehbare Zeit damit auseinandersetzen. Es gibt Faktoren, welche die Negativzins-Politik beeinflussen. Etwa, wenn die EZB aufhört, Negativzinsen zu verlangen. Es sieht momentan aber nicht danach aus. Das grosse Anleihenkaufprogramm ist zumindest bis September 2016 terminiert. Ein zweiter Faktor ist der Wechselkurs. Die Grundvoraussetzung wäre, dass sich der Franken abschwächt. Je schneller das geht, umso eher wird die Nationalbank dieses Instrument fallen lassen.

**Es dauert also noch Jahre.**

Jahre nicht gerade, aber Monate. Wobei bei dieser Einschätzung tatsächlich auch ein gewisses Mass an Hoffnung mitschwingt.

*Interview: Susanne Blank, Chefredaktorin «Die Volkswirtschaft», Fotos: Marlen von Weissenfluh, «Die Volkswirtschaft».*