

# Die Eurokrise und der Schweizer Franken

Was bedeutet die gegenwärtige Eurokrise für die Schweizer Währung? Der Schweizer Franken hat sich in seiner bisherigen Geschichte vor allem im 20. Jahrhundert zum weltweiten Erfolgsmodell entwickelt. Die Identitätskrise der Eurozone schafft auch für den Schweizer Franken Probleme, insbesondere seine starke Aufwertung gegenüber dem Euro. Wie jedoch die historischen Erfahrungen der Schweiz sowohl mit fixen wie mit flexiblen Wechselkursen zeigen, ist die Wahrung der monetären Souveränität ein wertvolles Gut, für das es sich lohnt, die zeitweise schwankenden Wechselkurse in Kauf zu nehmen.



Der Aufstieg des Schweizer Francs vom Satelliten des französischen Franc zur Anlagewährung von internationalem Gewicht ging einher mit der politischen und gesellschaftlichen Festigung des Landes und dessen zunehmenden wirtschaftlichen Erfolg. Seit dem Ausbruch des Ersten Weltkriegs hat der Schweizer Franken gegenüber allen anderen Währungen massiv an Wert zugelegt.

Foto: Keystone

## Erfolgsgeschichte Schweizer Franken

Der Schweizer Franken ist gegenwärtig auf einem Höhenflug und strotzt vor Kraft. Zwei Jahre nach der Gründung des modernen Bundesstaates mit dem Eidgenössischen Münzgesetz von 1850 geschaffen, blieb die neue Schweizer Währung im ersten halben Jahrhundert ihrer Existenz ein Anhängsel des französischen Franc. Sie neigte damals gegenüber dem französischen Franc häufig zur Schwäche: Statt durch einen Zinsbonus, wie wir ihn heute kennen, war der Schweizer Franken in den Jahrzehnten vor dem Aus-



Prof. em. Ernst  
Baltensperger  
Universität Bern

bruch des Ersten Weltkriegs gegenüber der französischen Währung durch einen Zinsmalus (Zinsaufschlag) charakterisiert.

Im Verlauf des 20. Jahrhunderts jedoch hat sich das stark verändert. Seit dem Ausbruch des Ersten Weltkriegs hat der Schweizer Franken gegenüber allen anderen Währungen massiv an Wert zugelegt. 1914 galt der US-Dollar 5,18 Schweizer Franken; gegenwärtig erhält man für ihn rund 95 Rappen. Bei den meisten anderen Währungen war der relative Wertverlust noch grösser. Das britische Pfund war 1914 gut 25 Schweizer Franken wert, heute sind es noch rund 1,50 Franken. Besonders ausgeprägt war der relative Wertzerfall bei den ehemaligen Partnerwährungen der Lateinischen Münzunion, der die Schweiz im 19. Jahrhundert lange Zeit angehörte, wie dem französischen Franc und der italienischen Lira. Bei der Einführung des Euro im Jahr 1999 war der Wert der Lira nur noch in Tausendsteln Schweizer Franken zu messen.

Der Aufstieg des Schweizer Francs vom Satelliten des französischen Franc zur selbständigen und starken Anlagewährung von internationalem Gewicht ging einher mit der politischen und gesellschaftlichen Festigung

des Landes und dessen zunehmenden wirtschaftlichen Erfolg. Eine zentrale Rolle spielte dabei der ausgeprägte Wille zur Selbständigkeit und zur finanzpolitischen und monetären Stabilität, der die Schweiz im internationalen Vergleich stets gekennzeichnet hat. In einem zerrütteten gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Umfeld lässt sich eine stabile monetäre Ordnung schwer aufbauen und aufrechterhalten. Dass die Schweiz seit eineinhalb Jahrhunderten – aufgrund politischer Klugheit und dank glücklicher Umstände – von Kriegswirren verschont geblieben ist, hat natürlich ebenfalls stark zum Aufbau des Stabilitäts- und Vertrauenskapitals beigetragen, von dem der Schweizer Franken heute profitiert.

### **Eurokrise und die Rolle der EZB**

Europa und die Eurozone werden gegenwärtig von einer schweren Schulden- und Bankenkrise geschüttelt. Diese Krise ist in ihrem Ursprung eine Krise der europäischen Finanzverfassung. Die Gründer der Währungsunion versprachen eine gemeinsame Währung, schlossen jedoch eine Fiskal- und Schuldenunion ausdrücklich aus. Finanzpolitischer Schlendrian in zahlreichen Mitgliedsländern und die Folgen eines überschuldeten und fragilen Bankensystems haben aber politischen Druck geschaffen, der die Union entgegen dieser Verpflichtung zunehmend auf den Weg einer Transfer- und Schuldenunion zu führen droht.

Die grosse wirtschaftliche und gesellschaftspolitische Heterogenität ihrer Teilnehmerländer bedeutete für die Währungsunion von Anfang an ein hohes Risiko und eine strukturelle Belastung. Mit der aktuellen Verschuldungskrise sind diese latenten Probleme voll zum Ausbruch gekommen. Die Eurozone ist in Bezug auf Wirtschaftskraft, Verschuldung und gesellschaftliche Vorstellungen viel zu heterogen. Sie lässt sich nur durch stets weitere Schritte zur Sozialisierung von Risiken und Verpflichtungen noch zusammenhalten. Diese schleichende Bewegung zur Transferunion dürfte sich auf Dauer als politisch instabil erweisen. Die Gefahr ist gross, dass es langfristig zu politischen Veränderungen kommen wird, welche die Eurozone in ihrer bisherigen Form in Frage stellen.

Der neu geschaffenen Europäischen Zentralbank (EZB) gelang es im ersten Jahrzehnt ihrer Tätigkeit zunächst noch gut, den Euro als stabile und zuverlässige gesamteuropäische Währung einzuführen. Entscheidend dafür war die solide Verankerung ihrer Politik in einem Zentralbankstatut, das sie mit starker Unabhängigkeit von der Politik und der staatlichen Finanzpolitik sowie einem klaren

Mandat (Gewährleistung der Preisstabilität und subsidiär Konjunktur Stabilisierung) ausstattete. Die schrittweise Verletzung der ursprünglichen Prinzipien der Währungsunion begann jedoch mehr und mehr auch Schatten auf die EZB als Institution zu werfen. Die Tatsache, dass die EZB zunehmend ins Visier der Politik gerät, wurde zu einer Belastung für die von ihr geschaffene neue Währung.

### **Zugleich globale Risiken und Dollarschwäche**

Dazu kommen die allgemeinen Risiken der heutigen globalen Wirtschaftslage. Die EZB hat, wie alle Zentralbanken der Welt, in den letzten Jahren in gewaltigem Ausmass ihre Bilanz verlängert und Liquidität geschaffen. Das war als Reaktion auf die Krise auch korrekt. Die Vermeidung zukünftiger Inflation und Währungsschwäche erfordert aber, dass diese Zusatzliquidität auch rechtzeitig wieder vom Markt abgeschöpft wird, wenn sich die Lage der Wirtschaft und der Geldmärkte einmal normalisiert. In ihrer heutigen Verfassung ist die Versuchung für die EU jedoch gross, durch etwas mehr Inflationstoleranz im «Norden» den Wettbewerbsrückstand des «Südens» abzubauen und so die internen Handelsungleichgewichte der Eurozone auszugleichen. Die Angst davor, dass Zinserhöhungen und fallende Vermögenspreise das europäische Bankensystem und den Finanzhaushalt der Krisenstaaten erneut destabilisieren, erhöht zusätzlich das Risiko, dass die geldpolitische Korrektur der EZB einmal zu spät kommen wird.

Auch die USA stehen gegenwärtig wirtschaftlich schwach da. Gelähmt von Fiskaldefiziten, unkontrollierter Staatsverschuldung und den noch nicht voll bewältigten Spätfolgen einer massiven Überschuldung des Privatsektors, kranken sie an eigenen Problemen. Das Risiko ist hoch, dass das Federal Reserve aufgrund der ungelösten Haushaltsprobleme das Zinsniveau viel zu lange tief halten und seinen Kurs zu spät korrigieren wird, wenn einmal die konjunkturelle Wende und die Rückkehr zu Wachstum und Normalbeschäftigung in Sicht kommt. Die USA neigen ohnehin stark dazu, die Inflation als Mittel zum Abbau der realen Staatsverschuldung einzusetzen, und es droht eine zunehmende Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik. Dies ist kein gutes Omen für die Stabilität des US-Dollars.

### **Bedrohung für den Schweizer Franken?**

Infolge dieser Entwicklungen ist der Schweizer Franken in der jüngsten Zeit unter immensen Aufwertungsdruck geraten. Wer-

den all diese Unsicherheiten und Gefahren auch zur Bedrohung für ihn? Stellen sie gar seine Zukunft als unabhängige Währung in Frage? Solche Befürchtungen werden heute nicht selten vorgebracht. Darauf ist eine differenzierte Antwort notwendig.

Zunächst: Es ist kein Wunder, dass die unsicheren Perspektiven von Eurozone und USA für deren Währungen zum Belastungsfaktor geworden sind. Ebenso ist es klar, dass ein krisenhaftes Umfeld auch für stabile, grundsätzlich solide Währungen Schwierigkeiten schaffen kann. Das war schon immer so – die Schweiz hat dies in ihrer Geschichte mehrfach erfahren, etwa während der Grossen Depression der 1930er-Jahre, oder in der Endphase des Bretton-Woods-Systems in den späten 1960er- und frühen 1970er-Jahren, und dann wieder während der starken Währungsturbulenzen von 1977/78. Die Erfahrung zeigt, dass ein Land sich in solchen Situationen von der Umwelt nie völlig abschotten kann. So war die Schweiz 1936 nach langem Zögern am Ende doch gezwungen, den Franken um 30% abzuwerten. Sie hätte dies besser bereits früher getan, nachdem die starken Abwertungen von Grossbritannien (1931) und den USA (1933/34) die Schweizer Währung real weit überbewertet und die internationale Wettbewerbsposition der schweizerischen Wirtschaft massiv verschlechtert hatte.

Aber solche Entwicklungen haben noch nie bedeutet, dass die Schweiz deswegen ihre währungspolitische Selbständigkeit aufgeben musste oder dass der Erfolgskurs ihrer Währungspolitik auf Dauer in Frage gestellt worden wäre. Die Schweiz leidet im Moment im internationalen Vergleich an «zu viel Erfolg». Das kann beim Wechselkurs zu Übertreibungen führen. Mit diesen muss man pragmatisch und mit Realitätssinn umgehen, ohne dabei die eigenen Prinzipien langfristig zu vergessen. Grundsätzlich ist eine starke Währung positiv zu werten. Der Erfolg einer Währung ist noch nie an ihrer Schwäche gemessen worden. Währungen wurden auch nicht wegen ihres Erfolgs und ihrer Stabilität aufgegeben, sondern eher schon umgekehrt – oder dann aus rein politischen Gründen, wie im Falle der DM. Die DM galt zu recht als eine der erfolgreichsten Währungen ihrer Zeit, gerade weil sie stark war.

### **Kursuntergrenze zur Stabilisierung der Volkswirtschaft**

Im vergangenen Jahr gerieten die Devisenmärkte als Folge von Eurokrise und Dollarschwäche zeitweise ausser Rand und Band. Eine massive, in ihrer Geschwindigkeit kaum je erlebte Aufwertung des Frankens be-

wog die 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). Hätte die SNB nicht interveniert, hätte dieser Aufwertungsschock eine starke Verschärfung ihres geldpolitischen Kurses bewirkt und die Zukunft unserer Exportwirtschaft im Mark bedroht. Die Notenbank musste für eine gewisse Sicherheit sorgen. Die konsequente Durchsetzung der Kursuntergrenze hat viel dazu beigetragen, dem Wirtschaftsstandort Schweiz eine minimale Planungssicherheit zu erhalten und die Volkswirtschaft zu stabilisieren. Die Interventionspolitik genießt aus diesem Grund auch breite Unterstützung, was für ihre Glaubwürdigkeit und Effizienz von zentraler Bedeutung ist.

Es gibt zwei hauptsächliche Risiken der Kursuntergrenze, die gegen die Risiken einer Nichtintervention abzuwägen sind:

- Einerseits könnte es zu Verlusten auf den Devisenbeständen der SNB kommen, sollte sich der Euro gegenüber dem Franken langfristig weiter abschwächen. Solche Verluste dürften aber auf die Dauer durch höhere Renditen auf den Devisenanlagen wieder ausgeglichen werden.
- Andererseits besteht die Gefahr, dass die Nationalbank die immense Liquidität, die sie als Folge ihrer Krisenpolitik geschaffen hat und vielleicht noch zusätzlich schaffen muss, nicht rechtzeitig abschöpfen wird, wenn sich die Situation einmal normalisiert. Die Folge wäre Inflation. Dies wird die SNB in Zukunft noch stark fordern. Dem gleichen Risiko stehen natürlich auch die anderen Zentralbanken der Welt gegenüber.

Die gegenwärtige Interventionspolitik ist nicht als Abschied von der Politik geldpolitischer Autonomie zu verstehen. Sie stellt vielmehr die Form dar, in der sich diese im heutigen monetär extrem turbulenten internationalen Umfeld äussert. Wir können die Kursuntergrenze ja jederzeit wieder aufheben oder sie anpassen, wenn die Zeit dafür reif ist. Keine internationale Verpflichtung oder selbstauferlegte Restriktion hindert uns daran.

### **Der Wert monetärer Souveränität**

Wäre es sinnvoll und realistisch, dass sich die Schweiz fest einem grossen Währungsraum anschliesst? Die Schweiz hat in ihrer Geschichte sowohl mit fixen wie mit flexiblen Wechselkursen ausgedehnte Erfahrung gesammelt. Ein Fixkurssystem bringt be-

merkwürdige Vorzüge mit sich, solange es reibungslos funktioniert. Dies war der Fall in der Zeit des klassischen Goldstandards sowie in der frühen Ära des Systems von Bretton Woods. Ein Fixkursystem setzt aber eine gemeinsame, klare Verpflichtung aller Teilnehmer auf eine stabile Geld- und Währungspolitik voraus, soll es funktions- und überlebensfähig sein. Für eine Währungsunion gilt das erst recht. Wären solche Bedingungen zuverlässig gegeben, könnte ein Anschluss auch für die Schweiz eine Option sein. Danach sieht es aber gegenwärtig überhaupt nicht aus. Der notwendige Aufbau von Vertrauen würde wohl Jahrzehnte beanspruchen.

Letztlich bedingt ein Fixkursystem eine Verständigung nicht nur im monetären Bereich, sondern auch auf gewisse Parameter der Wirtschaftspolitik in anderen Feldern, insbesondere auf fiskalische Stabilität und die Flexibilität der Güter- und Faktormärkte. Mangelnde Bereitschaft, diese Bedingungen zu respektieren, führt zum Aufbau langfristig unhaltbarer internationaler Ungleichgewichte und zu Bemühungen, das System über administrative Massnahmen zu stabilisieren, sei es über Handelsbehinderungen und Kapitalverkehrsbeschränkungen, sei es über den Aufbau internationaler Transfermechanismen. Ein System wird damit zwangsläufig labil.

Sind diese Bedingungen nicht gegeben, kann ein Fixkursystem ein hohes Spannungs- und Unruhepotenzial entfalten. Auch dies hat die Schweiz mehrfach und schmerzhaft erfahren: in Phasen der Lateinischen Münzunion im 19. Jahrhundert, besonders ausgiebig in der Zeit der Grossen Depression der 1930er-Jahre und später wieder in der Endphase des Bretton-Woods-Systems. Die Schweiz hat gelernt, dass ein «Leben mit schwankenden Kursen» unter solchen Bedingungen das kleinere Übel darstellen und ein Regime flexibler Wechselkurse die attraktivere Alternative sein kann. Sind zuverlässige, international breit verankerte Überzeugungen und Verpflichtungen auf eine Stabilitätsgemeinschaft nicht erreichbar, ist es im Zweifelsfall besser, mit den von Zeit zu Zeit möglichen Turbulenzen eines Systems schwankender Kurse zu leben als mit den Gefahren eines unglaubwürdigen, «synchronisierten» Systems.

Die Bewahrung der monetären Souveränität empfiehlt sich vor diesem Hintergrund als wertvolles Gut, als Option, die niemals unbedacht und leichtsinnig aufgegeben werden sollte. Sie erlaubt prinzipiell – auch beim Eingehen möglicher Fixkursverpflichtungen – die jederzeitige Rückkehr zu einem autonomen, selbst bestimmten geldpolitischen

Kurs. Die Gefahren und Risiken, die mit der vorzeitigen Abgabe monetärer Souveränität an eine höhere, gemeinschaftliche Ebene – ohne vorherige glaubwürdige Einigung auf gemeinsame politische und ökonomische Werte – verbunden sein können, werden durch die gegenwärtigen Wirren der Eurozone eindrücklich belegt. Dies zeigt sich gerade im Vergleich der Europäischen Währungsunion unserer Zeit mit der Lateinischen Münzunion des 19. Jahrhunderts. Eine Abgabe monetärer Souveränität auf die Unionsebene fand damals nicht statt. Die Währungen der Teilnehmerländer blieben in ihrer Definition und gesetzlichen Grundlage national verankert. Es handelte sich lediglich um eine internationale Vereinbarung zur gemeinsamen Adoption eines bestimmten Metallwährungsstandards. Austritt und Rückkehr zu einem abweichenden währungspolitischen Kurs waren grundsätzlich jederzeit möglich und vergleichsweise einfach vollziehbar – ganz anders als in der heutigen Währungsunion in Europa. ■

Kasten 1

**Literatur**

- Baltensperger, Ernst (2010), Geldpolitik: Autonomie als Stabilitätsanker, in: Gentinetta, K. und G. Kohler (Hrsg.), Souveränität im Härtesten, NZZ Libro, Zürich.
- Baltensperger, Ernst (2012), Der Schweizer Franken – Eine Erfolgsgeschichte. Die Währung der Schweiz im 19. Und 20. Jahrhundert, NZZ Libro, Zürich.