
Juli 2010

**Grosse Währung eines kleinen Landes:
Der Schweizer Franken 1850 bis?**

WWZ Discussion Paper 2010/09
Schriftliche Version Vortrag ECSA Tagung, Wien, 23./24. April 2010

Peter Kugler

Der Autor:

Prof. Dr. Peter Kugler

Ordinarius für Monetäre Makroökonomik
Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der
Universität Basel (WWZ)
Peter Merian-Weg 6
CH - 4002 Basel

Telefon: +41(0)61 267 33 44

peter.kugler@unibas.ch

Eine Publikation des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ) der Universität Basel.

© WWZ Forum 2010 und des Autors / der Autoren. Eine Reproduktion über die persönliche Nutzung des Papiers in Forschung und Lehre hinaus bedarf der Zustimmung des Autors / der Autoren.

Kontakt:

WWZ Forum | Peter Merian-Weg 6 | CH-4002 Basel | forum-wwz@unibas.ch | www.wwz.unibas.ch

**Grosse Währung eines kleinen Landes: Der Schweizer Franken 1850 ?
Schriftliche Version Vortrag ECSA Tagung, Wien, 23/24. April 2010**

1. Einleitung

Mit der Einführung des Euros im Jahre 1999 sind in der Schweiz vielfach Befürchtungen geäussert worden, dass der Franken nicht mehr neben der Gemeinschaftswährung bestehen könnte, dass der Franken so zu sagen von der Euroflut weggeschwemmt werde. Die seit 1999 gemachten Erfahrungen widerlegen offensichtlich diese Befürchtung. Der Franken ist weiterhin eine international nachgefragte Anlagewährung und es gibt keine Anzeichen dafür, dass die Schweizerische Währung in der inländischen Verwendung durch den Euro verdrängt wird. Ganz im Gegenteil zeigt sich in der jüngsten Fiskalkrise des Euroraums, dass der Franken eine im Euroraum sehr gesuchte Währung ist, und dass trotz massiven Interventionen der Schweizerischen Nationalbank (SNB) eine starke reale Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro nicht zu verhindern war. Zudem zeigt die zentralen makroökonomischen Indikatoren Wachstum, Arbeitslosigkeit, Zins und Inflation für die Schweiz eine sehr positive Entwicklung seit 1999. Dieser Sachverhalt legt nahe, dass die Schweiz mit einer eigenen Währung in den letzten 11 Jahren gut gefahren ist und dass es keinen zwingenden Grund gibt die eigene Währung aufzugeben.

In diesem Beitrag wollen neben einer kurzen Darstellung der oben genannten Sachverhalte primär den Ursachen des Erfolgs der Schweizer Frankens nachgehen und uns auch die Frage stellen, ob der oben skizzierte Sachverhalt überraschend ist oder ob er aufgrund ökonomischer Theorie und historischer Erfahrung zu erwarten war. Wie wir sehen werden legen sowohl Theorie als auch Geschichte den Schluss nahe, dass dieses Ergebnis kaum überraschend ist.

Aus theoretischer Sicht bietet ein grosser Währungsraum zweifellos mikroökonomischer Vorteile: Transaktionskosten im weitesten Sinn zwischen den beteiligten Ländern werden dadurch kleiner und der Aussenhandel im weitesten Sinne (für Güter, Dienste Arbeit und Kapital) wird dadurch erleichtert, was natürlich vor allem für kleine offene Volkswirtschaften ein Vorteil darstellt. Dem steht jedoch der makroökonomische Nachteil gegenüber, dass die einzelnen Länder auf eine autonome Geldpolitik verzichten müssen. Zudem sollten auch die Fiskalpolitik zwischen den einzelnen Regionen harmonisiert werden, um eine fiskalische Unterhöhnung der Gemeinschaftswährung zu verhindern. Diese Einschränkungen sind umso gewichtiger je heterogener ein Währungsraum ist und je geringer die Mobilität des Faktors Arbeit und der automatische Fiskalausgleich zwischen den Ländern (z. B. über eine gemeinsame Arbeitslosenversicherung) ist. Letztlich setzt eine Währungsunion einen Konsensus über die mit Geld- und Fiskalpolitik anzustrebenden Ziele voraus. Daher drängt sich die Aufrechterhaltung einer eigenen Währung auf, sobald ein Land höhere Anforderungen an Preisstabilität und Fiskaldisziplin als die andern Mitglieder einer potentiellen Währungsunion stellt. Unter diesen Umständen sollte es auch nicht schwierig sein diese eigene Währung auch eines kleinen Landes aufrecht zu erhalten, da das langfristige Überleben einer Währung letztlich nicht von ihrer Quantität sondern von ihre Qualität, d. h. ihrer Stabilität, abhängt. Diese Argumente sind wohl bekannt und sie sollen daher hier auch nicht weiter vertieft werden, auch wenn die Politiker diese Tatsache immer wieder verdrängen oder schlicht nicht zur Kenntnis nehmen.

Interessanter und weniger bekannt ist, was aus historischer Perspektive über den Zusammenhang zwischen Grösse des Währungsgebiets und Stabilität der Währung zu sagen ist. Dieser Aspekt wird im zweiten Abschnitt ein wenig näher beleuchtet. Dabei zeigt sich, dass eher Kleinstaaten langfristig stabile Währungen geschaffen haben als grosse Reiche und Länder. Vor diesem Hintergrund wird im dritten Abschnitt kurz ein Abriss der Geschichte des Schweizer Frankens gegeben und auf einige Besonderheiten dieser Währung hingewiesen. Abschnitt 4 zeichnet kurz die Entwicklung der Schweizerischen Volkswirtschaft bezüglich Wachstum,

Arbeitslosigkeit, Zins und Inflation im internationalen Vergleich seit 1999 auf. Die Schlussfolgerungen finden sich in Abschnitt 5.

2. Grösse des Währungsraums und Stabilität der Währung in historischer Perspektive

Aus währungsgeschichtlicher Perspektive ist festzuhalten, dass die meisten grossen Reiche und Länder nicht in der Lage waren, eine langfristig stabile Währung zu schaffen. Dieser Sachverhalt stellt eine Konstante der Geschichte dar. Letztlich haben immer wieder zu hohe und nicht nachhaltig finanzierbare Staatsausgaben zu Münzverschlechterung und exzessiver Papiergeldschöpfung mit inflationären Konsequenzen geführt.

Als erstes Beispiel können wir das römische Imperium anführen. Die zentrale Geldeinheit war über knapp drei Jahrhunderte der Silber Denarius. Diese Münze konnte nur in den gut ersten 175 Jahren stabil gehalten werden (vom Prinzipat des Augustus bis zu dem von Antoninus Pius, i. e. von 27 v. Chr. – 148 n. Chr.). Danach setzte unter den letzten Adoptivkaisern und den Severern eine Münzverschlechterung mit langfristig inflationären Konsequenzen ein, die dann unter den Soldatenkaisern (235-284) ein dramatisches Ausmass annahm. Schliesslich wurde diese Münze nicht mehr als Tauschmittel akzeptiert und das römische Imperium konnte nach einer missglückten Währungsreform unter Diokletian schliesslich mit dem goldenen Solidus im Verlauf des 4. Jahrhunderts wieder eine stabile Währung schaffen (Bernholz, 2003, S. 24-27, Drexhage, Kuonen und Ruffing, 2002, S. 205-207). Der Solidus konnte sich in Ostrom behaupten und diente bis zum 11. Jahrhundert als stabile Währung, die auch in internationalen Transaktionen akzeptiert wurde. Mit den zunehmenden Problemen des byzantinischen Reichs wurde dieses Geld auch verschlechtert und verlor so seine Funktion als internationales Zahlungsmittel (Bernholz, 2003, S. 31).

Zweitens ist auch die monetäre Geschichte des Chinesischen Kaiserreichs von der Sung-Dynastie (960-1272) bis zur Qing-Dynastie (1644-1911) von grosstem Interesse

im vorliegenden Zusammenhang¹. Die frühe Kenntnis des Buchdrucks erlaubte die Einführung von Papiergeld im 11. Jahrhundert, das für grosse Transaktionen viel geeigneter war als die in China verwendeten Kupfermünzen von geringem Wert. Dieses Papiergeld war ursprünglich durch Silber oder Gold gedeckt. Jedoch wurde die Möglichkeit der Papiergeldschöpfung von drei chinesischen Kaiserdynastien (Sung, Yuan und Ming) zur Finanzierung exzessiver Staatsausgaben missbraucht. Die daraus entstandenen Inflationen führten dazu, dass die Verwendung von Papiergeld durch den Staat letztlich nicht gegen den Markt durchgesetzt werden konnte: Die staatliche Ausgabe von Papiergeld wurde von den Ming ab 1448 allmählich aufgegeben. Zudem ist zu erwähnen, dass Silberbarren als Zahlungsmittel für grosse Transaktionen durch den Markt etabliert wurde. Der chinesische Staat versuchte diese monetäre Verwendung von Silber zu unterbinden. Er blieb aber erfolglos und akzeptierte 1792 mit der erstmaligen Prägung von Silbermünzen schliesslich auch de jure die monetäre Verwendung dieses Edelmetalls.

Drittens ist Ähnliches auch zu den Währungen der europäischen grossen Reiche im späten Mittelalter und der Neuzeit zu vermerken. Die Währung des britischen Weltreichs, das vom Ende des Siebenjährigen Kriegs (1763) bis nach dem Zweiten Weltkrieg (1948) datiert werden kann, zeichnete sich auch nicht durch lang anhaltende Stabilität aus: Die Konvertibilität des Pfundes wurde immer wieder in Kriegs- und Krisenzeiten suspendiert und nur gerade für die Jahre von 1819 – 1914 ist eine längere Periode mit Währungsstabilität zu verzeichnen. Den USA als Ableger des Britischen Imperiums gelang es nach Währungsturbulenzen von der Schaffung des Dollars 1789 bis nach dem Ende des Bürgerkriegs nur gerade für die Jahre 1873 – 1914 eine relativ stabile Währung mit nur einer Abwertung 1933 zu schaffen. Frankreich war zu seinen „besten Zeiten“ (Spätmittelalter, frühe Neuzeit, Revolution und Kaiserreich) erst unter Napoleon in der Lage, eine für gut 110 Jahre stabile Währung zu schaffen. Das frühneuzeitliche Spanische Weltreich und 2. sowie 3. Deutsche Reich mit dem spektakulären Untergang der Mark respektive der

¹ Eine sehr gute Darstellung dieses Themas findet sich im Buch von Richard von Glahn (1996).

Reichsmark in der Hyperinflation von 1923 beziehungsweise der Währungsreform von 1948 liefern zwei weitere Beispiele².

Die Währungen der meisten Kleinstaaten erfreuten sich auch keiner grossen Stabilität. Trotzdem gelang es immer wieder relativ kleinen Ländern mit ausgeprägten Aussenhandelsinteressen langfristig stabile Währungen zu schaffen, die auch in internationalen Transaktionen akzeptiert wurden. Frühe Beispiele sind Florenz mit dem Forin oder Fiorino d'oro (1252-1736), Venedig mit dem Dukaten (1284-1797) und England als kleines Land im Spätmittelalter mit dem Pfund Sterling (1280-1550). Das jüngste Beispiel stellt der im Jahre 1850 nach der Gründung des Bundesstaats 1848 geschaffene Schweizer Franken, auf dessen Geschichte wir im nächsten Abschnitt kurz eingehen wollen.

3. Abriss der Geschichte des Schweizerfrankens

Der „neue“ Schweizerfranken definiert als 5 Gr. Silber mit 90% Feingehalt (gleich einem französischen Franc) wurde zwei Jahre nach der Gründung des Bundesstaates 1850 geschaffen³. Damit ging das Münzrecht, das vorher bei den Kantonen lag, an den Bund über. Die Regelung der Ausgabe von Banknoten blieb aber bis 1881 bei den Kantonen und die Schweiz stand weiterhin unter einem vergleichsweise gut funktionierenden „free banking“ – Regime mit privater Notenausgabe (Weber 1988, 1992). Mit dem Bankgesetz von 1881 wurde die Notenausgabe national geregelt und mit der Gründung der Schweizerischen Nationalbank 1907 wurde ein nationales staatliches Notenmonopol geschaffen. Bis zu diesem Jahr war die Schweiz mehr oder weniger ein monetärer Satellit der monetären Grossmacht Frankreich. Unter der 1865 geschaffenen, französisch dominierten lateinische Münzunion der Länder Belgien, Frankreich, Italien und der Schweiz zirkulierten die Münzen der Mitglieder in allen

² Bernholz (2003) enthält eine Analyse der Inflationsperioden für verschiedene Währungen und im Kapitel 13 von Spuffort(1988) findet sich eine hervorragende Übersicht über die Währungsinstabilität von 1250 – 1500 in Europa.

³ Nach der Restauration des Bundes der neu 22 Kantone wurde der „alte“ Schweizerfranken als Rechnungseinheit von 6.665 Gr. Silber geschaffen und von den meisten Kantonen als solche akzeptiert. Jedoch wurden keine entsprechenden Münzen geprägt

Ländern gleichwertig⁴. Damit übernahm die Schweiz auch die bimetallische Goldbindung des Frankens mit dem „französischen“ Gold/Silber Wertverhältnis von 15.5:1.

Neben der Gründung der SNB stellt der erste Weltkrieg die entscheidende Zäsur für die internationale Bedeutung des Schweizer Frankens dar. Im Gegensatz zu Frankreich ging die Schweiz trotz Kriegsinflation de facto 1924 und de jure 1929 mit einer gewaltigen Nachkriegsdeflation zur alten Parität von 0.29 Gr. Feingold zurück. Diese Parität wurde auch in der Weltwirtschaftskrise bis 1936 gehalten und erst nach der Abwertung des Franc wurde der Franken um 30% abgewertet. Die Konvertibilität des Frankens wurde wenigstens für Handelstransaktionen im internationalen Vergleich weitgehend aufrechterhalten und nach dem zweiten Weltkrieg partizipierte der Franken mit einer Parität von 0.23 US-\$ am Fixkurssystem von Bretton Woods (1944-1971). Mit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen wertete sich der Franken stark gegenüber praktisch allen Währungen nicht nur nominal sondern auch real auf (ca. 44% gegenüber den Währungen des heutigen Euroraums).

Der Franken zeichnet sich nach dem ersten Weltkrieg im internationalen Vergleich durch eine ausgeprägt relative Stabilität aus. Zur Illustration dieses Sachverhalts findet sich in Tabelle 1 Wechselkurse gegenüber dem US\$, Britischen £, dem „alten“ französischen Franc (1 „neue“ Franc = 100 „alte“ Franc) und der italienischen Lira. Alle diese Währungen haben mindesten 80% an Wert verloren. Insbesondere eindrücklich ist der Wertverlust der beiden Schwesterwährungen in der lateinischen Münzunion, deren Frankewert bei der Einführung des Euros nur in Tausendstel ausgedrückt ist.

⁴ 1868 schloss sich Griechenland der Münzunion an. Mit dem ersten Weltkrieg wurde die Union de facto aufgelöst (de jure erst 1926).

Tabelle 1: Aufwertung des SFr seit dem Goldstandard (1875-1914).

SFr Wechselkurs	Goldstandard	2010/1998
US\$	5.18	1.06
B£	25.22	1.61
FFr („alter“ F)	1.0	0.0024
Lira	1.0	0.00084

Diese Stabilitätseigenschaft ist vermutlich letztlich die Hauptursache für die Schweizerische „Zinsinsel“. Trotz mehrheitlich freiem Kapitalverkehr sind nach dem 1. Weltkrieg die Realzinssätze auf festverzinsliche⁵ SFr-Aktiva niedriger als bei anderen Währungen. Das Phänomen kommt weitgehend durch eine Verletzung der langfristigen nominale Zinsparität und nur zu einem geringen Umfang auf Abweichungen von der Kaufkraftparitätshypothese zu Stande (Kugler/Weder di Mauro, 2002, 2004, 2005).

An dieser Stelle muss betont werden, dass die im Ausland beliebte Erklärung dieses Sachverhalts durch das Bankgeheimnis gänzlich untauglich ist: Private Nichtresidente halten in den Schweizer Depots nur 35% ihrer Wertschriften in SFr und das meiste davon sind Aktien und nicht festverzinsliche Aktiva. Zudem finden wir das „Zinsrätsel“ auch bei SFr Anlagen im Ausland wie z. B. dem Londoner Interbankenmarkt. Die plausibelste Erklärung besteht darin, dass die der Franken eine Katastrophen- und Diversifikationsprämie erntet: Anleger sind bereit für eine grössere Sicherheit eine geringeren Ertrag auf festverzinslichen Frankenanlagen zu akzeptieren (Kugler/Weder di Mauro, 2004, 2005).

⁵ Das gilt nicht für die Ertragsarten von Aktien (Kugler, Weder di Mauro, 2004)

4. Die wirtschaftliche Entwicklung der Schweiz seit 1999

In Abbildung 1 enthält den Verlauf des realen effektiven Wechselkurses des Frankens gegenüber dem heutigen Eurogebiet seit 1973⁶. Wir sehen daraus, dass der Franken nach einer sehr starken realen Aufwertung in der 1970er Jahren sich trendmässig nur noch schwach aufgewertet hat. Nach der Einführung des Euros beobachten wir eine längere Abwertungsphase, die ab 2007 durch eine erneute reale Aufwertung abgelöst wird. Im Frühjahr 2010 stand der Wechselkurs des SFr gegenüber dem Euro heute real auf dem Niveau von 1999. Seither erfolgte wegen der Staatsschuldenprobleme in der Peripherie des Eurogebietes (PIGS-Staaten) eine weitere starke Aufwertung, so dass der Franken heute (im Juli 2010) real um ca. 6% über dem Niveau von 1999 liegt. Im Gegensatz zu der Periode 1974 – 78 führte diese jüngste Aufwertung noch nicht zu realwirtschaftlichen Problemen.

In der Folge wollen wir noch den Verlauf von vier zentrale makroökonomische Indikatoren zwischen der Schweiz Deutschland und den USA von 199 an vergleichen (Abbildung 2). Daraus ergeben sich die folgenden Beobachtungen: Die Schweiz hatte seit 1999 durchschnittliche

- eine Inflationsrate von 0.9% (Deutschland 1.5% und die USA 2.5%.)
- eine Realwachstumsrate von 2.1% (Deutschland von 1.5% und die USA 2.6%.
- ein langfristiges Zinsniveau von 2.8% (Deutschland 4.5% und die USA 4.9%). Die Realzinsen betragen 1.9, 3.0 und 2.3.
- eine Arbeitslosenrate 3.0% (Deutschland 8.6% und die USA 5.4%).

Gesamthaft zeigen diese Indikatoren ein sehr positives Bild der wirtschaftlichen Entwicklung der Schweiz im „Schatten des Euros“: Nur gerade der Wachstumsverlauf in den USA ist günstiger als in der Schweiz. Dieser Vergleich führt zu noch deutlicheren Ergebnissen, wenn wir die ihn mit der gesamten EU anstellen. Das gleiche gilt, wenn wir zusätzlich Fiskalindikatoren beiziehen: Die Staatsschuld ist in der Schweiz als ein Land mit einem bedeutendem Finanzplatz nach

⁶ Alle in diesem Abschnitt dargestellten Daten stammen aus den Statistischen Monatsheften der SNB.

der Finanzmarktkrise im Vergleich zu Deutschland und den USA vergleichsweise bescheiden (2009: 41% BIP). Das staatliche Defizit liegt 2009 auch bei ca. 1% des BIPs und hebt sich wohltuend von den deutlich höheren Werten in Deutschland und den USA ab. Zusätzlich ist die Schweiz ein bedeutender Nettogläubiger gegenüber dem Ausland (über 130% BIP).

Abbildung 1: Effektive Reale Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Eurogebiet 1973/01 – 2010/02

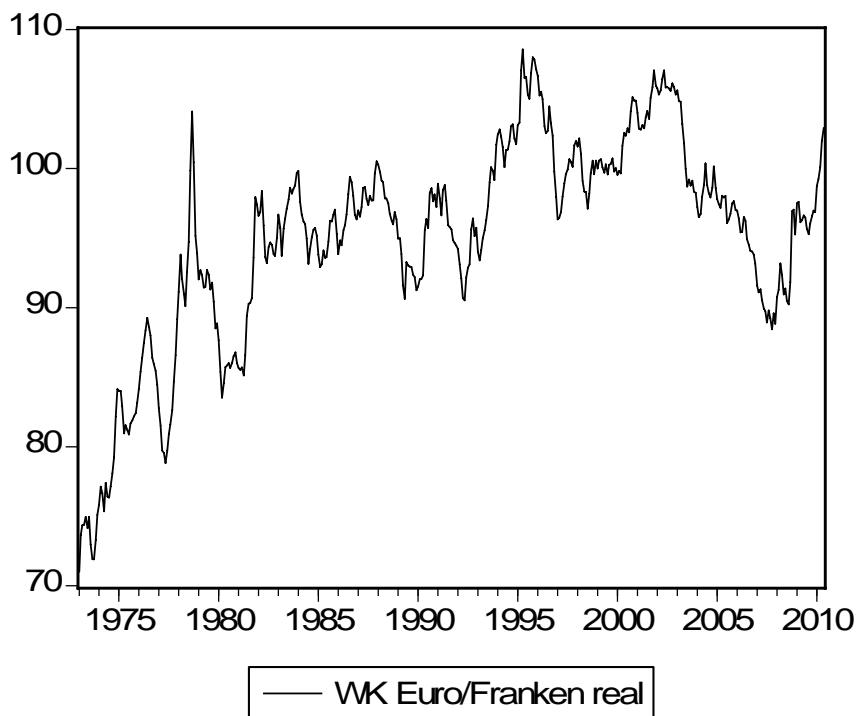
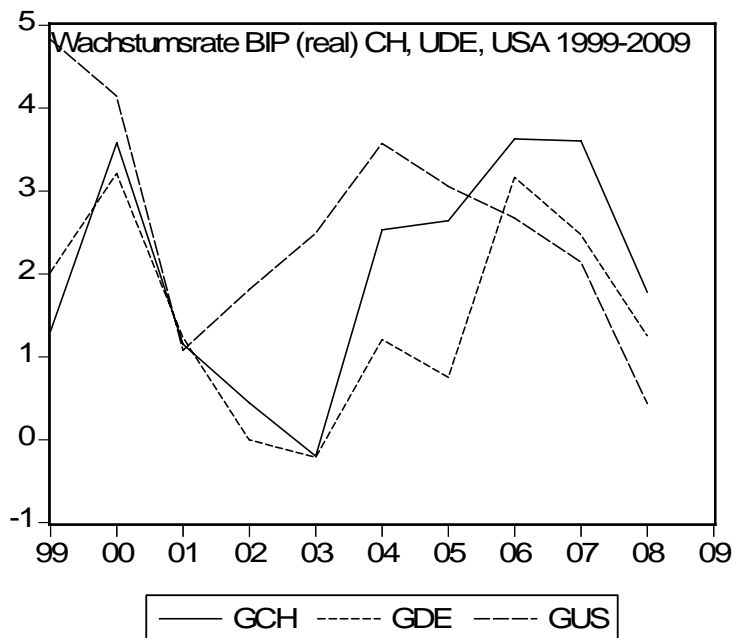
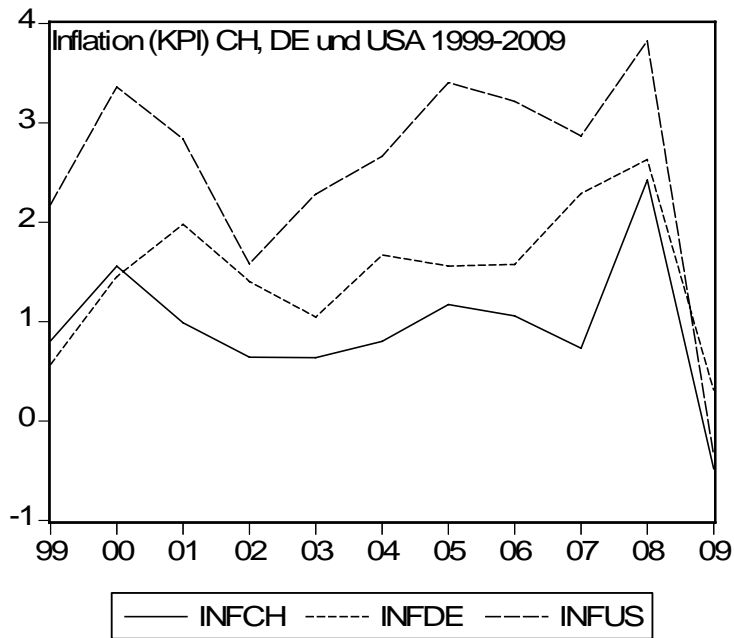
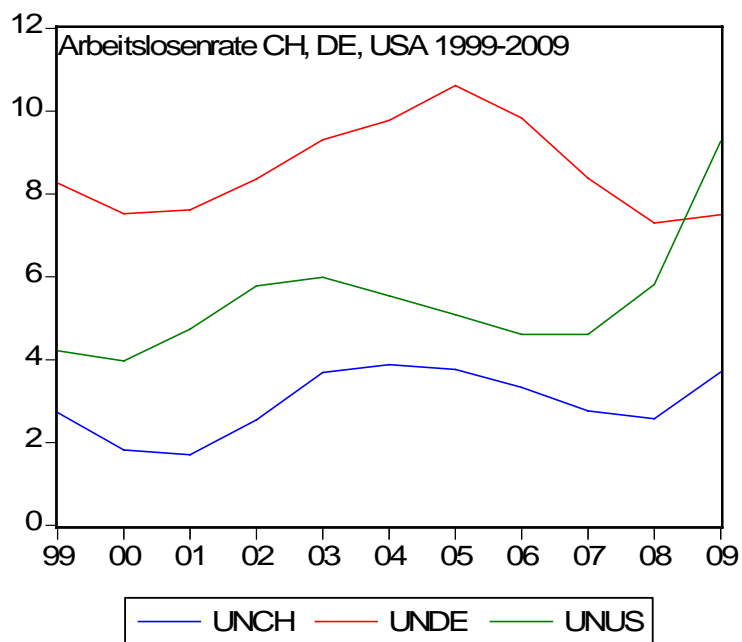
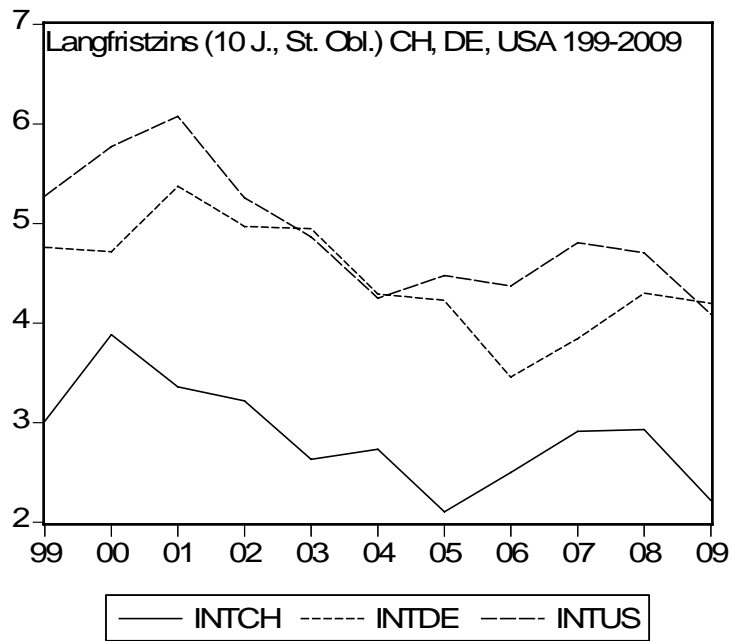


Abbildung 2: Inflation (Konsumentenpreise), Wachstum (BIP), Zins (langfristig) und Arbeitslosigkeit in Deutschland, der Schweiz und den USA, 1999-2009





5. Schlussfolgerungen

Dieser Beitrag analysiert die Rolle des Frankens als eigenständige Währung im Umfeld der europäischen Wahrungunion. Aus theoretischer Sicht begründet sich eine eigenständige Währung durch die im Vergleich zur EU höhere Präferenz der Schweiz für Preisstabilität und Fiskaldisziplin. Empirisch kann die im internationalen Vergleich günstige makroökonomische Entwicklung der Schweiz seit 1999 als Beleg für die Richtigkeit des Festhaltens an einer eigenen Währung angeführt werden. Die historische Perspektive führt zusätzlich zu weiteren Argumenten für eine eigene Währung eines kleinen Landes: Grosse Reiche und Länder haben wegen Fiskalproblemen kaum stabile Währungen etabliert. Ein paar kleine Länder waren darin erfolgreicher und der Schweizer Franken scheint das jüngste Beispiel dafür zu sein. Die ausserordentliche relative Stabilität dieser Währung seit ihrer Schaffung 1850 erklärt stellt auch die plausibelste Erklärung für die im internationalen Vergleich niedrigen Realzinssätze für festverzinsliche Frankenanlagen zu sein.

Literatur

- Bernholz, Peter: Monetary Regimes and Inflation; History, Economic and Political Relationships, Edward Elgar, Cheltenham UK, 2003 (Paperback).
- Drexhage, Hans-Joachim, Konen, Heinrich und Ruffing, Kai: Die Wirtschaft des römischen Reiches (1. – 3. Jahrhundert), Berlin 2002.
- Glahn, Richard von: Fountain of Fortune, Money and Monetary Policy in China, 1000-1700, UCP, Berkeley, 1996.
- Kugler, Peter, Weder die Mauro, Beatrice: The Puzzle of the Swiss Interest Island: „Stylized Facts and a New Interpretation, Aussenwirtschaft 57, 2002, S. 49-63.
- Kugler, Peter, Weder die Mauro, Beatrice: International Portfolio Holdings and Swiss Franc Returns“, Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik 140, 2004, S. 301-325.
- Kugler, Peter, Weder die Mauro, Beatrice: Why are Returns on Swiss Franc Asset so Low?“, Applied Economics Quarterly, 2005, 351-372.
- Spufford, Peter: Money and its use in medieval Europe, Cambridge University Press, 1988.
- Weber, Ernst Jürg: Currency Competition in Switzerland, 1826-1850, Kyklos 41(3), 1988, S. 459-478.
- Weber, Ernst Jürg: Free Banking in Switzerland after the liberal revolutions in the nineteenth century, Dowd, K, (ed), The Experiment of Free Banking, London 1992, S. 187-205.