

Prof. Dr. Paul JJ Welfens, Präsident des Europäischen Instituts für internationale Wirtschaftsbeziehungen (EIIW, Rainer Grünter Str. 21, 42119 Wuppertal) an der Bergischen Universität Wuppertal; Non-resident Senior Research Fellow at AICGS/Johns Hopkins University; IZA Research Fellow, Bonn. Alfred Grosser Professorship 2007/08, Sciences Po (www.eiiv.eu) welfens@eiiv.uni-wuppertal.de Tel. 202 4391371

[2015 = 20 Jahre EIIW/preisgekrönte Analysen, weltweite Vernetzung](#)



19.01.2015 ([lesen Sie Welfens, 18.6.15 Handelsblatt: zur Sinn-Frage](#)) prSchweizWelfens2015Jan

* Schweizer Aufwertungsschock Teil von latenter Instabilität in Europa

* Neues Konzept der geldpolitischen Zusammenarbeit in Europa dringlich

Aufwertungsschock beim Schweizer Franken als Teil einer Instabilitätswelle

Die Schweizerische Nationalbank hat am 15. Januar 2015 die Wechselkursfixierung von 1,20 SFR zum Euro aufgehoben und damit eine massive Aufwertung der schweizerischen Währung ausgelöst: +30% ist eine Größenordnung, die für die Exportwirtschaft der Schweiz problematisch ist und für jene vor allem in Ost- und Westeuropa, die Niedrigzins-Kredite in Franken aufgenommen haben, ein Schock sein wird. Dazu gehören auch Kommunen in Deutschland, die unverantwortlicher Weise ohne Kurssicherung SFR-Kredite nahmen – der Kämmerer (Gelsenkirchen, Essen etc.) als Spekulant, das ist absurd und sollte verboten sein; im Übrigen wirft das ein neues Fragezeichen auf den in Nordrhein-Westfalen eingeführten Kommunal-Soli, der reiche Städte zur Mitfinanzierung von armen Städten zwingen soll. Die Anreizeffekte sind hier sicherlich nicht unproblematisch.

Damit erlebt Europa ein weiteres Schockereignis in der Kette von abrupten Änderungen, die seit dem Konkurs der Lehman Brothers Bank im September 2008 die Wirtschaftsentwicklung mindestens im Jahresrhythmus prägen. Die Zentralbank der Schweiz hat verständlicherweise die Wechselkursbindung aufgegeben, da die Aussichten auf Zinserhöhungen in den USA und Zinssenkung in der Eurozone für eine an den Euro angekoppelte Hartwährung wie den Franken einen verschärften Aufwertungsdruck bedeutet hätte: Die Euro-Ankäufe der EZB hätten weiter verstärkt werden müssen, wobei schon zu Ende 2014 die Währungsreserven der Schweizerischen Nationalbank mit rund 500 Mrd. SFR sehr hoch waren - gut 50 000 € pro Kopf waren ein im internationalen Vergleich hoher Betrag. Eine €-Abwertung von 30% bedeutet Pro-Kopf-Buchverluste von ca. 8000 SFR, wenn der € 50% Reservenanteil hat.

Die Zentralbank der Schweiz hat im Übrigen den negativen Einlagenzinssatz auf -0.75 gesenkt, was wiederum unnormale Zustände auf den Finanzmärkten der Schweiz weiter verstärkt. Das Aktienkursniveau in der Schweiz wird durch die scharfe Aufwertung leiden, ein Rückschlag um 1/5 im Börsenindex ist denkbar, mittelfristig dürften die Unternehmen der Schweiz stärker noch als bisher auf Produkt- und Prozessinnovationen setzen, was dann auch die Profitabilität erhöhen und damit die Aktienkurse stabilisieren könnte. Der Staat kann sich im Fall der Schweiz bei Laufzeiten von zehn Jahren zu einem Zins von Null finanzieren. Damit steigt dann allerdings auch in der Schweiz der Druck bei Versicherungen, mehr noch als bisher im Ausland zu investieren und dabei allerdings dann auch verstärkt Wechselkursrisiken einzugehen. Das führt zu weiteren Problemen.

Die massive Aufwertung des Frankens bedeutet, dass die Schweiz eine Deflation in 2015/2016 realisieren wird. Damit steigt der Realzins wohl an und die Investitionsquote dürfte zeitweise erheblich absinken. Bei einer drohenden Rezession in der Schweiz wird dann die Anti-EU-Einwanderungsdebatte wohl nochmals verschärft aufleben. Die Schweizerische Diskussion wird dann auch die Kritiker der Intra-EU-Freizügigkeit neu stimulieren, wodurch die politische Unruhe in Europa zunimmt – der Binnenmarkt ggf. geschwächt wird.

Am Fall der massiven Aufwertung des Schweizer Frankens kann man erkennen, was bei einem Auseinanderfallen der Eurozone einer neuen D-Mark drohte – ein Aufwertungsschock von 30%-40% wäre wohl ebenfalls eine relevante Größenordnung und starker Deflationsdruck käme hinzu. Mit einem solchen Wechselkursschock und Deflationsdynamik

ist aber niemandem gedient. Es wird Zeit, dass sich die Vertreter der Eurozone, Großbritanniens, Schwedens, Norwegens, Dänemarks, der Schweiz und einiger osteuropäischer Länder an einen Tisch setzen, um eine abgestimmte Strategie der Geldpolitik zu entwickeln. Es sollte gerade der Europäischen Zentralbank eben nicht egal sein, welche Auswirkungen die Geldpolitik der Eurozone auf den Rest Europas hat. Eine solche breitere Perspektive besteht bislang in Frankfurt nicht. Aber angesichts des europaweiten Deflationsdrucks, wiederholter Schocks und der unnormalen Situation auf den Finanzmärkten sollte man sich zu mehr Kooperation entschließen. Bei einer Inflationsrate von 0,5% in Großbritannien zu Ende 2014 und einer Inflationsrate in der Eurozone in 2015 von etwa -1% sowie einem erwarteten weiteren Ölpreisverfall – vermutlich bis etwa 30 \$/Barrel auf kurze Sicht – besteht hoher Deflationsdruck in ganz Europa für 2015/2016. Es wird in der Eurozone eben nicht um einmalige -0,7% wie in Deutschland in 2000 zu D-Mark-Zeiten gehen. Selbst wenn die Deflationsrate nur -1% erreichen sollte, so ist zu bedenken, dass die Eurozone dreimal so groß wie Deutschland ist: Das heißt, dass von der Eurozone international viel größerer Deflationsdruck nach außen vermittelt wird, als dies bei Deutschland in 2000 der Fall war. Es kann nun allerdings nicht im Interesse Europas und der Weltwirtschaft sein, neben das Deflationsproblem-Land Japan noch eine Deflationsregion Europa zu setzen. Bedenkt man, dass die Zinsunterschiede bei indexierten Zwei-Jahres-US-Staatsanleihen und normalen Papieren eine leichte Deflationserwartung für die USA anzeigen, so droht womöglich bald im ganzen OECD-Raum Deflation; also gerade das schwierige Problem, das die USA in 2010-2012 mit ihrer Geldpolitik des Quantitative Easing zu vermeiden wussten. Da der EZB-Zentralbankzins Anfang 2015 schon bei nur noch 0,05% in der Eurozone liegt, ist die herkömmliche Notenbankpolitik für die EZB instrumentell ausgereizt. Die EZB wird wohl auf eine Form von Quantitative Easing (QE) setzen, also Staatsanleihen aller Länder der Eurozone ankaufen; gegebenenfalls ohne Griechenland. Die Europäische Zentralbank mag eine neue Geldpolitik in 2015 starten, für die man gute Gründe finden kann. Aber die Eurozone wird auch dann nicht als Hort der Stabilität wahrgenommen werden; einfach, weil es nicht gelungen ist, die Vorgaben des Maastrichter Vertrages glaubwürdig zu verankern; oder gar den neuen Fiskalpakt umzusetzen und Geld- und Fiskalpolitik klug zu koordinieren. Der Mangel an glaubwürdigen Regeln der Stabilitätspolitik und das symptomatische Wiederauftreten des Griechenland-Problems in 2015 zeigen, dass die institutionelle Struktur der Eurozone unverändert reformbedürftig Richtung Euro-Politikunion ist. Es wäre wünschenswert, in Brüssel eine Staatsquote von 6-7% - mit starkem Fokus auf Ausgaben für Infrastruktur, Verteidigung plus Innovationsförderung - zu verankern: auf Basis eines Euro-Parlamentes und einer Euro-Regierung, die auch Eurobonds ausgeben und eigenständig einen Teil des Einkommenssteuersatzes festlegen sollte; hierzu gibt es bislang keine Diskussion. Dabei sollte durch Effizienzgewinne beim Staat insgesamt der Einkommenssteuersatz sinken. Die Ausgabenkontrolle zu EU-Projekten muss dabei im Vorfeld massiv verbessert werden. Es gibt im Übrigen das Problem einer unzureichend expansiven Geldpolitik der EZB aus 2011-2014, als man weniger als die Hälfte der Ziel-Wachstumsrate von 4,5% beim Aggregat M3 erreichte und zeitweise sogar ein Schrumpfen der Geldmenge erlebte – gerade jene Fehlentwicklung, die Milton Friedman als Impuls für die US-Wirtschaftskrise der 30er Jahre und die US-Deflation ansah. Die nach der Transatlantischen Bankenkrise neue eingeführte Überregulierung der Banken in der EU, deren Aufsicht die EZB seit November 2014 bei den großen Instituten der Eurozone inne hat, dürfte zum geringen Kreditwachstum im Süden der Eurozone und damit der Währungsunion insgesamt beigetragen haben; damit aber auch zu einer geringen Kreditexpansion. Von daher sollte man ggf. den Rückbau der Überregulierung angehen. Europa gilt es aus der Serie von Instabilitäten und Schocks herauszuführen, nur dann sind Stabilität und Prosperität nachhaltig möglich. Ein einfaches Weiter-so ist bei der schwierigen Ausgangssituation in Europa nach 2008 bzw. 2010 nicht mehr sinnvoll. Es drohen ernste Stagnations- und Deflationsrisiken. Die Eurozone ist in der Verantwortung.