

# Ein Befreiungsschlag für die Schweiz

Die Franken-Abwertung von 1936 im wirtschaftshistorischen Rückblick. Von Christoph A. Schaltegger und Lukas A. Schmid

Vor achtzig Jahren wurde der Franken gänzlich überraschend um 30 Prozent abgewertet. Die Massnahme weckte Unmut, auch in dieser Zeitung. Rückblickend zeigt sich aber, dass nach der Abwertung eine bedeutende Wirtschaftserholung einsetzte.

An diesem Wochenende vor achtzig Jahren stand die Schweiz vor einem tiefgreifenden wirtschaftspolitischen Kurswechsel. Am frühen Nachmittag des 26. September 1936 gab der Bundesrat in einem Communiqué bekannt, dass er die Abwertung des Schweizerfrankens um 30% beschlossen habe. Der Entscheid der französischen Regierung, die Goldparität des Franc neu festzulegen, zwinge die Schweiz, «ihre Valuta im Interesse der nationalen Wirtschaft an die führenden Weltvaluten anzunähern».

## «Aus allen Wolken gefallen»

In einer am Tag nach dem Abwertungsentscheid ausgestrahlten Radioansprache stellte Bundespräsident und Finanzminister Albert Meyer den Beschluss als vertrauensbildende Massnahme dar. Das bedeutende Ereignis der schweizerischen Währungsgeschichte blieb denn auch durch die prägnante Aussage Meyers «Ein Franken bleibt ein Franken» in kollektiver Erinnerung.

Die Abwertung bedurfte in der Tat einer Erklärung. Obwohl Gold den Nimbus als natürlicher Anker jeder sicheren Währung schon nach der Grossen Depression der frühen 1930er Jahre verloren hatte, waren die Entscheidungsträger im Bundesrat und bei der Schweizerischen Nationalbank (SNB) stets bemüht gewesen, ihre unerschütterliche Überzeugung bezüglich des eingeschlagenen wirtschaftspolitischen Kurses der Goldbindung zu bekräftigen.

Entsprechend überrascht zeigte sich die Öffentlichkeit. Die NZZ bemerkte in ihrer Morgenausgabe vom 28. September passend: «Wer mag bei der Verkündung dieser Botschaft nicht aus allen Wolken gefallen sein?» In die Überraschung mischten sich auch Zweifel. Mahnend wies die NZZ darauf hin, dass «die Abwertung [...] weit entfernt von einer Massnahme ist, die alle Vorbedingungen für einen Wiederaufstieg der Wirtschaft bringen würde.» Im historischen Kontext ist diese Aussage durchaus verständlich, denn selbst die Entscheidungsträger waren sich uneinig über die Folgen des Entscheids. Bundespräsident Meyer selber soll sich im Bundesrat gegen eine Abkehr von der Deflationspolitik gestellt haben. Ebenso gespalten zeigte sich das Direktorium der SNB. Ihr damaliger Präsident, Gottlieb Bachmann, opponierte bis zuletzt vehement gegen eine Abwertung.

Dennoch, heute wissen wir, dass nach der Abwertung eine bedeutende wirtschaftliche Erholung in der Schweiz einsetzte. Die wissenschaftlichen Erkenntnisse aus der Deflationspolitik sind im Rückblick eindeutig. Die wirtschaftshistorische Forschung wertet das lange Festhalten der Schweiz an der alten Goldparität als schwerwiegenden wirtschaftspolitischen Fehler. Eine frühere Abwertung, etwa zusammen mit Grossbritannien im Herbst 1931 oder mit den USA im Frühjahr 1933, wäre sehr wahrscheinlich mit positiven Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz verbunden gewesen.

## Umstrittene Deflationspolitik

Bei der Breite des wissenschaftlichen Konsenses stellt sich die Frage, was die zeitgenössische Einschätzung der damaligen Politik war. Schenkte das Publikum der Deflationspolitik des Bundesrats und des Direktoriums der SNB Vertrauen, die am Goldstandard festhalten wollten? Teilten massgebende Kreise die Argumente gegen eine Abwertung, wie sie von der NZZ vertreten wurden? Antwort auf diese Fragen kann eine Analyse



Die vor der Abwertung verfolgte Deflationspolitik setzte die Wirtschaft unter starken Druck – das 1936 aufgenommene Bild zeigt Arbeitslose im Arbeitsamt Zürich. KEYSTONE

der Preisbewegungen von Anleihen am Kapitalmarkt geben. Strukturbrüche bei der Renditeentwicklung der damaligen schweizerischen Staatsanleihen zum Zeitpunkt der Franken-Abwertung deuten auf ein einschneidendes Ereignis hin, das die Zukunftserwartungen des Publikums bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeit der Schweiz stark und abrupt beeinflusst hat.

Als vorteilhaft erscheint diese Methode, weil Kapitalmarktdaten die situativen Umstände zum Zeitpunkt der Abwertung erfassen. Schliesslich hatten die damals handelnden Akteure keine Gewissheit über den Erfolg der Abwertung. Weiter ist die Teilnahme am Finanzmarkt mit finanziellen Risiken verbunden. Die Preisbewegungen von schweizerischen Staatsanleihen während der Grossen Depression spiegeln demnach die Risikoeinschätzung der Investoren hinsichtlich der Glaubwürdigkeit der hiesigen Deflationspolitik. Einschränkend muss indes darauf hingewiesen werden, dass sich mithilfe einer Strukturbruchanalyse weder neue historische Fakten identifizieren noch Prognosen ableiten lassen. Grundlage für unsere Analyse bildet die Renditeentwicklung von Schweizer Staatsanleihen, die während der Krisenjahre an der Zürcher Börse gehandelt wurden.

Die Analyse zeigt, dass die schweizerische Deflationspolitik am Anleihemarkt vor dem Abwertungsentscheid kritisch eingeschätzt wurde. Die mit den Abwertungen Grossbritanniens, der USA und ihrer Währungsräume einhergehende Verschlechterung der relativen Wettbewerbsposition der Schweiz auf dem Weltmarkt wurde von den Investoren mit Besorgnis registriert. Die positiven Brüche in der Renditeentwicklung dürfen als schlechtes Zeichen für die Ausfallwahrscheinlichkeit der Schweiz, ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit und damit der Aufrechterhaltung der Goldbindung des Frankens gewertet werden. Die Reaktion auf den britischen und den amerikanischen Austritt aus dem Goldstandard unterscheidet sich in erster Linie im Umfang der Ausschläge am Anleihemarkt, wobei die Freigabe des Dollars im April 1933 höhere Risikozuschläge auslöste.

Stellt man die Erkenntnisse aus der Strukturbruchanalyse der Reaktion der Öffentlichkeit auf den britischen und

den amerikanischen Austritt gegenüber, sind die Ergebnisse überraschend: Es gab im Frühjahr des Jahres 1933 zwar einzelne Kreise, die der Schweiz eine Abwertung nahelegten. In der Öffentlichkeit wurde allerdings keine Debatte über das Währungsregime ausgetragen. Der Bundesrat und die Nationalbank liessen keine Zweifel an ihrer Ablehnung unorthodoxer geldpolitischer Massnahmen aufkommen.

## Eine einseitige Debatte

Diesem Kurs blieben die Entscheidungsträger treu, obwohl sich im Verlauf der Wirtschaftskrise herausgestellt hatte, dass die Umsetzung deflationärer Massnahmen mit grossen wirtschaftspolitischen Verwerfungen verbunden war. Die Auseinandersetzung über das richtige Währungsregime intensivierte sich zwar im Abstimmungskampf zur sogenannten Kriseninitiative im Frühjahr 1935, mit der die Gewerkschaften und Sozialdemokraten die Zustimmung des Souveräns zu einer alternativen Wirtschaftspolitik in Form weitreichender staatlicher Eingriffe in die Wirtschaft suchten. Die partikuläre Opposition gegen den währungspolitischen Kurs vermochte die öffentliche Meinung jedoch nicht zu bewegen.

Der einseitige Verlauf der Diskussion lässt sich auch mit der schärferen Kritik erklären, der sich die Vertreter der «Abwertungspropaganda» ausgesetzt sahen. Kaum ein Befürworter einer Wechselkursanpassung mochte sich öffentlich äussern, da dies gleichbedeutend war mit dem Vorwurf eines Verrats an nationalen Interessen. Aufzeichnungen legen nahe, dass die Vertreter der Exportindustrie zwar hinter verschlossenen Türen durchaus die Vor- und Nachteile einer Währungsabwertung abwogen. Einerseits erachtete man eine Aufhebung oder Neufestlegung der Parität mittelfristig als unvermeidbar. Andererseits befürchtete man aber getreu der Argumentation des Bundesrates und der SNB, dass die von Rohstoffen und Halbfabrikaten stark abhängige Exportindustrie nur bedingt von einer Abwertung profitieren würde, da diese die Importgüter verteuern würde.

Auch innerhalb der SNB wurde über eine mögliche Anpassung der Parität teilweise kontrovers diskutiert. Dies war weniger auf eine plötzliche Ablehnung der Deflationspolitik zurückzuführen als vielmehr auf das mangelnde Vertrauen in die Bereitschaft des Bundesrats, die zur Aufrechterhaltung der Parität notwendige Finanzpolitik durchzusetzen. Bundesrat Edmund Schulthess,

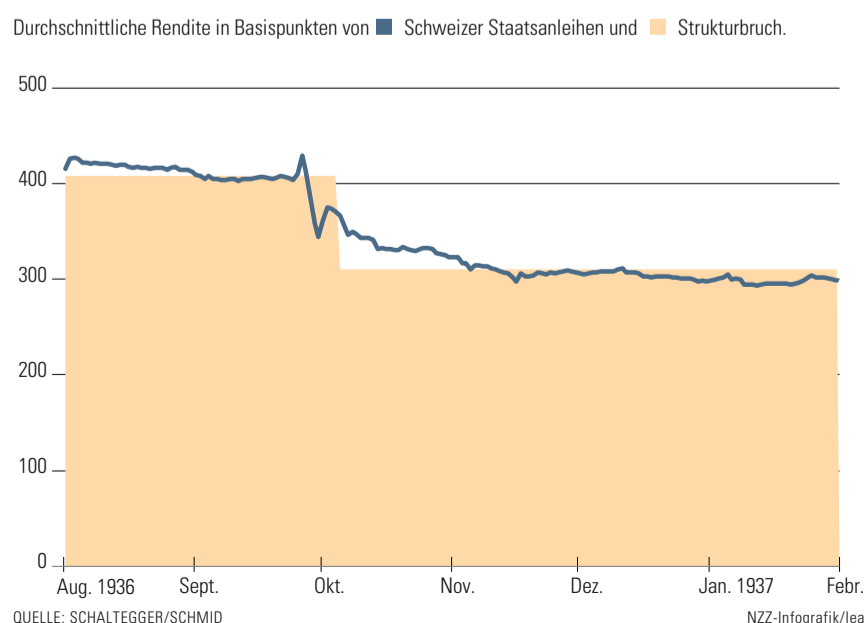
der bis 1935 während 23 Jahren als Vorsteher des Volkswirtschaftsdepartements amtiert hatte und damit die offizielle Meinung massgeblich repräsentierte, äusserte nach seiner Amtszeit tatsächlich die Einsicht, dass die Deflationsmassnahmen zur Senkung der Preise aussichtslos gewesen seien und an der Anpassung der Parität des Schweizerfrankens kein Weg vorbeigeführt habe.

## Erleichtert – trotz Verlusten

Der Abwertungsentscheid wird in der Literatur als eine wirtschaftliche Befreiung beschrieben, auf die eine rasche Erholung an den Märkten folgte. Unsere Analyse stützt diese Betrachtung. Alle zu diesem Zeitpunkt in Zürich gehandelten Schweizer Staatsanleihen verzeichneten einen substanziellen negativen Bruch. In der nebenstehenden Grafik ist die durchschnittliche Rendite der Schweizer Staatsanleihen rund um den Abwertungsentscheid ersichtlich. Der zu beobachtende Risikorückgang entspricht einer relativen Veränderung der Rendite von 24%. Die zeitliche Nähe des Strukturbruchs zum Datum der Abwertung lässt wenig Zweifel aufkommen bezüglich dessen Ursache.

Bemerkenswert ist die Tatsache, dass die Anleihebesitzer die Abwertung tatsächlich als Risikoabnahme auffassten, obwohl sie als Gläubiger einen finanziellen Verlust erlitten. Die Sorgen um die wirtschaftliche Entwicklung und die gesellschaftlichen Auswirkungen müssen höher gewichtet worden sein. Weiter zeigen die Ergebnisse, dass die Abwertung an den Märkten als überraschend wahrgenommen wurde. Der Kreis derjenigen, die eine Abwertung als eine wahrscheinliche Handlungsoption erkannten und sich entsprechend absicherten, muss sich auf eine vernachlässigbare Minderheit beschränkt haben. Sonst wäre solches Verhalten von den Märkten registriert worden, und ein Strukturbruch wäre vor der Abwertung ersichtlich gewesen – oder gar nicht.

## Eine tiefe Zäsur



Christoph A. Schaltegger ist Professor für politische Ökonomie an der Universität Luzern; an derselben Universität arbeitet Lukas A. Schmid als wissenschaftlicher Assistent. Der Artikel fusst auf einem Beitrag, der in einer Festschrift der SNB zu Ehren von Prof. Dr. Ernst Baltensperger erscheinen wird.