

Halbjahres-Mediengespräch, Bern, 17. Juni 1999

Einleitende Bemerkungen von Jean-Pierre Roth, Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Trotz umfangreicher Vorbereitungen war die Einführung des Euros mit zahlreichen Unsicherheiten verbunden, und zwar nicht nur für die betroffenen Länder selbst, sondern auch für die internationalen Finanzmärkte. Obwohl Erschütterungen der Finanzmärkte wenig wahrscheinlich waren, wurde befürchtet, dass die neue europäische Währung bedeutende Kapitalverschiebungen auslösen könnte. Nach knapp sechs Monaten lässt sich nun feststellen, dass die Einführung des Euros nicht zu den befürchteten Ungleichgewichten geführt hat. Auch in der Schweiz konnten an den Devisen-, Geld- und Kapitalmärkten keine eurobedingten Störungen beobachtet werden. Die Schwankungen zwischen dem Schweizer Franken und dem Euro haben sich in einer relativ engen Bandbreite gehalten. Bisher war das Verhältnis zwischen Franken und Euro stabiler als die frühere Beziehung zwischen Franken und D-Mark.

Gegenüber dem US-Dollar indessen hat sich der Euro deutlich abgewertet, seit Anfang Jahr um über 10%. Dies lässt sich durch die unterschiedliche konjunkturelle Entwicklung in Europa und in den USA und durch die divergierenden Zinserwartungen erklären. Zudem neigte der Dollar nach der Beruhigung der finanziellen Lage in Lateinamerika dazu, seine Kursverluste vom letzten Herbst wieder wettzumachen. Schliesslich wird der Euro auch durch die Unsicherheit über die Rolle des Wechselkurses in der geldpolitischen Strategie der europäischen Zentralbank belastet. Durch das Zusammentreffen dieser verschiedenen Faktoren stand die neue europäische Währung bisher in einem weniger günstigen Licht als ursprünglich erwartet.

Diese Entwicklung hat den Ruf des Euros beeinträchtigt und bisher verhindert, dass er sich als echte Alternative zum Dollar etablieren konnte. Dies lässt sich anhand der gegenwärtigen Zinseinflüsse aus den USA zeigen. Trotz unterschiedlicher Konjunkturzyklen konnten sich die langfristigen europäischen Zinsen nicht vom steigenden Zinstrend in den USA abkoppeln. Der Anstieg der europäischen Sätze ist zwar weniger ausgeprägt ausgefallen als derjenige der amerikanischen, doch konnte eine solch abgeschwächte Reaktion der Zinsen in Europa auch früher schon beobachtet werden.

In technischer Hinsicht hat die Einführung des Euros die Integration der Finanzmärkte in den elf Ländern der Währungsunion vorangetrieben. Die Geldmärkte, die bereits im Verlauf des letzten Jahres weitgehend zusammengewachsen waren, sind nun vollkommen unter der Kontrolle der Europäischen Zentralbank.

Mit der Einführung einer einheitlichen Währung ist in Europa ein breiter Kapitalmarkt entstanden. Der Euro-Markt ist nach den USA weltweit der zweitgrösste Kapitalmarkt; er rangiert vor dem japanischen, britischen und schweizerischen Markt. Das Emissionsvolumen des Euro-Marktes hat sich im ersten Quartal überaus erfreulich entwickelt. So legten die Neuemissionen in Euro gegenüber dem Vorjahresquartal um 45% zu, während sich das Wachstum des amerikanischen Emissionsmarktes auf rund 20% belief. Das Emissionsvolumen in Euro liegt dennoch unter dem Volumen der Neuemissionen in US-Dollar.

Bestandesmässig, das heisst in Bezug auf die Summe der ausstehenden Titel, erreicht das Volumen des europäischen Kapitalmarktes knapp 60% des US-Marktes. Während der Markt für europäische Unternehmensanleihen im Vergleich zum amerikanischen Markt relativ schwach entwickelt ist, ist das Volumen der Staatsanleihen in Euro insgesamt mit demjenigen der US-Treasuries vergleichbar. Allerdings ist der europäische im Gegensatz zum amerikanischen Markt noch nicht vollkommen integriert, da verschiedene Schranken weiter bestehen. Ausserdem ist eine gewisse Heterogenität auf dem Markt für europäische Staatsanleihen feststellbar. So beträgt die Zinsdifferenz zwischen deutschen Staatsanleihen, die als Benchmark gelten, und Anleihen Italiens, Spaniens, Portugals und Finnlands etwa 30 Basispunkte. Diese Spreads sind seit Anfang des Jahres relativ stabil geblieben.

Was die Auswirkungen der Währungsunion auf den schweizerischen Kapitalmarkt betrifft, so zeigen sich bei den Neuemissionen im ersten Quartal keine aussergewöhnlichen Entwicklungen. Das Emissionsvolumen in Schweizer Franken ist mit rund 21 Mrd. stabil geblieben; es liegt seit über einem Jahr ungefähr auf diesem Niveau. Die Tatsache, dass sich die Emissionen der ausländischen Schuldner im Vergleich zum Vorquartal verdoppelt haben, stellt lediglich eine Normalisierung im Zuge der Beruhigung der internationalen Finanzmärkte dar.

Die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Deutschland ist eine Grösse, die auf die Einführung der europäischen Einheitswährung hätte reagieren können. Im langfristigen Bereich betrug die Zinsdifferenz zwischen 10-jährigen

deutschen und schweizerischen Staatsanleihen im Durchschnitt der Jahre 1985-1997 zwei Prozentpunkte. Gegenwärtig liegt die Zinsdifferenz bei etwa 1,5 Prozentpunkten. Die Verengung der Differenz ist jedoch nicht erst in jüngster Zeit eingetreten; sie erfolgte bereits im ersten Quartal 1998, als die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Währungsunion in den Hintergrund rückten und die langfristigen europäischen Zinsen deutlich sanken.

Im kurzfristigen Bereich lag die Zinsdifferenz zwischen 3-monatigen deutschen und schweizerischen Papieren im Durchschnitt desselben Zeitraums von 1985-1997 nur bei etwa einem Prozentpunkt. Der kurzfristige Zinsunterschied war immer von der jeweiligen Ausrichtung der Geldpolitik in der Schweiz und in Europa abhängig und unterlag entsprechenden Schwankungen. Anfang der neunziger Jahre war die Zinsdifferenz praktisch verschwunden, während sie sich zwei Jahre vor der Einführung des Euros aufgrund der restriktiven Ausrichtung der deutschen Geldpolitik wieder deutlich vergrößerte. Diese Situation hat sich inzwischen geändert; die europäischen Zinsen sind seit Dezember um einen Prozentpunkt gesunken, während die Zinsen in der Schweiz nur um ca. einen halben Punkt zurückgegangen sind. Die Einführung des Euros ging somit mit einer Lockerung der europäischen Geldpolitik einher und hat zu einer Normalisierung der kurzfristigen Zinsdifferenz geführt.

Im Vorfeld der Währungsunion war verschiedentlich die Frage gestellt worden, inwiefern sich der Euro auch in der Schweiz als Zahlungsmittel etablieren würde. Nach den bisherigen Erfahrungen verbreitet sich der Euro als Zahlungsmittel nur langsam, obwohl zahlreiche neue Euro-Konten bei den Schweizer Banken eröffnet wurden. Der Euro findet vor allem als Zahlungsmittel für Schweizer Exporte und im Bereich der Vermögensverwaltung Verwendung. Die langsame Entwicklung der letzten Monate ist insofern nicht erstaunlich, als der Prozess der Währungsintegration noch in seiner Anfangsphase steckt. Mit dem Herannahen der Einführung des Euros als Bargeld im Jahr 2002 wird sich dieser Prozess voraussichtlich beschleunigen.

Insgesamt hat die Einführung des Euros somit nicht zu den Schockwellen geführt, die einzelne Beobachter erwartet hatten. Darüber sind wir froh. Dennoch bekundet die europäische Währung Mühe, sich neben dem Dollar als solide Anlagewährung zu behaupten. Wir haben nie verschwiegen, dass die Einführung der Einheitswährung von Unsicherheiten begleitet sein würde und dass die Anlaufphase des neuen Währungsregimes Zeit brauchen würde.