

Schweizerische Geldpolitik: Autonomie oder Anpassung an Europa?

Georg Rich
Schweizerische Nationalbank

Vortrag am Seminar über die Geldpolitik von Zentralbanken,
Europainstitut der Universität Basel, 3. April 2000

Mit der Einführung des Euro Anfang 1999 begann ein neues Kapitel in der europäischen Währungsgeschichte. Der Übergang zum Euro veränderte das Umfeld für die europäische Geldpolitik grundlegend. Die Europäische Zentralbank übernahm von den nationalen Noteninstituten die Verantwortung für die Geldpolitik im Eurogebiet. Die Zentralisierung des Währungswesens hat eine weit reichende Konsequenz: Die Europäische Zentralbank muss eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik führen. Seit dem Übergang zur neuen gemeinsamen Währung herrschen überall im Eurogebiet die gleichen Geldmarktsätze. Auch die Zinssätze am Kapitalmarkt haben sich weitgehend angeglichen. Unter diesen Bedingungen hat die Europäische Zentralbank keine andere Wahl, als ihre Geldpolitik auf das Gesamtinteresse des Eurogebiets auszurichten. Sie kann nicht mehr wie früher die nationalen Noteninstitute auf die Bedürfnisse einzelner Länder Rücksicht nehmen.

Trotz der Umwälzungen, die der Übergang zur neuen gemeinsamen Währung mit sich brachte, ging die Einführung des Euro reibungslos über die Bühne. Die Turbulenzen an den Geld- und Devisenmärkten, die auf Anfang 1999 von manchen Beobachtern vorausgesagt worden waren, blieben aus. Dennoch ist es verfrüht, ein abschliessendes Urteil über Erfolg oder Misserfolg der europäischen Währungsintegration zu fällen. Deshalb möchte ich zuerst einige Bemerkungen zu den bisherigen Erfahrungen mit dem Euro anbringen. Anschliessend werde ich die Konsequenzen des Euro für die schweizerische Wirtschaft diskutieren. Zum Schluss möchte ich die geldpolitische Strategie und das wirtschaftliche Umfeld der Schweizerischen Nationalbank mit jenem der Europäischen Zentralbank vergleichen.

1. Bisherige Erfahrungen mit dem Euro

Der reibungslose Übergang Anfang 1999 diente vielen Beobachtern als Beweis für die von den offiziellen EU-Stellen vertretene These, der Euro werde sich als starke und stabile Währung erweisen. In der Zwischenzeit hat sich eine Ernüchterung breit gemacht: Der massive Kursverlust des Euro gegenüber dem Dollar verunsichert die Öffentlichkeit und nagt an der Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank. Trotz der gegenwärtigen Schwächeneigung des Euro möchte ich vor vorschnellen Urteilen über die Zweckmässigkeit der europäischen Währungsunion und der Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank warnen.

Die Zweckmässigkeit und Glaubwürdigkeit einer Währungsordnung lassen sich nur auf Grund einer langen Beobachtungsperiode beurteilen. Die Geldpolitik wirkt bekanntlich langsam: Die Resultate der im Augenblick verfolgten Geldpolitik treten erst in zwei bis drei Jahren voll zu Tage. Dazu kommt, dass die Europäische Zentralbank als junge Institution über keine Geschichte verfügt. Daher muss zuerst einige Zeit verfließen, bevor sich ihre Leistungen bewerten lassen.

So hat die gegenwärtige günstige Verfassung der Wirtschaft des Eurogebiets noch wenig mit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zu tun. Die im historischen Vergleich tiefe Inflation in Europa ist vielmehr hauptsächlich dem stabilitätsorientierten Kurs, den die nationalen Zentralbanken vor 1999 verfolgten, zu verdanken. Wir werden erst im nächsten Jahr und in der Folgeperiode in der Lage sein, die Zweckmässigkeit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank zu beurteilen.

Es macht vorderhand auch wenig Sinn, die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Dollar als Gradmesser für die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank heranzuziehen. Allgemein darf man zwar davon ausgehen, dass die nominellen Wechselkursbewegungen langfristig die Kaufkraftunterschiede zwischen den verschiedenen Währungen ausgleichen. In der kurzen und mittleren Frist können aber substantielle und anhaltende

Abweichungen von der Kaufkraftparität auftreten. Diese Abweichungen — selbst wenn sie längere Zeit dauern — sind oft nicht überzeugend erklärbar.

Da es sich beim Euro um eine neue Währung handelt, ist es schwierig, Aussagen darüber zu machen, ob und inwieweit sein gegenwärtiger Wechselkurs gegenüber dem Dollar von der Kaufkraftparität abweicht. Klar ist nur, dass die jüngste Schwächeneigung des Euro für viele Beobachter überraschend kam. Bei unerwarteten Veränderungen des Wechselkurses treten stets Heerscharen von Analysten, die die Kursbewegungen nachträglich erklären können, auf den Plan. Anfänglich dürften die Unterschiede in der Konjunkturentwicklung — rasantes Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten und stockender Geschäftsgang in wichtigen Ländern des Eurogebiets — zur Euroschwäche beigetragen haben. In den letzten Monaten zog indessen die europäische Konjunktur deutlich an. Dennoch erholte sich der Euro nicht, sondern verlor weiter an Wert. Angesichts dieser Entwicklung suchen viele Analysten nach neuen Erklärungen. So bemängeln sie das geldpolitische Konzept der Europäischen Zentralbank und werfen ihr mangelnde Transparenz vor. Sie behaupten, die Europäische Zentralbank setze damit ihre Glaubwürdigkeit aufs Spiel und trage zur Schwächeneigung des Euro bei. Wie ich im letzten Teil meines Referates zeigen werde, betrachte ich die häufig geäußerte Kritik an der Europäischen Zentralbank als übertrieben. Vor allem bezweifle ich, dass mit solchen Argumenten die gegenwärtige Euroschwäche erklärt werden kann. Wie ich schon betonte, ist die Zeit für ein umfassendes Urteil über die Leistungen der Europäischen Zentralbank noch nicht gekommen.

2. Konsequenzen für die schweizerische Wirtschaft

Vor dem Übergang zur neuen gemeinsamen Währung war in der Schweiz die Befürchtung weit verbreitet, die Einführung des Euro werde Turbulenzen an den Devisenmärkten auslösen. Viele Beobachter rechneten mit einer starken Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber der neuen gemeinsamen Währung, welche die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie untergraben könnte.

Diese Befürchtungen wurden durch die Ereignisse von 1994 und 1995 genährt, als sich der Schweizer Franken gegenüber wichtigen Währungen deutlich aufwertete (Grafik 1). Besonders dramatisch war die Aufwertung gegenüber der italienischen Lira. Der Höhenflug des Frankens wurde allgemein einem Mangel an Vertrauen in die künftige gemeinsame Währung zugeschrieben. Viele Anleger sahen sich deshalb veranlasst, einen Teil ihrer Vermögen in Schweizer Franken und andere stabile Währungen, die nicht im Euro aufgehen würden, umzuwandeln.

Die Nationalbank reagierte auf diese Flucht in den Schweizer Franken mit einer Lockerung der Geldpolitik im Frühjahr 1995. In der Folge entspannte sie ihre Zügel weiter und führte vor allem in den Jahren 1997 und 1998 einen sehr expansiven Kurs. Aus diesem Grunde fiel der Dreimonatssatz am schweizerischen Geldmarkt von etwa 4% Ende 1994 auf tendenziell 2% Ende 1995 und auf deutlich unter 2% im Laufe des Jahres 1997. Seit dem Spätsommer 1999 ist er wieder im Steigen begriffen, aus Gründen, auf die ich noch zurückkommen werde (Grafik 2).

Die Lockerung der Geldpolitik wirkte sich mit der Zeit auf den Wechselkurs und die Konjunkturentwicklung aus. Der Höhenflug des Frankens kam Ende 1995 zum Stillstand und machte wieder einer Tieferbewertung Platz. Die schweizerische Konjunktur begann sich Anfang 1997 zu beleben. Der anfänglich kräftige Aufschwung kam zwar in der zweiten Hälfte 1998 als Folge der Asienkrise vorübergehend ins Stocken, seit einigen Monaten

mehren sich aber die Zeichen, dass die schweizerische Wirtschaft in eine eigentliche Boomphase eingetreten ist.

Manche Beobachter betrachteten die Lockerung der schweizerischen Geldpolitik als einen eigentlichen Paradigmawechsel der Nationalbank. Sie vertraten die Meinung, die Nationalbank richte ihre Politik, im Hinblick auf die Einführung des Euro, vermehrt auf die Stabilisierung des Wechselkurses aus. Häufig wurde auch behauptet, die Nationalbank werde nach der Einführung des Euro keine andere Wahl haben, als sich geldpolitisch eng an die Europäische Zentralbank anzulehnen. Diese Auffassungen erhielten Nahrung durch Aussagen wichtiger Exponenten der Nationalbank, das schweizerische Noteninstitut werde alle Hebel in Bewegung setzen, um eine unerwünschte Aufwertung des Schweizer Frankens zu unterbinden.

Dabei wurde häufig übersehen, dass die Nationalbank die Wechselkursstabilität nicht als Selbstzweck betrachtet. Die Notwendigkeit, der Aufwertungs tendenz des Frankens entgegenzutreten, ergab sich vielmehr aus dem Auftrag der Nationalbank, die Preisstabilität zu gewährleisten. Damals lastete ein eigentlicher Deflationsdruck auf der schweizerischen Wirtschaft, dem die Nationalbank entschieden entgegenzutreten musste. Denn wie wir immer wieder betonen, bedeutet die Gewährleistung von Preisstabilität Verhinderung von Inflation und Deflation. In den letzten Monaten hat sich indessen die Verfassung der schweizerischen Wirtschaft dramatisch gewandelt. Der Deflationsdruck ist nicht nur gewichen, sondern der kräftige Konjunkturaufschwung lässt wieder Inflationsängste aufkeimen. Die gegenwärtige Stärkeneigung des Dollar trägt ebenfalls zur Belebung der schweizerischen Wirtschaft bei. Unter diesen Umständen ist eine Geldpolitik, die auf die Verhinderung einer Frankenaufwertung abzielt, nicht mehr angebracht. Eine solche Politik würde im heutigen wirtschaftlichen Umfeld unweigerlich einen Inflationsanstieg auslösen.

Somit spielt die Wechselkursstabilität für die schweizerische Geldpolitik nicht mehr die gleiche Rolle wie in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre, als unsere Wirtschaft unter einem Deflationsdruck stand. Wir verfolgen auch nicht ein Wechselkursziel. Uns geht es vielmehr darum zu verhindern, dass der gegenwärtige Konjunkturaufschwung in einen markanten Teuerungsanstieg ausmündet.

Die Nationalbank hat ihre Absichten im Rahmen einer Anpassung ihres geldpolitischen Konzepts Ende 1999 klar zum Ausdruck gebracht. Sie richtet ihre Geldpolitik nach wie vor auf die Gewährleistung der Preisstabilität aus, die sie mit einer Teuerung von unter 2% gleichsetzt. Dabei ist sie bestrebt, sowohl einen Anstieg der Teuerung auf über 2% als auch einen Rückgang des Preisniveaus zu vermeiden. Um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen, stellt sie regelmässig Inflationsprognosen auf. Deuten die Prognosen darauf hin, dass die Inflation den Bereich der Preisstabilität zu verlassen droht, passt sie die Geldpolitik entsprechend an. Sie kleidet ihre geldpolitischen Entscheide in die Form eines Zinsbandes für den dreimonatigen Liborsatz am Geldmarkt für Schweizer Franken. Dieses Band ist für ihre Operationen am Geldmarkt massgebend.

Die Nationalbank verfolgt ferner eine Reihe von Indikatoren, die erfahrungsgemäss die künftige Preisentwicklung beeinflussen und damit in ihre Inflationsprognosen einfließen. In der kürzeren Frist hängt die Preisentwicklung vor allem von der Konjunkturlage und von den Wechselkursbewegungen ab. Gegenwärtig übt auch der sprunghafte Anstieg des Erdölpreises eine inflationstreibende Wirkung aus. Längerfristig wird die Preisentwicklung massgeblich durch das Wachstum der Geldaggregate, insbesondere der Geldmenge M3, bestimmt. So reagierte die Nationalbank auf die markante Erholung der schweizerischen

Konjunktur seit dem zweiten Halbjahr 1999, in dem sie ihre Geldpolitik in mehreren Schritten straffte. Als Folge davon stieg der Liborsatz für Schweizer Franken wieder gegen 3%.

Trotz der Verschärfung der schweizerischen Geldpolitik blieb der Wechselkurs des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro erstaunlich stabil. Die im Vorfeld des Übergangs zum Euro häufig geäußerte Befürchtung einer übermässigen Frankenaufwertung wurde nicht wahr. Allerdings konnte schon unmittelbar nach dem Entscheid der Europäischen Union im Mai 1998, den Euro termingerecht einzuführen, mit einem verhältnismässig reibungslosen Übergang zum neuen Währungsregime gerechnet werden. Die europäische Währungsintegration hatte nämlich beträchtlich an Glaubwürdigkeit gewonnen. Alle Länder, die den Euro übernahmen, erfüllten — abgesehen von einigen Schönungen der Fiskaldaten — die Konvergenzkriterien des Unionsvertrags von Maastricht. Ferner bestand kaum ein Zweifel, dass die Europäische Zentralbank eine konsequente, auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik führen würde. Dafür bürgten sowohl der institutionell verankerte, hohe Grad an Unabhängigkeit der künftigen gemeinsamen Währungsbehörde als auch die Qualität ihrer neu gewählten leitenden Persönlichkeiten.

Nach der Einführung des Euro trug die Nationalbank für eine Weile ebenfalls dazu bei, den Frankenkurs gegenüber der neuen gemeinsamen Währung stabil zu halten. Sie kam im Frühjahr 1999 — als die schweizerische Wirtschaft immer noch unter den Folgen der Asienkrise litt — einer drohenden Frankenaufwertung mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik zuvor. In der Zwischenzeit hat sich die wirtschaftliche Lage in der Schweiz indessen — wie ich schon ausführte — grundlegend gewandelt. Deshalb ist die Nationalbank nicht mehr bestrebt, eine Aufwertung unserer Währung am Devisenmarkt zu unterbinden.

Der Frankenkurs des Euro blieb aber trotz der geldpolitischen Kursänderung weiterhin stabil. Wie erklärt sich diese Stabilität? Ich möchte nicht behaupten, dass ich diese Frage überzeugend beantworten kann. Denn die Stabilität der Euro/Franken-Relation gibt ebenso viele Rätsel auf wie die jüngste Schwäche des Euro gegenüber dem amerikanischen Dollar. Eine mögliche Erklärung liegt in den Erwartungen der Marktteilnehmer. Offensichtlich gehen viele davon aus, dass die Schweiz zwar nicht zur Europäischen Union gehört, aber de facto einen Bestandteil des Eurogebiets bildet. Sie glauben, die Nationalbank befinde sich im gleichen Umfeld wie die Europäische Zentralbank und müsse deshalb nolens volens den selben geldpolitischen Kurs steuern wie ihr Schwesterinstitut in Frankfurt. Unter diesen Umständen erübrigten sich grössere Änderungen der Euro/Franken-Relation. Ist es richtig, die Nationalbank als Anhängsel der Europäischen Zentralbank zu betrachten? Ich möchte im Folgenden auf diese Frage eingehen und sowohl die geldpolitischen Konzepte als auch die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der beiden Zentralbanken vergleichen.

3. Schweizerische und europäische Geldpolitik: ein Vergleich

3.1 Geldpolitische Strategie

Die geldpolitischen Strategien der Europäischen Zentralbank und der Schweizerischen Nationalbank weisen viele Ähnlichkeiten, aber auch einige Unterschiede auf. Beide Zentralbanken betrachten Preisstabilität, die sie einer Inflationsrate von unter 2% gleichsetzen, als das Hauptziel der Geldpolitik. Sie legen allerdings nicht ein eigentliches Inflationsziel fest. Weder die Europäische Zentralbank noch die Nationalbank gehen eine Verpflichtung ein, die Inflation innerhalb eines zum Voraus angekündigten und präzise definierten Korridors zu halten. Ihre Absicht besteht vielmehr darin, den Inflationstrend in jenem Bereich zu halten, den sie mit Preisstabilität gleichsetzen. Dabei lassen sie die Möglichkeit zu, dass die

Inflation zeitweise vom stabilen Bereich abweicht. Solche Abweichungen können beispielsweise als Folge von starken Veränderungen des Erdölpreises oder der Wechselkurse auftreten. Solange sie nur vorübergehender Natur sind, verursachen sie keine nennenswerten volkswirtschaftlichen Schäden und erfordern auch keine geldpolitische Reaktion. Sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Nationalbank sind aber bereit, auf Entwicklungen, welche die Preisstabilität anhaltend gefährden könnten, mit einer Anpassung der Geldpolitik zu reagieren.

Beide Zentralbanken gehen auch ähnlich vor, wenn sie den geldpolitischen Kurs festlegen, den sie für die Gewährleistung der Preisstabilität als notwendig erachten. Sie stützen sich vor allem auf Inflationsprognosen, um die Zweckmässigkeit ihrer Geldpolitik zu beurteilen. Damit berücksichtigen sie die heute allgemein akzeptierte Tatsache, dass die Zentralbanken vorausschauend handeln müssen.

Allerdings bestehen im konzeptuellen Bereich auch einige Unterschiede. Während beide Zentralbanken die Bedeutung der Geldmenge für die Inflationsentwicklung betonen, erklären sie diesen Tatbestand der Öffentlichkeit auf unterschiedliche Weise. Die Europäische Zentralbank erläutert ihre Geldpolitik anhand der von ihr entwickelten Zwei-Säulen-Strategie: Bei der Festlegung ihres Kurses stellt sie sowohl auf Inflationsprognosen als auch auf das Wachstum der Geldmenge M3 im Verhältnis zu einem von ihr zum Voraus angekündigten Referenzwert ab. Das Zwei-Säulen-Prinzip wirft indessen Interpretationsprobleme auf. Senden die beiden Säulen widersprüchliche geldpolitische Signale aus, stellt sich die Frage nach der Gewichtung der unterschiedlichen Informationen. Die Europäische Zentralbank hat diese Frage bisher nicht beantwortet. Sie publiziert auch keine umfassenden Inflationsprognosen, die der Öffentlichkeit selber gestatten würden, die relative Bedeutung der beiden Säulen zu beurteilen. Sie rechtfertigt dieses Vorgehen mit dem an sich überzeugenden Argument, dass sie als neue Institution eine Publikation umfassender Voraussagen erst dann in Betracht ziehen kann, wenn sie mit ihrer Prognose-tätigkeit ausreichende Erfahrungen gesammelt hat.

Für die Nationalbank existieren keine mildernden Umstände, die ihr erlauben würden, auf die Publikation von Inflationsprognosen zu verzichten. Sie veröffentlichte deshalb — im Zuge der Anpassung ihres geldpolitischen Konzepts — Ende 1999 eine Voraussage der Inflationsentwicklung über die folgenden drei Jahre. Mit dem weit gesteckten Prognosehorizont trägt die Nationalbank der Tatsache Rechnung, dass die Übertragung geldpolitischer Impulse auf das Preisniveau in der Schweiz ungefähr drei Jahre dauert. Im Unterschied zur Europäischen Zentralbank verzichtete die Nationalbank ferner auf eine Zwei-Säulen-Strategie. Sie stellte vielmehr klar, dass sie ihre geldpolitischen Entscheide ausschliesslich auf ihre Inflationsprognosen abstützt. Wie ich schon ausführte, verfolgt sie dabei geldpolitische Indikatoren wie die Geldmenge M3, die Konjunkturentwicklung und den Wechselkurs, die für die Inflationsprognose eine zentrale Rolle spielen. Die Geldmenge M3 ruht nicht wie bei der Europäischen Zentralbank auf einer separaten Säule, sondern geht als wichtiger Baustein in die Inflationsprognose ein.

In operationaler Hinsicht bestehen zwischen der Europäischen Zentralbank und der Nationalbank ebenfalls Unterschiede. Beide Währungsinsti-tute steuern die Inflation über die Zinssätze am Geldmarkt. Sie legen diese auf jenem Niveau fest, das nach ihrer Ansicht die Preisstabilität längerfristig gewährleistet. Die Europäische Zentralbank fixiert dabei den Zinssatz für die Repogeschäfte, die sie mit den Banken abschliesst, während die Nationalbank einen Zielkorridor für den Dreimonats-Liborsatz bekannt gibt.

Beim diesem Vergleich sollten wir nicht vergessen, dass die meisten Zentralbanken sowohl innerhalb als auch ausserhalb Europas heute ähnliche geldpolitische Ziele und Strategien verfolgen. Daher sind die Ähnlichkeiten zwischen der Europäischen Zentralbank und der Nationalbank an sich nicht überraschend. Sofern Unterschiede auftreten, liegen sie weniger in der Substanz der geldpolitischen Konzepte, als in den Methoden, mit denen die Zentralbanken ihre geldpolitischen Entscheide der Öffentlichkeit mitteilen und erklären. In Bezug auf die Kommunikation geldpolitischer Entscheide scheint die Europäische Zentralbank gegenwärtig auf stärkere Kritik zu stossen als die Nationalbank. Im Falle der Europäischen Zentralbank löst vor allem das Zwei-Säulen-Konzept Kontroversen aus. An die Nationalbank werden zwar ebenfalls kritische Fragen gerichtet. Aber diese Fragen beschäftigen alle Zentralbanken, die sich auf Inflationsprognosen stützen. Die Öffentlichkeit fordert zurecht, dass die Überlegungen, auf denen die Inflationsprognosen beruhen, transparent dargestellt werden sollten, ein Wunsch, der indessen nicht mit einfachen Mitteln zu erfüllen ist.

Der oft erhobene Vorwurf, die Europäische Zentralbank verhalte sich intransparent, ist nach meiner Meinung überzogen. Obwohl die Zwei-Säulen-Strategie zu Fragen Anlass gibt, ist die Europäische Zentralbank bereit, über ihre geldpolitischen Beschlüsse umfassend Auskunft zu geben. An der kritischen Diskussion über die Transparenz der Europäischen Zentralbank stört mich ohnehin, dass sie sich auf falschen Bahnen bewegt. So wird darüber gestritten, ob die Europäische Zentralbank die Protokolle und Abstimmungsergebnisse ihrer Entscheidungsgremien publizieren sollte. Dabei dreht sich die Diskussion um die Instrumente, mit denen Transparenz geschaffen werden soll. Debatten über Instrumente sind indessen sinnlos, wenn nicht klar gestellt wird, was mit der Transparenz erreicht werden soll. Nach meiner Auffassung sollte die Transparenz die Zentralbanken dazu veranlassen, ihre geldpolitischen Ziele und Strategien offen zu legen. Dabei kann man sich in guten Treuen darüber streiten, welche Instrumente zur Schaffung von Transparenz am besten geeignet sind. Noch keine Zentralbank hat eine Patentmethode erfunden.

3.2 Geldpolitisches Umfeld

Obwohl die Europäische Zentralbank und die Nationalbank ähnliche geldpolitische Ziele und Strategien verfolgen, braucht dies nicht zu bedeuten, dass sie stets den gleichen Kurs steuern. Denn die richtige Dosierung der Geldpolitik hängt entscheidend vom wirtschaftlichen Umfeld ab, in das die Zentralbank eingebettet ist. Unterscheiden sich beispielsweise die konjunkturellen Verhältnisse der Schweiz von jenen des Eurogebiets, wäre es für die Nationalbank nicht zweckmässig, den gleichen geldpolitischen Kurs wie die Europäische Zentralbank zu steuern, selbst wenn sie ähnliche Ziele und Strategien wie ihr Schwesterinstitut in Frankfurt verfolgt.

Da die Schweiz wirtschaftlich eng mit dem Eurogebiet verflochten ist, dürfte die Nationalbank häufig eine ähnliche Geldpolitik verfolgen wie die Europäische Zentralbank. Die Ähnlichkeit des wirtschaftlichen Umfelds hatte schon vor der Einführung des Euro zur Folge, dass zwischen der Geldpolitik der Nationalbank und der Deutschen Bundesbank oft eine grosse Übereinstimmung bestand. Dies verleitet Analysten immer wieder zur Behauptung, die Nationalbank betreibe in Wirklichkeit keine autonome Geldpolitik, sondern lehne sich eng an die Europäische Zentralbank bzw. die Bundesbank an. Die Schweiz verlöre wenig, wenn sie ihre geldpolitische Autonomie gänzlich aufgäbe, indem sie den Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro dauerhaft fixierte. Die Nationalbank würde nach der Anbindung an den Euro kaum einen wesentlich anderen Kurs als unter einem autonomen Vorgehen steuern. Die Anbindung an den Euro würde ferner zu einer grösseren

Wechselkursstabilität führen, welche die Planung der im Export und Import tätigen Unternehmen erleichtern würde. Was ist von dieser Behauptung zu halten?

Obwohl die Nationalbank wahrscheinlich häufig einen ähnlichen Kurs wie die Europäische Zentralbank steuern wird, sollte die Bedeutung unserer geldpolitischen Autonomie nicht heruntergespielt werden. Fixierte die Schweiz den Frankenkurs gegenüber dem Euro, ergäben sich daraus zwei wichtige Konsequenzen für unsere Wirtschaft: Zum einen würden sich die schweizerischen Geldmarktzinsen vollständig an jene des Eurogebiets angleichen. Sie würden fortan nicht mehr von der Nationalbank, sondern ausschliesslich von der Europäischen Zentralbank bestimmt. Diese muss sich bei der Festlegung der Geldpolitik von den Gesamtinteressen des Eurogebiets leiten lassen und könnte deshalb nicht auf die spezifischen Bedürfnisse der Schweiz Rücksicht nehmen. Zum anderen würden nach der Anbindung die im Vergleich zum Ausland tiefen schweizerischen Kapitalmarkt- und Hypothekenzinsen dauerhaft ansteigen und sich dem im Eurogebiet gängigen Niveau annähern. Die schweizerischen Unternehmen, Haushalte und öffentlichen Körperschaften müssten damit einen permanenten Anstieg ihrer Schuldzinsen hinnehmen.

Auch wenn zwischen schweizerischer und europäischer Geldpolitik häufig eine grosse Übereinstimmung bestehen dürfte, sollte die Nationalbank auf die Möglichkeit, die inländischen Geldmarktzinsen autonom zu verändern, nicht verzichten. Denn sie könnte sich von Zeit zu Zeit veranlasst sehen, einen von der Europäischen Zentralbank abweichenden Kurs zu steuern. Dies war schon in der Vergangenheit in Bezug auf die Deutsche Bundesbank der Fall. So führte die Nationalbank in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre eine expansivere Geldpolitik als die Bundesbank und später die Europäische Zentralbank. Sie reagierte auf die Tatsache, dass die Rezession in der Schweiz tiefere Spuren als in unseren Nachbarländern hinterliess und damit eine eigentliche Deflationsgefahr heraufbeschwor. Der vergleichsweise tiefe wirtschaftliche Einbruch in der Schweiz erklärt sich nicht nur aus den Wechselkurssturbulenzen von 1994 und 1995. Er entsprang auch den strukturellen Umwälzungen in der Wirtschaft, die in der Schweiz früher einsetzten als in unseren Nachbarländern. Dank ihrer Fähigkeit, die inländischen Geldmarktzinsen autonom zu verändern, konnte die Nationalbank auf die spezifischen wirtschaftlichen Entwicklungen in der Schweiz Rücksicht nehmen. Umgekehrt war sie in der jüngsten Vergangenheit in der Lage, die Geldpolitik stärker als die Europäische Zentralbank zu straffen. Sie trug damit der über Erwartung kräftigen Konjunkturerholung in der Schweiz Rechnung.

Das vergleichsweise niedrige Zinsniveau verschafft der Schweiz einen Wettbewerbsvorteil, auf den sie nicht leichtfertig verzichten sollte. Allerdings sagen Analysten immer wieder den Untergang der Zinsinsel Schweiz voraus. Sie behaupten, das schweizerische Zinsniveau werde sich früher oder später an jenes im Eurogebiet anpassen und zwar unabhängig davon, ob die Nationalbank an ihrer geldpolitischen Autonomie festhalte.

Von einer Nivellierung der Zinsunterschiede zwischen der Schweiz und dem Eurogebiet ist trotz solcher Voraussagen indessen wenig zu verspüren. Der Abstand zum Eurogebiet hat sich zwar seit dem Übergang zur gemeinsamen Währung etwas verringert. Diese Entwicklung widerspiegelt aber vor allem temporäre Einflüsse auf das schweizerische Zinsniveau. Wie ich schon ausführte, straffte die Nationalbank die Geldpolitik in den letzten Monaten stärker als die Europäische Zentralbank. Deshalb ist es nicht erstaunlich, dass sich der Zinsabstand zum Eurogebiet verengte. Es bestehen somit keine Anzeichen, dass die Zinsinsel verschwinden wird. Vielmehr betrachten die Anleger den Schweizer Franken nach wie vor als attraktive Alternative zum Euro und anderen wichtigen Währungen. Natürlich werden sie den Franken nur solange für Diversifikationszwecke verwenden, als sie ihn für eine eigenständige Währung halten. Der Franken würde seine Eigenständigkeit

verlieren, wenn die Behörden seinen Kurs gegenüber dem Euro dauerhaft fixierten. Mit einem fixen Wechselkurs würden der Franken und der Euro in faktisch identische Währungen verwandelt. Damit der Franken seine Eigenständigkeit bewahren kann, muss sein Wechselkurs gegenüber dem Euro frei schwanken können.

Die Eigenständigkeit des Frankens setzt aber nicht eine hohe Variabilität des Wechselkurses voraus. Manche Analysten vertreten die Meinung, die seit Anfang 1999 beobachtete Stabilität der Euro/Franken-Relation werde die Zinsinsel Schweiz mit der Zeit zum Verschwinden bringen. Je stabiler sich der Wechselkurs verhalte, umso geringer sei die Wahrscheinlichkeit, dass die Anleger den Franken noch als eigenständige Währung anschauten.

Die Eigenständigkeit des Frankens wird indessen nur in Frage gestellt, wenn die Nationalbank bewusst einen stabilen Wechselkurs anstrebt. Sind dagegen die Marktkräfte vornehmlich für die Stabilität verantwortlich, braucht die Zinsinsel Schweiz nicht zu verschwinden. Denn bei grundsätzlich flexiblen Wechselkursen müssen die Anleger stets mit einer Anpassung der Euro/Franken-Relation rechnen, selbst wenn sich diese über längere Zeit hinweg stabil verhalten hat.

Längere Phasen stabiler Wechselkurse traten schon in der Vergangenheit auf, ohne dass das Ende der Zinsinsel Schweiz eingeläutet wurde. Aus der Grafik 1 ist ersichtlich, dass sich der Kurs des Frankens gegenüber der D-Mark von 1983 bis 1987 — trotz einer massiven temporären Aufwertung des Dollars — nur geringfügig bewegte. Ferner befanden sich die schweizerischen Geldmarktzinsen von 1985 bis 1987 ungefähr auf dem deutschen Niveau (Grafik 2). Dennoch blieb der Zinsabstand zu Deutschland, der im langfristigen Bereich in den Achtzigerjahren tendenziell 2-3 Prozentpunkte betrug, erhalten. Schon damals behaupteten zahlreiche Analysten, die Nationalbank verfolge ein Wechselkursziel. Dies entsprach nicht den Tatsachen. Der stabile Kursverlauf war vielmehr den Marktkräften zu verdanken. Diese Überlegungen deuten darauf hin, dass die Zinsinsel Schweiz noch nicht dem Untergang geweiht ist.

4. Schlussbemerkung

Mit der Einführung der neuen gemeinsamen Währung änderten sich die geldpolitischen Rahmenbedingungen im Eurogebiet grundlegend. Die nationalen Noteninstitute, die bis anhin für die Führung der Geldpolitik zuständig gewesen waren, übertrugen ihre Kompetenzen an eine neue Währungsbehörde. Die Europäische Zentralbank, welche die Verantwortung für die Ausgabe des Euro trägt, betreibt seit Anfang 1999 eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik.

Obwohl der europäische Integrationsprozess mit dem Übergang zum Euro einen grossen Schritt vorwärts machte, waren die Auswirkungen auf die schweizerische Wirtschaft geringer als erwartet. Die oft geäusserte Befürchtung, der Schweizer Franken werde nach der Einführung des Euro zu einem für unsere Wirtschaft schädlichen Höhenflug ansetzen, bewahrheitete sich nicht. Auch die Rahmenbedingungen für die schweizerische Geldpolitik blieben weitgehend unverändert. Solange die Schweiz nicht zur Europäischen Union gehört, ist sie gut beraten, an ihrer autonomen Geldpolitik festzuhalten und von einer Anbindung des Frankens an den Euro abzusehen.

Wechselkurse des Schweizer Franken

Grafik 1

Index Januar 1999 = 100

— USD - - - DEM, ab 1999 EUR



