

Globalisierung und Euro: Die künftige Rolle der Schweizerischen Nationalbank

Georg Rich
Schweizerische Nationalbank

Vortrag am 2. Internationalen Banking Forum 2000, Zürich,
Veranstalter EUROFORUM HandelsZeitung Konferenz AG, Zürich

1. Einleitung

Sowohl in der Schweiz als auch in anderen Ländern hat sich das wirtschaftliche Umfeld in den letzten zehn bis zwanzig Jahren grundlegend verändert. Die vielfältigen Bestrebungen zur Integration der nationalen Volkswirtschaften zeigen ihre Wirkungen: Eine rasch wachsende Zahl von Unternehmen ist nicht mehr ausschliesslich an den nationalen Märkten tätig, sondern bewegt sich in einem globalen Umfeld. Die Einführung des Euro stellt einen wichtigen Markstein im Globalisierungsprozess dar. Mit der neuen gemeinsamen Währung entstand im Eurogebiet ein einheitlicher Geld- und Kapitalmarkt. Als Folge davon herrschen heute im gesamten Eurogebiet die gleichen Geldmarktzinsen und am Kapitalmarkt haben sich die Sätze weitgehend angeglichen. Mit der Vereinheitlichung der Geld- und Kapitalmärkte ging die Zentralisierung der Geldpolitik einher. Die Europäische Zentralbank (EZB), die für die Ausgabe der gemeinsamen Währung zuständig ist, hat keine andere Wahl, als eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik zu führen. Die EZB kann damit – im Unterschied zu den früher zuständigen nationalen Zentralbanken – nicht mehr auf die Bedürfnisse einzelner Länder Rücksicht nehmen.

Die mit dem Euro verbundene Zentralisierung des geldpolitischen Entscheidungsprozesses erweckt sowohl Hoffnungen als auch Ängste. Auf der einen Seite erwarten viele Menschen, dass sich der Euro als Katalysator für eine nachhaltige wirtschaftliche Belebung Europas erweisen wird. Manche erhoffen sich vom Euro auch Impulse für eine Förderung und Vertiefung der politischen Integration. Auf der anderen Seite stösst die Zentralisierung des Geldwesens auf Misstrauen. Sie gibt der Befürchtung Nahrung, die Interessen einzelner Länder

könnten dabei unter die Räder geraten. Natürlich ist es für ein Urteil über die Vorzüge und Nachteile des Euro noch zu früh. Ich werde indessen auf einzelne Aspekte dieser Diskussion im Laufe meines Referats zurückkommen.

Die Einführung des Euro zeichnet sich – im Vergleich zu anderen Formen der Globalisierung – dadurch aus, dass sie auf einer politischen Entscheidung beruht und damit den Willen der politischen Instanzen widerspiegelt. Häufig stehen hinter der Globalisierung indessen Marktkräfte, welche die nationalen Volkswirtschaften in internationale Bahnen lenken. Die Politik spielt dabei höchstens eine indirekte Rolle, indem sie Rahmenbedingungen setzt, die die Globalisierung fördern oder zumindest nicht verhindern. Der Abbau von Zöllen und anderen Handelsschranken, die Befreiung des internationalen Kapitalverkehrs von staatlichen Fesseln, die Förderung des Wettbewerbs und andere Massnahmen trugen dazu bei, der Globalisierung der Wirtschaft Vorschub zu leisten. Sofern sich die Globalisierung innerhalb vernünftiger staatlicher Rahmenbedingungen abspielt, stärkt sie die Effizienz der Wirtschaft und trägt damit zur Wohlfahrt der Bevölkerung bei.

Allerdings bekunden viele Menschen Mühe, die wirtschaftlichen Vorteile der Globalisierung zu erkennen. Sie bezweifeln, dass ihnen die Marktkräfte, welche die Globalisierung fördern, zu einem besseren Leben verhelfen werden. Angesichts solcher Ängste fällt die häufig geäußerte Forderung, die Wirtschaft müsse sich der Politik unterordnen, und nicht die Politik der Wirtschaft, auf fruchtbaren Boden. Wer die Suprematie der Politik verlangt, sollte sich indessen bewusst sein, dass die Unternehmen in einer Marktwirtschaft Freiräume besitzen, die sie ausschöpfen dürfen, selbst wenn sie dabei nationale Grenzen

überschreiten. Die Forderung, die Wirtschaft müsse sich der Politik unterordnen, kann deshalb in dieser verkürzten Form nicht richtig sein. Grundsätzlich besteht die Aufgabe der Politik darin, Rahmenbedingungen für das wirtschaftliche Handeln der Unternehmen zu setzen und damit die Freiräume, die den privaten wirtschaftlichen Akteuren offen stehen, klar zu definieren. Innerhalb der von der Politik gesetzten Grenzen bestimmen die Marktkräfte das wirtschaftliche Geschehen. Im heutigen globalisierten Umfeld ist es natürlich möglich, dass Entscheide, die das wirtschaftliche Geschehen in der Schweiz tief greifend beeinflussen, von ausländischen Unternehmen gefällt werden. Umgekehrt können sich Entscheide schweizerischer Unternehmen auf das wirtschaftliche Geschehen im Ausland auswirken.

Entscheide, die von ausländischen Unternehmen gefällt werden, brauchen den schweizerischen Interessen nicht zu widersprechen. Denn ausländische wie schweizerische Unternehmen orientieren sich in erster Linie am globalen Markt; sie walten nicht als Handlanger ihrer jeweiligen Regierungen. Der globale Markt zwingt sie vielmehr zu ähnlichem Verhalten, das durchaus im Gesamtinteresse unseres Landes liegt, sofern die Unternehmen in einem wirksamen Wettbewerb zu einander stehen und sich an die von den schweizerischen Behörden erlassenen gesetzlichen Vorschriften halten.

Rahmenbedingungen, die ausschliesslich von Nationalstaaten gesetzt werden, können in einem globalen wirtschaftlichen Umfeld selbstverständlich Probleme verursachen. Global tätige Unternehmen berücksichtigen bei der Standortwahl die unterschiedlichen nationalen Vorschriften und siedeln sich dort an, wo sie das für

sie günstigste Umfeld vorfinden. Häufig wird die Meinung vertreten, die Globalisierung bedinge eine Harmonisierung der nationalen Rahmenbedingungen. Die Unternehmen sollten in der Lage sein, in allen Ländern mit gleich langen Spiesen zu kämpfen. In der EU ist der Glaube, die Harmonisierung nationaler staatlicher Vorschriften sei in einer globalen Wirtschaft unabdingbar, weit verbreitet. Die Zentralisierung des Geldwesens innerhalb der EU ist nicht zuletzt Ausdruck solcher Harmonisierungsbestrebungen. So wurden mit der Einführung der neuen gemeinsamen Währung innerhalb des Eurogebiets die Wechselkurschwankungen, die immer wieder zu Wettbewerbsverzerrungen geführt hatten, zum Verschwinden gebracht.

Auch die Schweiz spürt den Harmonisierungsdruck, der sowohl von der EU im Speziellen als auch von der Globalisierung im Allgemeinen ausgeht. Für die Schweiz ist es oft sinnvoll, eine Harmonisierung ihrer staatlichen Vorschriften mit jenen anderer Länder anzustreben. Dabei besteht aber keine Notwendigkeit, alles und jedes zu harmonisieren. Wo eigenständige Vorschriften und Institutionen vitale Interessen der Schweiz schützen, hat die Harmonisierung – Globalisierung und europäische Integration hin oder her – keinen Platz. Ein eigenständiges Vorgehen braucht die Wettbewerbskraft der Schweiz nicht zu beeinträchtigen. Bietet die Schweiz liberalere und attraktivere Lösungen als das Ausland an, verbessert ein eigenständiges Vorgehen vielmehr ihre Standortqualitäten. Denn was nützen der Schweiz gleich lange Spiesse, wenn diese alle stumpf sind?

Die Globalisierung weckt bei vielen Menschen auch aus anderen Gründen Ängste. Unternehmen, die an globalen Märkten tätig sind, spüren den Strukturwandel

wesentlich intensiver als jene, die sich von unerwünschten internationalen Entwicklungen – zumindest in einem gewissen Ausmass – abkoppeln können. Die Umstrukturierungen, Betriebsschliessungen sowie Fusionen und Übernahmen von Unternehmen zeugen von der Härte des internationalen Konkurrenzkampfes. Es ist allerdings höchst problematisch, sich diesen Herausforderungen entziehen zu wollen, indem die nationalen Gärten gehegt und gepflegt und vor der ausländischen Konkurrenz geschützt werden. Die Schweiz fuhr in der Vergangenheit immer dann am besten, wenn sie sich den internationalen wirtschaftlichen Herausforderungen voll stellte. Wirtschaftszweige, die mit Hilfe von Kartellabsprachen oder staatlichen Krücken dem Konkurrenzkampf zu entgehen versuchten, schwächten auf die Dauer ihre Wettbewerbsposition. Man denke nur an die heutige Verfassung der Landwirtschaft, der Bauindustrie, der Elektrizitätswirtschaft und anderer bisher geschützter Branchen. Die Rolle des Staates darf nicht darin bestehen, den Strukturwandel zu hemmen oder gar zu verhindern. Sie sollte sich darauf beschränken, diesen – soweit als möglich – sozial abzufedern. Lassen Sie mich nun diese Überlegungen anhand zweier spezifischer Themen konkretisieren. Ich werde im Folgenden auf den Nutzen einer autonomen schweizerischen Geldpolitik und auf die Rolle des schweizerischen Finanzplatzes in einem globalisierten Umfeld eingehen.

2. Nutzen einer autonomen schweizerischen Geldpolitik

Ein kleines Land wie die Schweiz kann grundsätzlich zwischen zwei geldpolitischen Strategien wählen: Entweder fixiert die Schweiz den Frankenkurs gegenüber einer wichtigen Währung – wie dem Euro – oder sie steuert einen autonomen Kurs. Entscheidet sie sich für eine autonome Strategie, hat sie keine andere Möglichkeit,

als den Wechselkurs des Schweizer Frankens am Devisenmarkt frei schwanken zu lassen. Denn die Fixierung des Wechselkurses gegenüber dem Euro hätte zur Folge, dass die Nationalbank ihre geldpolitische Autonomie verlöre. Beliesse sie den Wechselkurs für immer auf dem einmal fixierten Niveau, würden sich die Zinsen am schweizerischen Geldmarkt an jene des Eurogebiets anpassen. Für Zinsunterschiede – zumindest am Geldmarkt – gäbe es keine stichhaltigen Gründe mehr, da die Anleger den Euro und den Franken als vollkommene Substitute betrachten würden. Das schweizerische Zinsniveau würde fortan von der EZB bestimmt. Diese könnte bei der Festlegung ihrer Geldpolitik ebenso wenig die Bedürfnisse der Schweiz berücksichtigen, wie sie den Interessen der einzelnen Länder des Eurogebiets Rechnung tragen kann. Die Nationalbank wandelte sich zu einem Schattenmitglied der EZB, ohne indessen die europäische Geldpolitik beeinflussen zu können. Flexible Wechselkurse bilden somit die Voraussetzung für geldpolitische Autonomie.

Beide Strategien besitzen Vor- und Nachteile. Wählt die Nationalbank die autonome Strategie, kann sie ihre Geldpolitik grundsätzlich massgeschneidert auf die schweizerischen Bedürfnisse ausrichten. Allerdings läuft sie mit der autonomen Strategie Gefahr, die Wechselkursschwankungen des Schweizer Frankens zu verstärken. Dies vermindert die internationale Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Unternehmen, da die mit der Kursvolatilität verbundenen Unsicherheiten die Gefahr unternehmerischer Fehlentscheide erhöhen. Werden die Kursschwankungen ausgeschaltet, erleichtert dies zwar die unternehmerische Planung, aber die Nationalbank verliert – wie ich schon ausführte – ihre geldpolitische Autonomie.

Allerdings wird immer wieder versucht, im Rahmen von Mischsystemen, die Nachteile fixer und flexibler Wechselkurse zu beseitigen. So gibt es viele Länder, die den Kurs ihrer Währung soweit als möglich stabil halten, aber bereit sind, ihn bei Bedarf anzupassen. Andere Länder versuchen, ihre geldpolitische Autonomie trotz fixer Wechselkurse zu bewahren, indem sie die internationalen Kapitalbewegungen kontrollieren und damit einen Keil zwischen die Zinsen im In- und Ausland treiben. Für die Schweiz stellen solche Mischsysteme indessen keine vernünftige Alternative dar. Sie passen schlecht in eine Welt globaler Finanzmärkte. Solche Märkte können nur befriedigend funktionieren, wenn klare Spielregeln bestehen. Akzeptieren die Behörden die Globalisierung ihrer nationalen Finanzmärkte, müssen sie auch die Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs zulassen und darauf verzichten, bei Bedarf zu Kontrollen zurückzukehren. Denn plötzlich eingeführte Kontrollen verursachen hohe volkswirtschaftliche Kosten, wenn sich die Anbieter und Konsumenten von Finanzdienstleistungen einmal der globalen Ausrichtung dieser Märkte angepasst haben.

Der freie Kapitalverkehr hat eine weitere Konsequenz. Er führt auch dazu, dass ein Mix von fixen und flexiblen Wechselkursen in der Praxis schlecht funktioniert. Unter einem solchen System sind die Behörden häufig bestrebt, den Wechselkurs möglichst lange stabil zu halten. Klammern sie sich an den fixen Kurs, laufen sie Gefahr, spekulative Kapitalbewegungen zu verursachen. Zögern sie die Anpassung zu lange hinaus, wissen die Anleger in der Regel, dass sich der Wechselkurs nur in die eine Richtung verändern kann. Die Spekulation am Devisenmarkt wird damit nahezu risikolos. Die von den Anlegern ausgelösten spekulativen Kapitalbewegungen können massive Proportionen annehmen, welche

die Behörden zumeist zu einer Freigabe des Wechselkurses zwingen. Für die Schweiz ist die Wahl somit eindeutig. Vor dem Hintergrund globaler Finanzmärkte muss sie sich klar für fixe oder flexible Wechselkurse entscheiden. Mit Mischsystemen lädt sie sich nur Probleme auf.

Die Schweiz entschied sich schon Anfang 1973 für flexible Wechselkurse. Seither wird der Kurs des Schweizer Frankens grundsätzlich durch die Marktkräfte bestimmt (Abbildung 1). Die Nationalbank ist damit in der Lage, eine autonome Geldpolitik zu führen. Dies braucht indessen nicht zu bedeuten, dass die Nationalbank einen Kurs steuert, der sich stets von jenem ihres wichtigen Schwesterinstituts, der EZB, unterscheidet. Die richtige Dosierung der Geldpolitik hängt nämlich wesentlich vom wirtschaftlichen Umfeld ab, in das die Nationalbank eingebettet ist. Nur wenn sich die konjunkturellen Verhältnisse der Schweiz von jenen des Eurogebiets unterscheiden, ist es für die Nationalbank zweckmässig, einen anderen geldpolitischen Kurs als die EZB zu steuern.

Da die Schweiz wirtschaftlich eng mit dem Eurogebiet verflochten ist, dürfte die Nationalbank häufig eine ähnliche Geldpolitik verfolgen wie die EZB. Die Ähnlichkeit des wirtschaftlichen Umfelds hatte schon vor der Einführung des Euro zur Folge, dass zwischen der Geldpolitik der Nationalbank und jener 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 EZB 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 EZB steuern wird, sollte der Nutzen 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 würde die schweizerische Geldpolitik – wie ich schon ausführte – in Frankfurt festgelegt und trüge den spezifischen Bedürfnissen der Schweiz nicht mehr Rechnung. Zum anderen würden nach der Anbindung die im Vergleich zum Ausland tiefen schweizerischen Kapitalmarkt- und Hypothekarzinsen 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 EZB 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 EZB. Sie reagierte auf die Tatsache, dass die Rezession in der Schweiz tiefere Spuren als in unseren Nachbarländern hinterliess und damit eine eigentliche Deflationsgefahr heraufbeschwor. 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 Er-
warten kräftigen Konjunkturerholung und der wachsenden Inflationsgefahr in der Schweiz Rechnung (Abbildung 2).

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 zu Deutschland bzw. dem Eurogebiet hat sich zwar seit dem Übergang zur gemeinsamen Währung zumindest nominell etwas verringert (Abbildung 3).¹

Diese Entwicklung widerspiegelt aber vor allem temporäre Einflüsse auf das

¹ Die Abbildung zeigt den Unterschied der nominellen und realen Renditen auf deutschen und schweizerischen Bundesobligationen. Für 1999 wurde die reale Zinsdifferenz aufgrund des Euro/Franken-Kurses und des harmonisierten Konsumentenpreisindex für das Eurogebiet berechnet.

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 etwas 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. Ich werde auf diesen Punkt im letzten Teil meines Referates nochmals zu sprechen kommen. Natürlich werden die Anleger 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.

Die Eigenständigkeit des Frankens setzt aber nicht eine hohe Variabilität des Wechselkurses voraus. Manche Analysten standen unter dem Eindruck der starken Frankenaufwertung von 1983 bis 1985 und waren von der bemerkenswerten Stabilität der Euro/Franken-Relation, die bis zum Frühjahr 2000 anhielt, überrascht. Sie glaubten, der hohe Grad an Kursstabilität 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 Abbildung 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 (Abbildung 2). Dennoch blieb der Zinsabstand zu Deutschland, der im langfristigen Bereich in den Achtzigerjahren tendenziell 2-3 Prozentpunkte betrug, erhalten (Abbildung 3). 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.

Somit gibt es keine überzeugenden Gründe, die für eine Aufgabe der schweizerischen geldpolitischen Autonomie sprechen. Trotz Globalisierung und Euro liegt der Nutzen, den die Schweiz aus einer monetären Angleichung an das Eurogebiet ziehen könnte, nicht auf der Hand.

3. Wirkung von Globalisierung und Euro auf den schweizerischen Finanzmarkt

Mit dem Übergang zur gemeinsamen Währung entstand im Eurogebiet – wie schon erwähnt – ein einheitlicher Geld- und Kapitalmarkt. Die meisten Analysten erwarteten, dass die Einführung des Euro die europäischen Obligationen- und

Aktienmärkte beflügeln werde. Mit dem Wegfall der Schranken zwischen den nationalen Kapitalmärkten würden einheitliche und hoch liquide europäische Märkte für Obligationen und Aktien entstehen. Dies werde die Bedeutung Europas als Kreditvermittler stärken und die Rolle des Dollars als internationale Transaktions- und Reservewährung in den Hintergrund drängen. Einige Analysten gingen so weit zu behaupten, der Euro werde den Dollar als internationale Reservewährung verdrängen. Ferner wurde erwartet, dass mit dem Entstehen eines hoch liquiden Kapitalmarktes die Bedeutung der Banken als Kreditvermittler – wie in den Vereinigten Staaten – sinken werde.

Über die Auswirkungen des Euro auf den schweizerischen Finanzplatz wurden unterschiedliche Meinungen geäußert. Einige Analysten glaubten, die Entstehung liquider und leistungsfähiger Geld- und Kapitalmärkte im Eurogebiet werde mit der Zeit zu einer Marginalisierung des Finanzplatzes Schweiz führen. Der Schweizer Franken werde für die internationalen Anleger an Interesse verlieren und sich gegenüber dem Euro kaum behaupten können. Andere Analysten sahen immer noch Chancen für den Finanzplatz Schweiz. Sie waren der Auffassung, der Franken werde für Anleger, die ihre Portefeuilles währungsmässig diversifizieren möchten, auch inskünftig eine nützliche Rolle spielen können.

In Bezug auf die Finanzmärkte des Eurogebiets entpuppten sich diese Voraussagen zumindest teilweise als richtig. So entwickelte sich der Obligationenmarkt des Eurogebiets als Folge der Einführung der gemeinsamen Währung explosionsartig. Besonders attraktiv erwies sich der Euro-Obligationenmarkt für private Schuldner. Sowohl Schuldner innerhalb als auch

ausserhalb des Eurogebiets nahmen den Euro-Obligationenmarkt rege in Anspruch. In der Periode Juli 1998 bis Dezember 1999 begaben die ausserhalb des Eurogebiets ansässigen Schuldner einen Fünftel ihrer Obligationen in Euro, d.h. fast doppelt so viel, wie sie in den Vorgängerwährungen emittiert hatten.² Dagegen wirkte sich der Euro nur beschränkt auf die Aktienmärkte aus, die sich nach wie vor durch eine starke Segmentierung entlang der Landesgrenzen auszeichnen. Der Euro vermochte auch nicht die Dominanz des amerikanischen Dollars als Reservewährung zu brechen.

Der Schweizer Franken konnte sich trotz der Konkurrenz des Euro ebenfalls gut behaupten. Wie ich schon ausführte, deutet der Fortbestand der Zinsinsel Schweiz darauf hin, dass internationale Anleger unsere Währung nach wie vor für Diversifikationszwecke verwenden. Neue von der Nationalbank erhobene Zahlen über die währungsmässige Zusammensetzung der Wertschriftendepots, die von den Schweizer Banken verwaltet werden, bestätigen diesen Sachverhalt. Die Abbildung 4 zeigt die währungsmässige Gliederung der von inländischen und ausländischen Kunden gehaltenen Wertschriftendepots. Ende 1999 hielten die inländischen Kunden 62% ihrer Wertpapierbestände in Schweizer Franken, während der Anteil unserer Währung bei den ausländischen Kunden 35% betrug. Häufig wird die Meinung geäussert, ausländische Kunden hielten nur einen geringen Anteil ihrer Wertpapierbestände in Schweizer Franken. Diese Auffassung wird durch die Zahlen der Nationalbank offensichtlich widerlegt. Interessant ist auch die Tatsache, dass sich die währungsmässige Gliederung der

² Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 70. Jahresbericht, Basel 2000, S. 144.

Wertschriftenbestände von In- und Ausländern gegenüber Ende 1998 kaum veränderte (Abbildung 5). Die auf Franken entfallenden Anteile nahmen etwas ab, während der Dollar, der Euro und die übrigen Währungen hinzu gewannen. Es ist möglich, dass diese Verschiebungen in den Anteilen teilweise den kräftigen Anstieg des Dollarkurses gegenüber dem Euro und dem Franken widerspiegeln. Von einer Verdrängung des Frankens durch den Euro kann somit keine Rede sein. Die Abbildungen 4 und 5 führen vielmehr zum gegenteiligen Schluss. Sie deuten darauf hin, dass unsere Währung für die internationalen Anleger immer noch eine erhebliche Bedeutung besitzt. Deshalb leistet die Nationalbank mit ihrem Angebot einer eigenständigen und stabilen Währung nicht nur der schweizerischen Wirtschaft insgesamt einen Dienst, sondern sie stärkt auch die internationale Konkurrenzfähigkeit des inländischen Finanzplatzes.

Der schweizerische Kapitalmarkt verfügt – als Folge seiner geringen Grösse – nicht über die Liquidität seines Gegenspielers im Eurogebiet. Seit der Einführung der gemeinsamen Währung hat insbesondere der Euro-Obligationenmarkt für die Schuldner eine ähnliche Attraktivität erlangt wie der Markt für festverzinsliche Dollaranleihen. Dies braucht indessen nicht zu bedeuten, dass der Euro den schweizerischen Kapitalmarkt in die völlige Bedeutungslosigkeit verbannen wird. Der Markt für festverzinsliche Schweizer Franken-Anleihen dürfte auch in Zukunft eine nützliche Nischenfunktion erfüllen.

Natürlich können die Banken am schweizerischen Kapitalmarkt Anleihen, die auf Euro oder Dollar lauten, begeben. Früher wurden solche Geschäfte durch die Stempelsteuer stark behindert; die dringlichen Massnahmen der schweizerischen

Behörden von März 1999 im Bereich der Umsatzabgabe haben indessen diese Fesseln stark gelockert. Dennoch glaube ich nicht, dass Obligationenemissionen in Dollar oder Euro am inländischen Kapitalmarkt eine grosse Rolle spielen werden. Die schweizerischen Grossbanken sind an diesem Geschäft schon über ihre Töchter in London und anderen Orten stark beteiligt. Es ist ohnehin bemerkenswert, dass die lokalen Finanzinstitute im Eurogebiet von der Schaffung des einheitlichen europäischen Kapitalmarktes bis jetzt nur beschränkt profitiert haben. Ihre Stärken bestanden vor allem in ihrer Kenntnis der nationalen Eigenheiten der Kapitalmärkte. Dieses Know-how ist heute im Rahmen des einheitlichen Euro-Kapitalmarktes nicht mehr gefragt. Dagegen verfügen jene Institute über einen Wettbewerbsvorteil, die schon bisher global ausgerichtet waren. Dazu gehören vor allem die grossen amerikanischen Wertschriftenhäuser, die schweizerischen Grossbanken sowie einige wenige global orientierte Banken des Eurogebiets. Sie besitzen auch gute Kenntnisse des Marktes für Obligationen privater Schuldner, der sich im Eurogebiet – wie ich schon ausführte – besonders dynamisch entwickelt. Viele lokale Banken des Eurogebiets sind dagegen vor allem auf die Emission staatlicher Schuldverschreibungen spezialisiert.

Noch wenig absehbar sind die Auswirkungen der gemeinsamen Währung auf die Aktienmärkte des Eurogebiets und der Schweiz. Die Presse berichtet immer wieder über Projekte von Börsenzusammenschlüssen oder Kooperationsabkommen unter Börsen. In Europa existieren zweifelsohne zu viele Börsen. Eine Konsolidierung im Börsenbereich drängt sich nicht nur angesichts des Euro, sondern auch aufgrund der Globalisierung der Finanzmärkte auf. Allerdings stösst diese Konsolidierung auf verschiedene Hindernisse:

- Eine Zentralisierung des Börsenhandels ist nicht unter allen Umständen angebracht. Sie macht für "blue chips"-Aktien Sinn, aber nicht für lokale Werte, die auch inskünftig an lokalen Börsen gehandelt werden dürften.
- Die Zentralisierung der Handelsplattformen genügt nicht. Eine besonders dornige Aufgabe besteht in der Vereinheitlichung der höchst unterschiedlichen Systeme für die Wertschriftenabwicklung.
- Bei supranationalen Börsen stellt sich die Frage, wie sie von den nationalen Behörden beaufsichtigt werden sollten.
- Schliesslich müssen in Europa die Reformbestrebungen im Bereich der "corporate governance" fortgesetzt werden, damit der Aktienmarkt die ihm gebührende volkswirtschaftliche Rolle spielen kann.

Die Schweizer Börse hat durchaus Chancen, sich im bevorstehenden Konsolidierungsprozess behaupten zu können. Zu ihren Stärken zählt die Wertschriftenabwicklung und die in der Schweiz im Vergleich zu unseren Nachbarländern fortschrittlichen Verhältnisse der "corporate governance". Die künftige Entwicklung der europäischen Aktienmärkte dürfte faszinierende Fragen aufwerfen.

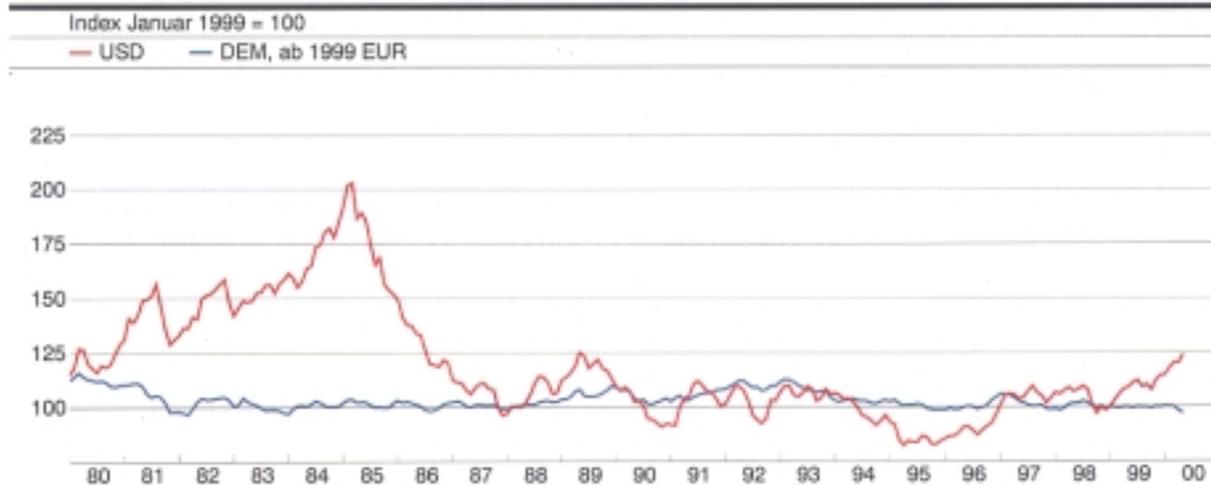
4. Schlussbemerkung

Die Einführung der gemeinsamen Währung hat die geldpolitischen Rahmenbedingungen im Eurogebiet grundlegend geändert. Heute besteht im Eurogebiet ein einheitlicher Geld- und Kapitalmarkt. Dies bedeutet auch, dass die EZB eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik führen muss. Sowohl

der Euro als auch die Globalisierung stellen die schweizerische Wirtschaft vor vielfältige Herausforderungen. Die Nationalbank nützt der schweizerischen Wirtschaft am meisten, wenn sie weiterhin an ihrer auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik festhält und versucht, ihren Stabilitätsauftrag autonom zu erfüllen.

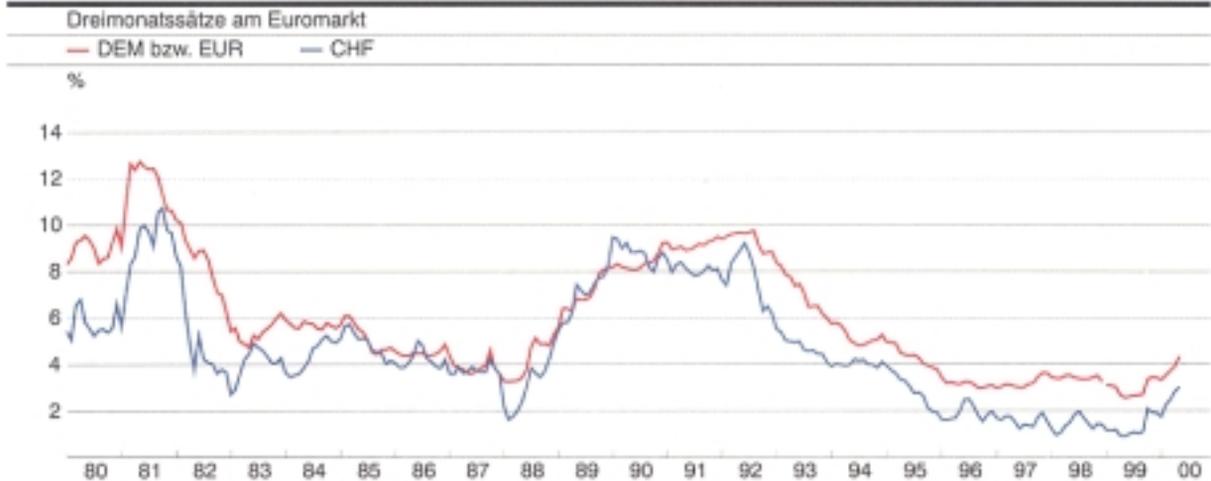
Wechselkurse des Schweizer Franken

Abbildung 1



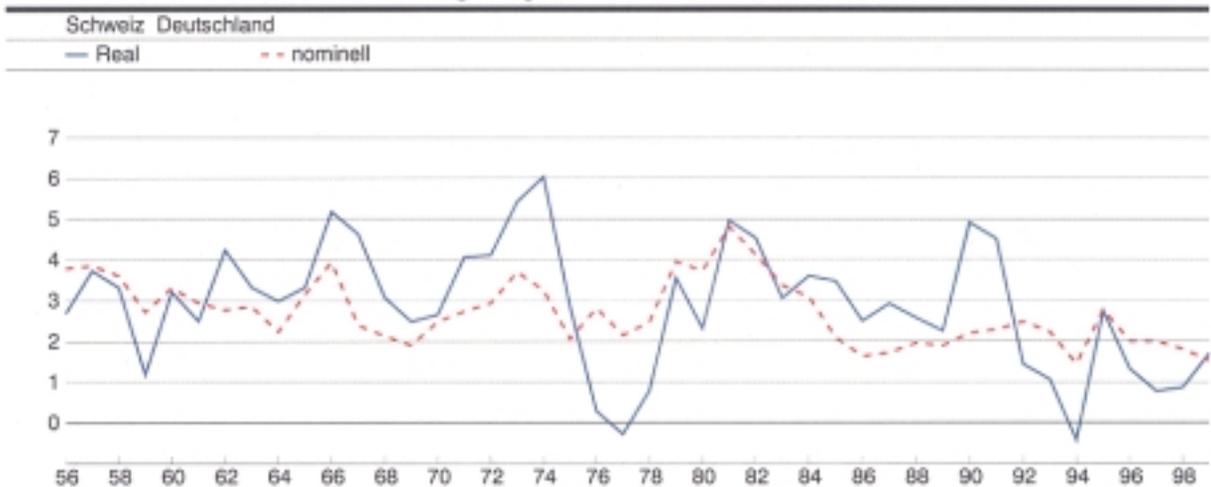
Schweizerische und deutsche Geldmarktsätze

Abbildung 2

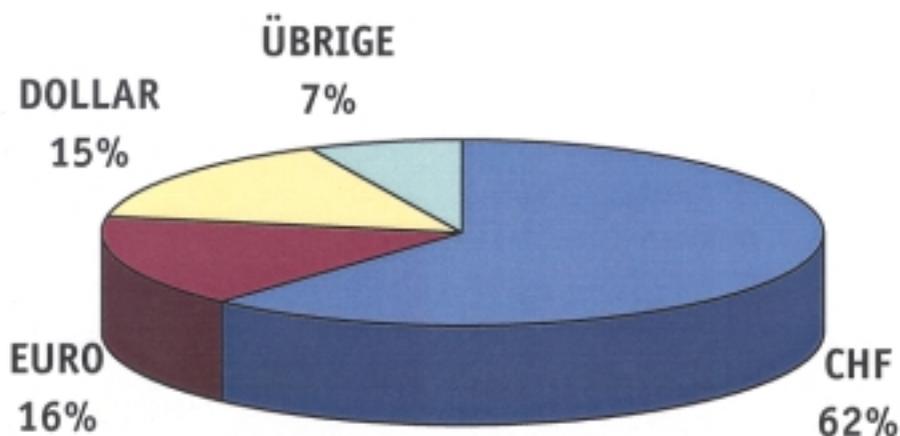


Reale und nominelle Differenzen langfristiger Zinssätze

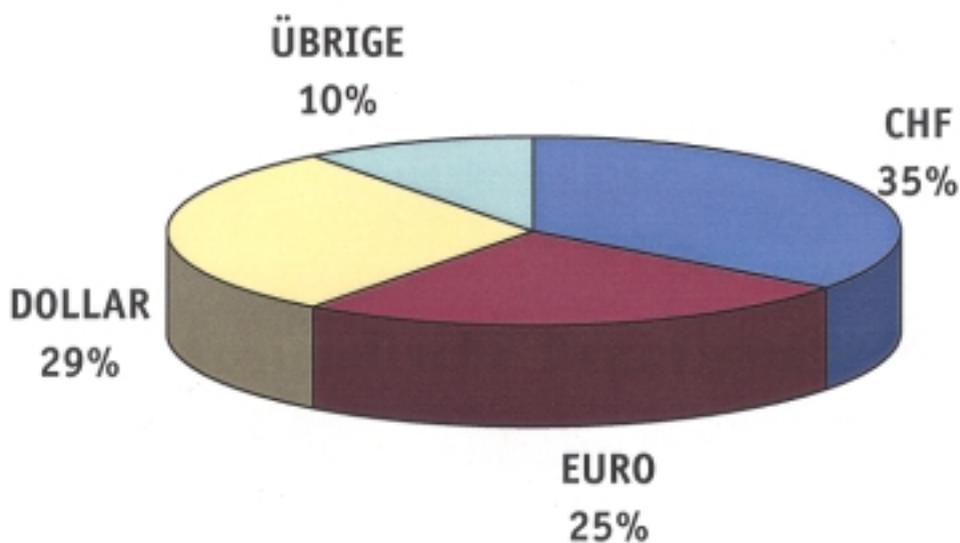
Abbildung 3



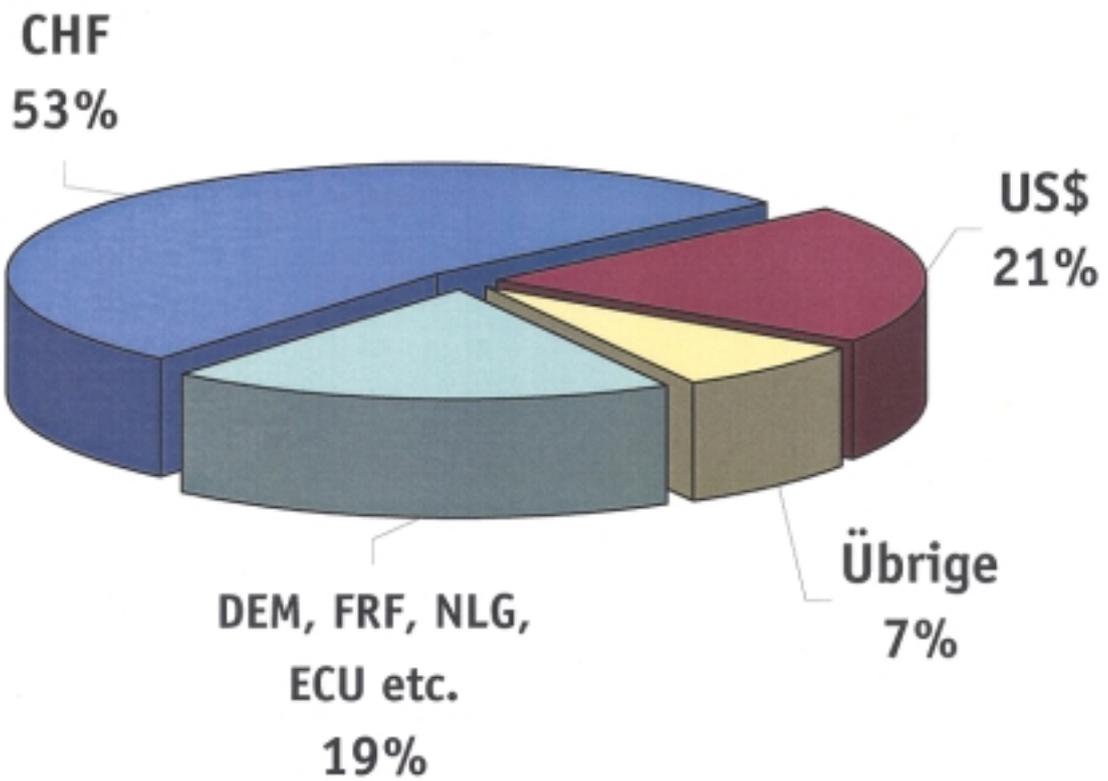
Inländische Depotinhaber



Ausländische Depotinhaber



1998



1999

