

**Der Euro: Auswirkungen auf die Schweiz und auf die Geldpolitik der
Schweizerischen Nationalbank**

Prof. Dr. Niklaus Blattner
Mitglied des Direktoriums
der Schweizerischen Nationalbank

Swiss Bankers' Club
Bern, 11. Februar 2002

1. Nutzen und Kosten einer Währungsunion: Grundlagen

Die Einführung einer gemeinsamen Währung verspricht Nutzen und verursacht Kosten. Da der Nutzen vorwiegend auf strukturelle Verbesserungen und die Kosten hauptsächlich auf die Erschwerung der Inflations- und Konjunktursteuerung zurückzuführen sind und da Nutzen und Kosten in komplexer Weise über die Zeit verteilt sind, ist ein Aufrechnen der Vor- und Nachteile einer Währungsunion schwierig. Vor allem kann es auch nicht schon am „ersten Tag“ vorgenommen werden. Ob eine Währungsunion per Saldo Nutzen stiftet oder Kosten verursacht, hängt von vielem ab, nicht zuletzt aber davon, welche Eigenschaften der gemeinsame Währungsraum aufweist. Theoretisch unbestritten ist: Um einen sogenannten optimalen Währungsraum zu bilden, müssen seine Mitgliedsländer ähnliche Strukturen aufweisen und über eine hohe Flexibilität verfügen.

Der Nutzen einer Währungsunion besteht aus der Verringerung der Transaktionskosten beim Geldumtausch, dem Wegfall der internen Wechselkursunsicherheit, der verschärften Konkurrenz dank vereinfachter Preisvergleiche, einer Zunahme des innerregionalen Handels, der Verhinderung von kompetitiven Abwertungen, der Verhütung von spekulativen Währungsattacken und der Zunahme der Liquidität der Finanzmärkte. Insbesondere diejenigen Vorteile, die mit der Steigerung der Konkurrenz und der Ausweitung des Güter- und Dienstleistungshandels verbunden sind, brauchen zu ihrer Entfaltung Zeit. Der grösste Teil der Kosten einer Währungsunion manifestiert sich von Beginn weg, auch wenn diese zum Teil auch bloss vorübergehender Natur sind.

Als Kosten zu nennen sind zunächst die einmaligen Aufwendungen für die Bargeldeinführung. In der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) werden diese auf etwa 0,5 – 0,6% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) geschätzt.

Hinzu kommt aus der Sicht der Mitgliedsländer die Umverteilung der sogenannten Seignorage hin zur Gemeinschaft. Die Seignorage resultiert aus den Erträgen, die einer Notenbank dadurch zufallen, dass ihr aus dem Passivposten Notenumlauf in ihrer Bilanz zwar keine Zinskosten erwachsen, die korrespondierenden Aktiven aber durchaus Erträge auslösen. Die Umverteilung der Seignorage ist permanenter Natur. Ihre Bedeutung hängt ab vom Total der Seignorage, welches die neue gemeinsame Währung generiert, und vom Verteilungsschlüssel, welcher zur Anwendung kommt.

Die potenziell grössten Kosten einer Währungsunion resultieren aus dem Verlust der eigenständigen Geldpolitik auf Stufe der Mitgliedsländer. Diese Kosten wiegen vor allem zu Beginn schwer, d.h., sie können über die Jahre abnehmen. Wo liegt das Problem?

Die Aufgabe der geldpolitischen Autonomie wirkt umso einschneidender, je mehr sich asymmetrische Schocks ereignen. Asymmetrische Schocks sind Störungen, welche die Wirtschaftsstruktur, die Konjunktur und die Inflation der Mitgliedländer unterschiedlich treffen und somit nicht mit einer einheitlichen Wirtschaftspolitik bekämpft werden können. Die Rezession von 1990 – 92 ist ein anschauliches Beispiel für die potenziellen Folgen einer Einheitswährung bei divergierenden regionalen Wirtschaftslagen. Grossbritannien und Italien scherten damals aus dem Wechselkursmechanismus (Europäisches Währungssystem) aus und werteten ihre Währungen ab. Diese Massnahme erlaubte es ihnen, sich von ihren Rezessionen relativ schnell zu erholen, wobei sie allerdings eine höhere Inflation in Kauf nahmen. Umgekehrt und gleichzeitig fand sich die Bundesrepublik Deutschland mit den preistreibenden Folgen der Wiedervereinigung konfrontiert. Die Deutsche Bundesbank erhöhte die Zinsen der Preisstabilität zuliebe.

Was wäre geschehen, hätte die Währungsunion schon damals bestanden und wären Italien, Grossbritannien und Deutschland Mitglieder der Währungsunion gewesen? Italien und Grossbritannien wäre die Abwertungsoption verwehrt gewesen. Einziges Instrument wäre die Geldpolitik gewesen. Die Europäische Zentralbank (EZB), hätte sie schon damals existiert, hätte die Zinsen aus Rücksicht auf Grossbritannien und Italien möglicherweise gar nicht erhöht oder hätte sie zumindest nicht im gleichen Mass ansteigen lassen wie es die Bundesbank für nötig hielt. Weder Deutschland noch Italien und Grossbritannien wäre damit zu dienen gewesen.

Nun kann eingewendet werden, dass Geldpolitik nicht das einzige wirtschaftspolitische Instrument ist. Auch fiskalpolitische Massnahmen wie eine Steuersenkung oder eine -erhöhung der öffentlichen Ausgaben stehen zur Ankurbelung der Gesamtnachfrage zur Verfügung. Allerdings auferlegt der Stabilitäts- und Wachstumspakt, welcher in Euroland der Sicherung der Haushaltsdisziplin dient, der Fiskalpolitik der einzelnen Mitglieder Restriktionen. Demgegenüber stünden fiskalpolitische Interventionen auf EWWU-Ebene grundsätzlich zwar wohl nicht in Widerspruch zum Stabilitäts- und Wachstumspakt. Das Unionsbudget dürfte jedoch noch auf lange Zeit hinaus zu bescheiden sein, um mittels einer stabilitätskonformen Fiskalpolitik auf Unionsebene die gewünschten Effekte zu erzeugen. Fiskalpolitik ist daher bis auf weiteres keine realistische Option.

Abgesehen von diesem historischen Fallbeispiel gilt allgemein, dass die Kosten des Verlustes geldpolitischer Unabhängigkeit umso geringer ausfallen, je rascher ökonomische Anpassungen erfolgen. Je besser die Märkte funktionieren, desto geringer ist der wirtschaftspolitische Handlungsbedarf.

Die Geschwindigkeit, mit der sich die Konjunktur erholt, hängt massgeblich von der Flexibilität des Arbeitsmarktes und der Mobilität der Arbeitsplätze ab. Passen sich die Löhne der regionalen Konjunktur an und besteht Potenzial für Direktinvestitionen, dann können trotz einheitlicher Geldpolitik regional unterschiedliche Schocks leichter absorbiert werden. Ebenso kann die Mobilität der Arbeitskräfte helfen. Sind die Arbeitnehmer mobil, dann werden sie ein von einer Krise geplagtes Land zum Teil verlassen und sich dort niederlassen, wo die Erwerbschancen grösser sind.

Zu beachten ist andererseits, dass eine Währungsunion naturgemäss die Arbeitsteilung zwischen den beteiligten Ländern fördert. Statt eingeebnet zu werden, können sich Unterschiede zwischen den Ländern verschärfen. Tatsache ist, dass die regionale Spezialisierung in den USA ausgeprägter ist als heute noch in Euroland. Grossindustrien haben sich in nationalen Clustern zusammengefunden – die Autohersteller in Detroit, die Softwareproduzenten in Silicon Valley, die Filmemacher in Hollywood. Als Folge regionaler Spezialisierung hatte die hauptsächlich durch Kürzung der Militärausgaben ausgelöste Rezession von 1990 – 91 vor allem die Regionen mit einem hohen Anteil an Militärbasen und an Waffenherstellern, allen voran Kalifornien, in Mitleidenschaft gezogen. In Kalifornien stieg die Arbeitslosenquote deutlich stärker als im Rest des Landes. Daraufhin wurden über das bundesstaatliche Steuer- und Transfersystem nicht nur die Arbeitslosen unterstützt, sondern auch die Umwandlung der Militäranlagen in zivile Einrichtungen subventioniert. Zudem kam es von 1993 – 94 zu einer Nettoauswanderung von über 250'000 Arbeitnehmern aus Kalifornien, nachdem noch im letzten Boomjahr zuvor netto 200'000 Leute von dieser Region angelockt worden waren. Auch wenn die Anpassungsprozesse für viele schmerzhaft waren, haben die beachtliche Arbeitsmarktflexibilität und die grossen Bundesbudget-Defizite die Kosten der Rezession und der regionalen Spezialisierung in den USA gedämpft.

Die USA sind ein Bundesstaat mit einem grossen eigenen Haushalt, einer eigenen fiskalpolitischen Potenz und einem flexiblen Arbeitsmarkt. Davon ist die Europäische Union (EU) heute noch weit entfernt. Das einzige, was sie heute direkt mit den USA vergleichbar macht, ist eine einheitliche Geldpolitik für zwölf der fünfzehn Mitgliedsländer. Daher ist nicht ausgeschlossen, dass in Euroland noch auf längere Zeit hinaus auch auf Einkommensumverteilungen zwischen den Mitgliedsländern zurückgegriffen werden muss. Transfers bieten sich immer dann zur Einebnung der regionalen Unterschiede der Betroffenheit durch asymmetrische Schocks an, wenn die Märkte nicht ausreichend flexibel sind und alle übrigen Mittel der Wirtschaftspolitik nicht genügen.

Schliesslich sollte aber bei allen Vorbehalten nicht übersehen werden, dass eine Währungsunion Fakten schafft. Die Beseitigung der Transaktionskosten und der Wechselkursunsicherheit tragen zu einer Senkung der Zinsen bei, stimulieren den Handel und erleichtern die Direktinvestitionen innerhalb der Währungsunion. Das seit 1992 vorangetriebene Projekt des europäischen Binnenmarkts, das nicht zuletzt auch der Förderung der Arbeitskräftemobilität dient, erhält dadurch weitere wertvolle Impulse. Hinzu kommt, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt zur Harmonisierung der Wirtschaftspolitik beiträgt. Die Wahrscheinlichkeit von asymmetrischen Schocks sollte sich dementsprechend mit der Zeit reduzieren. Und gerade dieser Typ von Schocks ist es, welcher das Funktionieren einer Währungsunion am meisten belastet.

2. Auswirkungen der Euro-Einführung auf die Schweiz

2.1. Auswirkungen auf die Schweizer Wirtschaft und auf den Gebrauch des Schweizer Frankens als Zahlungsmittel

Wie auch Firmen im Euroraum profitieren Schweizer Unternehmungen von der dank dem Euro erhöhten Preistransparenz beim Bezug von Waren aus Euroland. Zudem erhöht sich dadurch der Wettbewerb im Inland, was den volkswirtschaftlichen Wohlstand steigert.

Ein weiterer für die Schweiz positiver Effekt stellt sich infolge der Reduktion der Anzahl europäischer Währungen ein. Das Fremdwährungsmanagement fällt leichter. Die Gefahr von extremen Wechselkurausschlägen, wie z.B. die 70 %-ige reale Abwertung der Lira zwischen 1992 und 1995, hat mit dem Verschwinden der volatilsten europäischen Währungen drastisch abgenommen. Trotzdem ist in einem System flexibler Wechselkurse stets mit Wechselkursschwankungen zu rechnen.

Eine Hedging-Strategie für den Schweizer Unternehmer bestünde darin, die eingekauften Euro für die Begleichung von Lieferantenrechnungen oder gar der Löhne in der Schweiz zu verwenden. Lohnzahlungen in Euro wurden bereits im Vorfeld der Lancierung des Euro-Buchgeldes diskutiert. Einerseits könnte die Weitergabe des Wechselkursrisikos an die Belegschaft eine stabilisierende Wirkung auf die Beschäftigung haben. Andererseits dürfte die Übernahme des Wechselkursrisikos durch die Lohnbezüger aber auf Widerstand stossen.

Naheliegender ist das sogenannte Natural Hedging. In diesem Fall verwendet der schweizerische Exporteur die Euroerträge zur Bezahlung der Vorleistungen bzw. von

Lieferanten aus Euroland. Es gibt Hinweise darauf, dass diese Form des Hedging in der mit der EU stark verflochtenen schweizerischen Wirtschaft eine wachsende Rolle spielt.

Auch das Euro-Bargeld bringt eine willkommene Vereinfachung mit sich. Von der Bargeldeinführung werden in erster Linie das Gastgewerbe und der Detailhandel betroffen sein. Eine neue Welt wird deshalb aber nicht entstehen. Für viele Geschäfte und Hotels speziell im Grenzgebiet und in den Ferienorten ist die Annahme fremder Währungen bewährte Praxis. Die Hotels und Geschäfte in der Schweiz werden sich auch weiterhin durch eine Marge gegen die Wechselkursrisiken zu schützen versuchen.

Selbstverständlich wird der Euro auch den schweizerischen Finanzplatz nicht unberührt lassen. Die durch die Einheitswährung vorangetriebene Integration der europäischen Finanzmärkte wird Innovations- und vor allem Konsolidierungsschübe auslösen. Dem Finanzplatz dürfte eine zusehends stärkere Konkurrenz erwachsen. Wie die Börse virt-x in London demonstriert, sind Finanzmärkte nicht standortgebunden. Eine Steigerung der internationalen Standortkonkurrenz kommt einer grossen, aber im volkswirtschaftlichen Interesse der Schweiz erwünschten Herausforderung gleich.

Die seit einigen Jahren rückläufige Bedeutung des vormals als Anlagewährung weit überproportional gewichteten Schweizer Frankens hat demgegenüber nicht primär mit der Schaffung der Einheitswährung zu tun. Dieser Trend war schon lange vor 1999 zu beobachten. Sicherlich hat die Einführung des Euro die Attraktivität der Schweizerfranken-Obligationen aber nicht erhöht, und zwar insbesondere deshalb nicht, weil die Marktliquidität der Euro-Obligationen seit 1999 stark gewachsen ist.

2.2. Auswirkungen auf den Wechselkurs

Grundsätzlich gilt: Je mehr sich die Einheitswährung als stabile und starke Währung etablieren wird, umso grösser werden ihre Vorteile auch für die Schweiz sein. Mit der Einführung des Euro ist die Standardabweichung des handelsgewichteten Wechselkurses des Schweizer Frankens gegenüber den Währungen der europäischen Handelspartner deutlich gefallen. Diese für die Schweiz vorteilhafte Verringerung der Wechselkursvolatilität ist der Tatsache zuzuschreiben, dass der Euro, wie bereits erwähnt, teilweise schwache und extrem volatile Währungen ersetzt hat. Der Euro verlor zwar, gemessen an seinem Einführungskurs gegenüber US-Dollar, Yen und Schweizer Franken, relativ viel Boden. Es gibt indessen einige Faktoren, die für einen zukünftigen Anstieg der internationalen Nachfrage nach Euro sprechen. Hierzu zählt das Wachsen des Euro-Finanzmarktes und seiner Liquidität. Ferner ist mit einer zunehmenden Bedeutung des

Euro als Referenzwährung, insbesondere in Osteuropa, zu rechnen. Zu erwarten ist ferner, dass die Einheitswährung mittel- bis langfristig nicht zuletzt wegen des weltweit grössten Handelsanteils des Euroraumes als internationale Währung zunehmend anerkannt und als solche Eingang in die internationalen Devisen-Portfolios finden wird. Zugunsten eines stärkeren Euro spricht auch, dass sich die makroökonomischen Fundamentaldaten in der EWWU insgesamt besser entwickelten als ursprünglich erwartet. So waren die Inflationsraten seit 1999 insgesamt niedrig und die Verschuldung und die Arbeitslosigkeit rückläufig. Die Lücke zwischen der US-amerikanischen Wachstumsrate und derjenigen des Eurolands ist deutlich kleiner geworden, wenn auch zuletzt aus konjunkturellen und somit unerwünschten Gründen. Schliesslich haben sich die Renditen von Finanzanlagen einander angenähert.

Die entscheidendsten, positiven Faktoren für den zukünftigen Kursverlauf der Einheitswährung sind zum einen eine überzeugende Beseitigung der strukturellen und institutionellen Schwächen in vielen Mitgliedländern und der EU-Institutionen. Die Bereitschaft, Reformen fortzuführen und umzusetzen, wird den Wachstumspfad der EWWU massgeblich bestimmen. Zum anderen wird der Eurokurs vom Vertrauen in die Geldpolitik der EZB bestimmt. An deren Entschlossenheit, Preisstabilität zu erzielen, darf trotz anfänglicher Unsicherheiten in der Kommunikation niemand ernsthaft zweifeln.

Schliesslich bleibt noch das Gefahrenpotenzial, das der Schweiz aus der traditionellen Vorstellung, der Franken habe den Charakter eines „safe haven“, erwächst. Dazu ist anzumerken, dass schon ein Blick auf die Landkarte Europas, sicher aber ein Blick auf die relativen Grössenordnungen einerseits und auf die Verflochtenheit der schweizerischen mit der Wirtschaft Eurolands andererseits genügen sollte, um jeden Anleger davon zu überzeugen, dass der Schweizer Franken im Falle einer europäischen Stabilitätskrise eine untaugliche Rettungsplattform darstellt. Der Franken könnte sich einer grösseren Krise im Euroraum nicht entziehen.

2.3. Auswirkungen auf das Zinsniveau in der Schweiz

Sowohl die nominalen wie auch die für das Wachstum wichtigeren realen Zinssätze sind in der Schweiz seit dem 1. Weltkrieg relativ tief geblieben. Im Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre betrug der Zinsspread auf den Geldmarktsätzen im Vergleich zu Deutschland zwischen 1 und 1,5 Prozentpunkte, während sich die Differenz zwischen den Kapitalmarktsätzen auf ca. 2,5 Prozentpunkte belief. Dieser Zinsunterschied stellt für die schweizerische Volkswirtschaft einen nicht zu unterschätzenden Vorteil dar.

Die Gründe für die "Zinsinsel" sind vielfältig. Zunächst könnte ein tieferer Realzins lediglich als Spiegelbild des über die Zeit sich aufwertenden Frankens gesehen werden. Gemäss dieser Interpretation stellen günstigere Zinsen gar keinen echten Vorteil für die Schweizer Wirtschaft dar. Voraussetzung wäre aber, dass der reale Zinsvorteil der Schweiz vollständig durch eine entsprechende reale Frankenaufwertung kompensiert würde.

Diese Bedingung war in den vergangenen Jahrzehnten nicht erfüllt. Vielmehr ging der reale Zinsvorsprung hier zu Lande im Durchschnitt über die trendmässige Realaufwertung hinaus. Somit kann der Aufwertungs-trend des Schweizer Frankens nur einen Teil der Zinsinsel begründen. Eine überzeugendere Erklärung ist die hohe Sparquote in der Schweiz. Weitere Gründe für den Zinsbonus in der Schweiz sind die politische Stabilität, die Leistungsfähigkeit des Finanzsektors und insgesamt anlegerfreundliche gesetzliche Rahmenbedingungen.

Im Vordergrund dürften aber monetäre Argumente stehen. Die Schweiz weist international betrachtet sehr tiefe Inflationsraten und entsprechend niedrige Inflationsschwankungen über sehr lange Zeit auf. Darüber hinaus wirken ihre überdurchschnittlich hohen Gold- und Devisenreserven vertrauensbildend. Die relativ tiefen Frankenzinsen können demnach als eine Art Versicherungsprämie aufgefasst werden, die Anleger bezahlen, um ihr Portefeuille gegen Krisenfälle abzusichern.

Die drei Jahre mehr oder weniger ruhigen Nebeneinanders mit dem Euro haben die Zinsdifferenz zugunsten des Frankens nicht merklich verringert. Solange die Schweizerische Nationalbank (SNB) eine autonome Geldpolitik betreiben kann, wird der Franken eine krisenresistente Anlagewährung bleiben, und der Zinsbonus wird fortbestehen.

3. Auswirkungen des Euro auf die Geldpolitik der Nationalbank

3.1. Auswirkungen des Euro auf die Geldnachfrage

Im Vorfeld der Einführung des Euro-Bargeldes konnte ein starker Anstieg der Nachfrage nach Schweizer Banknoten festgestellt werden. Dies hängt damit zusammen, dass ein bedeutender Anteil des Bargeldumlaufs der im Euro aufgehenden Währungen, hauptsächlich der DM, im Ausland gehalten wird. Ein Teil der Halter dieses Bargelds dürfte aus Risikoüberlegungen nicht auf die neue Notenemission gewartet haben, sondern es in andere Währungen, vor allem in US Dollar, Pfund Sterling und zu einem geringeren Anteil in Schweizer Franken, umgetauscht haben.

Seit der physischen Präsenz des Euro ist jedoch auch absehbar, dass Transaktionen in Euro-Bargeld statt in Schweizer Banknoten getätigt werden, was sich wiederum negativ auf die Nachfrage nach Schweizer Franken auswirken wird. Mit Sicherheit wird die grosse Masse der Zahlungen zwischen Inländern aber nach wie vor in Schweizer Franken abgewickelt werden.

Insgesamt dürfte sich die Abnahme der Seignorage, d.h. des bereits erwähnten Gewinns, den die SNB auf dem Bargeldumlauf erzielt, in engen Grenzen halten.

3.2. Auswirkungen auf das geldpolitische Konzept

3.2.1. Das geldpolitische Konzept

Selbst wenn die Schaffung der EWWU zu einer massgebenden Veränderung der Schweizer Franken-Geldnachfrage führen würde, wovon, wie begründet, nicht auszugehen ist, täte dies der Tauglichkeit des geldpolitischen Konzepts der SNB keinen Abbruch.

Eine allfällige Verschiebung der Geldnachfrage erschwert die geldpolitischen Entscheidungen insbesondere dann, wenn eine Zentralbank Geldmengenziele anpeilt. Die Steuerung der Geldmenge als geldpolitisches Konzept hat mittlerweile in vielen Ländern ausgedient. Eine prominente Ausnahme bildet die EZB. Deren geldpolitische Strategie beruht auf drei Elementen: Einer quantitativen Definition der Preisniveaustabilität als Endziel, einer breit fundierten Beurteilung der Inflationsperspektiven und Risiken für die Preisstabilität und schliesslich der Festlegung eines Referenzwertes für das Wachstum der Geldmenge M3.

Die SNB hat sich vor zwei Jahren von der Geldmengensteuerung verabschiedet. Das neue Konzept beruht auf einer Inflationsprognose und einem operationellen Umsetzungsziel für den Dreimonats-Schweizer Franken-LIBOR. Hauptziel ist und bleibt die Preisstabilität, wobei die SNB bereits heute, wie auch im Entwurf zum zu revidierenden Notenbankgesetz festgehalten, die konjunkturelle Entwicklung nie ausser Acht lässt. Preisstabilität ist dann erreicht, wenn die am Konsumentenpreis-Index gemessene Teuerung mittelfristig unter 2% liegt. Während einige Zentralbanken, beispielsweise die englische und die neuseeländische, das von der Regierung festgesetzte Inflationsziel übernehmen müssen, geniesst die SNB die Autonomie zu definieren, was sie unter Preisstabilität versteht und auch zu entscheiden, unter welchen Umständen sie kurzfristige Abweichungen von der Preisstabilität toleriert. Diese Verantwortung teilt sie mit der EZB, dem Fed und der Bank of Japan.

Als Folge des Strategiewechsels von der Geldmengen- zur inflationsprognoseorientierten Zinssteuerung sind Verschiebungen der Geldnachfrage weniger problematisch geworden, da sie automatisch kompensiert werden. Auch wenn ihr nicht mehr eine Zwischenzielfunktion zukommt, spielt die Entwicklung der Geldmenge bei der Erstellung der Inflationsprognose – nebst anderen Indikatoren – aber weiterhin eine wichtige Rolle. An der jahrhundertealten Beobachtung, wonach dauerhafte Änderungen im Preisniveau mit Änderungen des Geldangebots verknüpft sind, hat sich nichts geändert.

3.2.2. Die Bedeutung des Wechselkurses

Eine wichtige Variable im Prozess der Ermittlung der mittelfristigen Inflationsprognose ist der Wechselkurs. Die Bedeutung, die dem Frankenkurs der wichtigsten Währungen zukommt, ergibt sich aus der Kleinheit und Offenheit der schweizerischen Volkswirtschaft. Der Exportanteil am Bruttosozialprodukt (BSP) beträgt rund 42 %. Die entsprechenden Werte für Deutschland und die USA sind 29 bzw. 12 %. Die wichtigsten Handelspartner der Schweiz sind die EU-Länder, in die 59 % ihrer Ausfuhren fließen. Noch grösser ist die Interdependenz auf der Einfuhrseite, stammen doch 75 % der Schweizer Importe aus der EU. Der Wechselkurs beeinflusst über den Aussenhandel die Gesamtnachfrage und damit selbstverständlich auch die Konsumentenpreise in der Schweiz.

Alles in allem verlief die Entwicklung des Frankenkurses des Euro bis vor kurzem in recht stabilen Bahnen. Im Gefolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 ist die Risikoaversion der Investoren gestiegen. Dies hat den Franken gestärkt. Die Zinssenkungen in rascher Folge, welche die Nationalbank seit jenem Datum bekanntgab, waren auch Ausfluss der Sorge gegenüber einer vom Wechselkurs ausgehenden Bedrohung der Konjunktur. Diese deutliche Lockerung der Geldpolitik war möglich, da keine Gefahr für die Preisstabilität bestand.

3.2.3. Steuerung des Wechselkurses?

Trotz der Tatsache, dass die SNB wie beschrieben die Wechselkurse anlässlich der Festlegung ihrer Geldpolitik berücksichtigt, wird sie hin und wieder aufgefordert, noch mehr zu tun. Sie sollte, so heisst es, ihre Aufmerksamkeit – zumindest vorübergehend – sogar ausschliesslich dem Wechselkurs schenken. Die Idee ist, dass die Nationalbank nicht nur einen bestimmten, tieferen Frankenkurs festlegen könnte, sondern auch, dass sich in der Folge die Exporttätigkeit im erwünschten Ausmass beleben würde.

Theoretisch ist es zwar möglich, eine nominelle Abschwächung des Frankens durch eine stark expansive Geldpolitik herbeizuführen. Ob dabei allerdings Zinssenkungen hilfreich

sein könnten, muss angesichts der empirisch in jüngerer Zeit stark relativierten Bedeutung der Zinssätze als Bestimmungsgrösse der Wechselkurse bezweifelt werden. Die Zinssenkungen der USA bewirkten wiederholt nicht etwa eine Abschwächung, sondern eine Stärkung des US-Dollarkurses.

Letztlich müsste wohl das Angebot an Schweizer Franken solange erhöht werden, bis die gewünschte Abschwächung des Franken-Wechselkurses erreicht würde. Das hiesse aber, dass die Geldmenge erheblich ausgeweitet werden müsste, was nicht ohne eine massive Steigerung der Inflationsrisiken möglich wäre. Somit könnte die SNB ihren Auftrag, welcher in der Sicherung der Preisstabilität besteht, nicht mehr erfüllen. Wie die Erfahrung lehrt, müssten aber nicht bloss später hohe Kosten in der Gestalt anziehender Inflation getragen werden, sondern auch in der kurzen Frist würden dadurch Probleme aufgeworfen.

Die erste, unmittelbare Folge bestünde in einer Erosion der Zinsinsel. Diese Erosion würde umso deutlicher ausfallen, je eindeutiger der Strategiewechsel von einer preisstabilitätsorientierten hin zu einer wechselkursorientierten Geldpolitik vollzogen würde. Der Untergang der Zinsinsel würde erhebliche Umverteilungswirkungen von den Schuldnern hin zu den Gläubigern auslösen. Zudem müsste mit einer wesentlichen Senkung der Ertragswerte des Realkapitals (z.B. Immobilien) gerechnet werden, wodurch zusätzlich zu den Zinsrisiken auch noch die Gegenparteirrisiken ansteigen würden. Das Finanzsystem käme unter Druck. Konjunkturelle Einbussen blieben nicht aus.

Zudem ist die Hoffnung auf vergrösserte Exportchancen dank eines sinkenden Frankenkurses zwar verständlich, aber gleichzeitig trügerisch. Der Wechselkurs ist nur eine der Determinanten des Exporterfolgs. Die Exporte hängen nicht nur von der Preiselastizität, sondern nicht zuletzt auch von deren Einkommenselastizität bzw. vom Konjunkturverlauf im Ausland ab.

Dass wir heute mit einer unsicheren Weltkonjunktur konfrontiert sind, ist keine Frage. Durch die Vorgabe eines Wechselkursziels lässt sich die Weltkonjunktur aber nicht verbessern. Angesichts der geringen Erfolgsaussichten, der Risiken der Erosion der Zinsinsel und der geschilderten Inflationsrisiken ist ein Wechselkursziel für die Geldpolitik klar abzulehnen.

3.2.4. Wechselkursziele: ein wachstumspolitischer Exkurs

Ergänzend ist noch auf eine andere Argumentation im Zusammenhang mit Wechselkurszielen einzutreten, welche zwar nicht öffentlich betont wird, aber

unterschwellig vereinzelt trotzdem eine Rolle spielen mag. Diese Argumentation ruht auf der Hoffnung, mittels eines schwächeren Frankens könnten nicht nur konjunkturelle, sondern auch strukturelle Schwächen der schweizerischen Wirtschaft kompensiert werden. Eine solche Argumentation darf allerdings im volkswirtschaftlichen Interesse an einem raschen Produktivitätswachstum nicht unwidersprochen bleiben.

Für die schweizerische Wirtschaft stellt die Tatsache, dass der reale Frankenkurs bisher über die lange Frist einen Aufwertungs­trend aufgewiesen hat, sowohl einen Erfolg als auch eine Herausforderung dar. Einerseits bringt eine Aufwertung mehr Wohlstand in Form von mehr Kaufkraft im Ausland mit sich. Andererseits ist dieser Gewinn nur von Dauer, wenn er auf Produktivitätserhöhungen beruht. Und diese müssen immer wieder neu mit grossem Einsatz und unter Opfern erarbeitet werden. Jene Unternehmen und Wirtschaftszweige, die jeweils bereits an der Grenze ihrer Leistungsfähigkeit angelangt sind, werden von einer Aufwertung existenziell bedroht. Ein schwächerer Franken käme ihnen entgegen, doch, von der Unmöglichkeit, mittels Geldpolitik die realen Wechselkurse zu beeinflussen, einmal abgesehen: zu welchem Preis?

In einer gesamtwirtschaftlichen Betrachtung zeigt sich folgendes Bild: Im Allgemeinen zeichnen sich die schweizerischen Exportsektoren durch eine hervorragende Wettbewerbsfähigkeit aus. In einer globalisierten Wirtschaft können sich nur solche Unternehmen behaupten, welche State of the Art-Produkte nicht teurer oder gar leicht günstiger als ihre internationale Konkurrenz anzubieten in der Lage sind. Sie sind es denn auch, welche den Produktivitätsfortschritt in der Schweiz in erster Linie antreiben. Doch: Wenn der Binnensektor, welcher der direkten internationalen Konkurrenz weniger ausgesetzt ist, nicht nachzieht, sind die Wachstumschancen eingeschränkt. Produktivitätserhöhungen im Binnensektor bedeuten Kostensenkungen im Exportsektor, wodurch dessen Chancen, dem weltweiten Wettbewerb erfolgreich standzuhalten, wesentlich zunehmen.

Im internationalen Konkurrenz­zusammenhang ist neben der exportierenden Wirtschaft nicht zuletzt die Binnenwirtschaft gefordert. Die fortgesetzte Verbesserung der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere aber des Wettbewerbs in der Binnenwirtschaft, ist der Schlüssel zum weiterhin hohen Wohlstand in der Schweiz und beansprucht daher zu Recht die wirtschaftspolitische Priorität. Gelingt es nicht, diese Prioritäten durchzusetzen, erodiert die Wettbewerbsposition der Schweiz auf den Weltmärkten und die Wechselkursfrage löst sich von selbst, indem der bisherige Trend bricht und der Schweiz statt realen Aufwertungen Abwertungen beschert.

4. Schlussfolgerungen

Der Euro besteht seit rund drei Jahren als Buchgeld und hat zu festen Wechselkursen und zu einem einheitlichen Zinsniveau in den Ländern der Euro-Zone geführt. Die Einführung des Euro-Bargeldes wird in Europa zusätzlich positive Wirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung haben. Die Bedingungen für einen optimalen Währungsraum dürften zurzeit noch nicht vollständig erfüllt sein. Die Währungsunion entwickelt sich aber weiter. Für einen grossen Teil der schweizerischen Wirtschaft bringt der Euro Vereinfachungen mit sich. Der schweizerische Aussenhandel profitiert von tieferen Transaktionskosten. Die in der Vergangenheit von einzelnen europäischen Ländern vorgenommenen Abwertungen ihrer Währungen zur Steigerung ihrer Wettbewerbsfähigkeit können nicht mehr vorkommen. Für die schweizerische Geldpolitik ist es von Vorteil, dass in Europa nun ein grosser Wirtschaftsblock besteht, welcher den schweizerischen ähnliche geldpolitische Ziele verfolgt. Der Wechselkurs Franken-Euro dürfte stabiler sein als es der DM-Kurs früher war. Mit Wechselkursschwankungen ist jedoch, wie die Ereignisse nach den Terroranschlägen in den USA offen legten, weiterhin zu rechnen.

Mit der Einführung des Euro-Bargeldes dürfte der Euro in Gastgewerbe und Tourismus sowie im Aussenhandel vermehrt als Zahlungsmittel verwendet werden. Der Euro wird aber keine Parallelwährung werden. Arbeits- und Kreditverträge werden in der Schweiz grösstenteils nach wie vor in Schweizer Franken abgeschlossen werden. Dasselbe gilt für inländische Zahlungen. Das geldpolitische Konzept der SNB bleibt unverändert. D.h., die SNB führt ihre eigenständige, auf die Bedürfnisse der schweizerischen Volkswirtschaft ausgerichtete und an der Preisstabilität orientierte Geldpolitik weiter. Das tiefere Zinsniveau dürfte der Schweiz erhalten bleiben. Wechselkursziele sind mit dem Mandat der SNB unvereinbar. Der Wechselkurs ist aber trotzdem ein wichtiges Element in der Ermittlung der Inflationsprognosen. Daher wird die SNB bei der Festlegung ihrer Geldpolitik dem Wechselkurs weiterhin grosse Bedeutung beimessen.