

Die schweizerische Geldpolitik im europäischen Umfeld

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der

Schweizerischen Nationalbank

Schweizerisch-Österreichische Handelskammer

Wien

Montag, 4. März 2002

Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren

Gibt es an den Devisenmärkten Turbulenzen und neigt der Schweizer Franken zur Stärke, taucht regelmässig die Frage auf, ob die Schweiz nicht besser den Wechselkurs fixieren sollte. Oft wird Österreich als Beispiel herangezogen. Nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton-Woods im Jahre 1973 fixierte Österreich den Kurs des Schillings zuerst an einen Korb von europäischen Währungen. Dann, von 1981 bis 1999, band die Österreichische Nationalbank den Wechselkurs des Schillings strikt an die D-Mark, d.h. an die Währung des wichtigsten Handelspartners des Landes. Der Schillingkurs war so stabil, dass Österreich Anfang 1999 ohne Wenn und Aber der Europäischen Währungsunion beitreten konnte.

Ein solches Währungsumfeld mag Schweizer Exporteuren paradiesisch vorkommen. Bis heute müssen sie mit Wechselkursschwankungen leben, die recht stark ausfallen können. So bereitete beispielsweise der Aufwertungsschub des Frankens gegenüber dem Euro im letzten September nicht nur der Exportindustrie, sondern auch der Nationalbank einige Sorgen. Bekanntlich reagierten wir damals mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik. Warum also hat sich die Schweiz die Bürde flexibler Wechselkurse aufgeladen, wenn es doch – wie das Beispiel Österreichs zeigt – auch einen anderen, erfolgreichen Weg zu geben scheint?

Es versteht sich, dass die Natur des Wechselkursregimes für die Geldpolitik erhebliche Konsequenzen hat. Ein Land, das seinen Wechselkurs gegenüber einer anderen Währung fixiert, verzichtet auf eine eigenständige Geldpolitik. Die Hauptaufgabe der Zentralbank besteht dann darin, dafür zu sorgen, dass sich der Wechselkurs in der vorbestimmten Bandbreite bewegt. Weicht er davon ab, muss die Zentralbank systematisch die eigene Währung kaufen oder verkaufen, bis sich der angestrebte Kurs wieder einstellt. Das Land übernimmt mit anderen Worten die Geldpolitik desjenigen Landes, an das es seine Währung gebunden hat. Im Falle von Österreich war dies Deutschland.

Umgekehrt ermöglichen flexible Wechselkurse einem Land, eine unabhängige Geldpolitik zu führen. Die Zentralbank kann die kurzfristigen Zinssätze autonom verändern und damit die Geldpolitik auf die spezifischen Bedürfnisse des Landes abstimmen. Auf welchem Niveau der Wechselkurs liegt, bestimmen die Marktkräfte. Dies ist in der Schweiz seit 1973 der Fall.

Warum also gingen zwei Länder wie Österreich und die Schweiz, die vieles gemein haben und beide der wirtschaftlichen Stabilität hohe Bedeutung beimessen, auf dem Gebiet der Geldpolitik verschiedene Wege? Diese Frage möchte ich in der folgenden halben Stunde diskutieren. Sie ist für die Schweiz seit Bestehen der Europäischen Währungsunion, die nun Anfang 2002 mit der Einführung des Euro-Bargeldes vollendet wurde, besonders wichtig.

1. Warum wurde der Franken nicht angebunden?

Ein Exportunternehmen braucht wohl nicht lange, um die Nachteile flexibler Wechselkurse zu nennen: Wechselkursschwankungen erschweren die Kalkulation. Das Absichern des Währungsrisikos ist mit Kosten und Aufwand verbunden. Wertet sich die eigene Währung während einer längeren Zeit gar auf, so droht das Unternehmen seine ausländischen Kunden zu verlieren oder es muss Preiskonzessionen machen, die seine Marge verringern. All diese Nachteile fallen bei einem festen Wechselkurs – wie er in Österreich bis 1999 bestand – weg.

Trotz unbestrittener Vorteile sind fixe Wechselkurse aber kein Patentrezept. Es müssen nämlich eine Reihe von Bedingungen erfüllt sein, damit es für ein Land von Vorteil ist, seinen Wechselkurs eng an eine andere Währung zu binden und auf eine eigenständige Geldpolitik zu verzichten.

Eine Fixierung des Wechselkurses ist in erster Linie sinnvoll, wenn ein Land mit einem bestimmten Handelspartner enge wirtschaftliche Beziehungen unterhält. In diesem Fall fällt ein grosser Teil des Aussenhandels im Verkehr mit diesem Land an und die Mobilität der Arbeitskräfte zwischen den beiden Ländern ist hoch. Auch die Wirtschaftsstruktur der beiden Länder sollte ähnlich sein. Nur dann besteht die Aussicht, dass sich die Konjunktur in den beiden Ländern im Gleichschritt entwickelt und das feste Kursverhältnis nicht unter Druck kommt. Und schliesslich bindet ein Land seine Währung mit Vorteil an ein Land, das selbst der Preisstabilität einen hohen Stellenwert beimisst und diese über den festen Wechselkurs auf das andere Land überträgt.

Natürlich sind dies grobe Anhaltspunkte. Sie machen jedoch verständlich, weshalb die Schweiz – anders als Österreich – nach 1973 eine feste Bindung des Frankens gegenüber der D-Mark nie wirklich ins Auge fasste.

Ein erster Unterschied zeigt sich bereits beim Aussenhandel. Zwar ist Deutschland auch für die Schweiz der wichtigste einzelne Handelspartner. Mit einem Export- und Importanteil

von heute 22% bzw. 35% ist die Bindung aber doch weniger stark als im Falle von Österreich, das mehr als einen Drittel seiner Güter nach Deutschland exportiert und über 40% von dort einführt. Eine Fixierung des Wechselkurses gegenüber der D-Mark hätte damit für die Schweiz weniger gebracht als für Österreich.

Ein weiterer Unterschied betrifft die Finanzpolitik. Die Schweiz hat ein dezentrales Finanzsystem mit den drei ungefähr gleich starken Ebenen Gemeinden, Kantone und Bund. Diese «Gewaltenteilung» auf dem Gebiet der Finanzpolitik verringert die Wahrscheinlichkeit eines potenziell immer möglichen Konflikts zwischen der Geld- und Finanzpolitik. Es war damit für die Schweizerische Nationalbank von Anfang an ein-facher als für andere Zentralbanken, eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geld-politik zu führen. Dementsprechend geringer war der Anreiz oder Vorteil, über die Fixierung des Wechselkurses Preisstabilität zu importieren.

Drittens unterscheidet sich die schweizerische Wirtschaftsstruktur von der Struktur des wichtigsten Handelspartners deutlich. So spielt insbesondere der Finanzsektor in der Schweiz eine ungleich grössere Rolle als in Deutschland. Sein Anteil an der gesamten Wertschöpfung ist mehr als doppelt so hoch. Gemessen am Bruttoinland-produkt ist die Bilanzsumme der Banken um ein Vielfaches grösser als in unserem nördlichen Nachbarland.

Vor allem aber war der Franken – wie die D-Mark – eine internationale Anlage-währung. Frankenanlagen werden besonders zur Diversifizierung von Portefeuilles verwendet. Damit war unsere Währung oft Schocks ausgesetzt, die mit der wirt-schaftlichen Situation in unserem Land nichts zu tun hatten. Wäre der Wechselkurs fixiert gewesen, so hätten die Finanzmärkte wohl die Standfestigkeit der National-bank immer wieder zu testen versucht. Dies umso mehr, als spekulative Attacken unter solchen Voraussetzungen für die Marktteilnehmer risikolos sind. Der National-bank wären nur zwei Möglichkeiten geblieben: Entweder sie hätte die feste Parität dezidiert verteidigt und damit eine inflationäre Aufblähung der Geldversorgung in Kauf genommen, oder sie hätte die Parität anpassen müssen. Beide Alternativen sind wenig attraktiv und sprachen gegen eine Fixierung des Wechselkurses gegenüber der D-Mark.

Sie sehen damit, dass der Entscheid für flexible Wechselkurse und eine unabhängige Geldpolitik nicht einfach Ausdruck von Starrsinn war. Vielmehr ergab er sich aus den speziellen wirtschaftlichen Bedingungen unseres Landes. Dies erklärt auch, weshalb in der Schweiz keine breite Strömung zugunsten einer Fixierung des Wechselkurses

entstand. Unzufriedenheit mit dem Wechselkursregime kam nur dann auf, wenn Aufwertungsschübe den Exportbranchen Probleme bereiteten.

2. Erfahrungen mit flexiblen Wechselkursen

Die Schweiz hat in den letzten 30 Jahren gelernt, mit flexiblen Wechselkursen zu leben. Insgesamt wurden die Exportbranchen mit den kurzfristigen Schwankungen des Wechselkurses gut fertig. Damit bestätigten sich die Ergebnisse vieler empirischer Studien. Diese zeigen, dass die kurzfristige Volatilität der Wechselkurse keinen nennenswerten Einfluss auf das Wachstum der Exporte hat, da sich Gewinne und Verluste rasch ausgleichen. Auch können die Exporteure das Wechselkursrisiko effizient absichern, sei es mit Devisentermingeschäften oder durch ein natürliches Hedging.

Heikler wurde die Lage jeweils, wenn sich der Franken während mehrerer Monate nominell und real stark aufwertete. Die Nationalbank musste mehrmals gegen solche Entwicklungen vorgehen. Zum ersten Mal war dies im Jahre 1978 der Fall, als wir vorübergehend sogar eine Untergrenze für den Franken-D-Mark-Kurs bekanntgaben und diese mit einer massiven Lockerung der Geldpolitik auch durchsetzten. Ein jüngeres, etwas anders gelagertes Beispiel ist die Aufwertung des Frankens im Zusammenhang mit den Terroranschlägen vom 11. September. Wie bereits eingangs erwähnt, senkte die Nationalbank die kurzfristigen Zinssätze im zweiten Halbjahr 2001 deutlich. Dies geschah zum Teil auch explizit vor dem Hintergrund dieser Frankenaufwertung. Damit verhinderten wir, dass sich die monetären Rahmenbedingungen in einer konjunkturell heiklen Phase gefährlich verschärften.

Schliesslich zeigt ein Blick auf die achtziger und neunziger Jahre, dass sich der Franken real, also bereinigt um die Inflationsdifferenzen, tendenziell aufwertete. Von 1981 bis 1999 gewann er gegenüber der D-Mark real um insgesamt 10% an Wert. Interessant ist, dass in jenen knapp zwanzig Jahren auch der Schillingkurs gegenüber der D-Mark real stieg, und zwar um rund 6%. Dies zeigt, dass mit einer Fixierung des Wechselkurses zwar nominelle Schwankungen ausgeschaltet werden können, sich der reale Kurs aber dennoch über unterschiedliche Preisentwicklungen verändern kann.

Die Ökonomie hält für lang anhaltende Bewegungen des realen Wechselkurses vor allem zwei Erklärungen bereit. Eine erste Erklärung setzt bei den relativen Produktivitätsunterschieden zwischen dem Sektor der handelbaren und der nicht handelbaren Güter an. Im Falle der Schweiz kann beispielsweise gezeigt werden, dass die Produktivitätsentwicklung zwischen diesen beiden Sektoren viel stärker auseinander klafft

als in Deutschland. Schutzmassnahmen zugunsten des Binnenmarktes dürften massgeblich dazu beigetragen haben. Als Folge davon ist das Preisniveau für inländische Produkte in der Schweiz heute deutlich höher als in unserem nördlichen Nachbarland. Dies dürfte ein Grund dafür sein, weshalb sich der Franken gegenüber der Währung Deutschlands in den letzten zwanzig Jahren real verteuert hat.

Die zweite Erklärung setzt bei der Entwicklung der Ertragsbilanz an. Ein Land, das wie die Schweiz anhaltend hohe Ertragsbilanzüberschüsse aufweist, baut über die Zeit ein beträchtliches Auslandvermögen auf. In der Schweiz sind dies heute rund 500 Mrd. Franken; pro Kopf der Bevölkerung entspricht dies weltweit dem höchsten Wert. Aus verschiedenen Gründen dürften die inländischen Anleger eine gewisse Präferenz für Schweizer-Franken-Anlagen haben. Die hohen Ertragsbilanzüberschüsse tragen damit dazu bei, dass Anlagen in Schweizer Franken stark nachgefragt werden und der Franken am Devisenmarkt real höher bewertet wird.

Es sind solche realwirtschaftliche Gründe, die zur Erklärung von langfristigen oder dauerhaften Wechselkursbewegungen herangezogen werden müssen. Eine Zentralbank kann mit geldpolitischen Massnahmen letztlich nichts dagegen unternehmen. Im Falle der Schweiz hätte eine Anbindung des Wechselkurses beispielsweise an die D-Mark zu einer höheren Teuerung geführt und der reale Aussenwert des Frankens wäre auf diesem Weg gestiegen.

Die Schweizer Exportindustrie hat sich trotz der langfristigen realen Höherbewertung des Frankens im internationalen Wettbewerb sehr gut behauptet. Dies ist daraus ersichtlich, dass sich der Anteil der Exporte am Bruttoinlandprodukt in den letzten dreissig Jahren fast verdoppelte und sich damit ähnlich entwickelte wie in anderen Ländern. Gleichzeitig zeigte der reale Wertgewinn des Frankens, dass die Schweiz die eigenen Produkte im Verhältnis zu den importierten Gütern teurer verkaufen konnte. Dies bedeutete einen Wohlstandsgewinn.

Damit möchte ich auf zwei Argumente zu sprechen kommen, die meines Erachtens in der Schweiz nach wie vor zugunsten flexibler Wechselkurse sprechen. Es geht – erstens – um den relativen Zinsvorteil der Schweiz gegenüber dem Ausland und – zweitens – um die Autonomie der Geldpolitik. Dass die schweizerische Geldpolitik mit flexiblen Wechselkursen bis heute breite Unterstützung findet, liegt vermutlich zum grössten Teil hier begründet.

In der Schweiz sind die langfristigen Zinssätze traditionellerweise tiefer als die entsprechenden Zinssätze in Europa oder den USA. Nehmen wir an, der Schweiz wäre es wie Österreich gelungen, den nominellen Wechselkurs gegenüber der D-Mark glaubwürdig zu fixieren. In diesem Fall hätten die Investoren Anlagen in Schweizer Franken als perfekte Alternativen zu vergleichbaren D-Mark-Anlagen betrachtet und die schweizerischen Zinssätze hätten sich den deutschen Sätzen angeglichen.

Nun werden Sie vermutlich einwenden, dass für die Wirtschaft nicht die Nominalzinsen, sondern die Realzinsen entscheidend sind, also die Zinskosten nach Abzug der Inflationsrate. Da die Teuerung in der Schweiz bei einer Fixierung des Wechselkurses tendenziell etwas höher ausgefallen wäre als im Ausland, wäre die Schweiz dementsprechend weiterhin in den Genuss tieferer realer Zinskosten gekommen. Dies trifft grundsätzlich zu. Der Zinsabstand zum Ausland hätte sich aber mit grosser Wahrscheinlichkeit verkleinert. Bis heute fällt nämlich auf Frankenanlagen eine positive Risikoprämie an, welche das reale Zinsniveau vergleichsweise tief hält. Darin widerspiegelt sich unter anderem die hohe Glaubwürdigkeit der schweizerischen Stabilitätspolitik. Bei einer Fixierung des Wechselkurses und dem damit verbundenen Verzicht auf eine unabhängige Geldpolitik würde dieser Bonus wegfallen. Die Schweiz würde mit anderen Worten einen wichtigen internationalen Wettbewerbsvorteil verlieren.

Kommen wir damit zur Frage der geldpolitischen Autonomie. Die Deutsche Bundesbank und die Nationalbank trafen oft gleiche Entscheidungen. Konnte sich also die Nationalbank trotz flexibler Wechselkurse nicht von der Bundesbank abgrenzen? Die Erfahrung zeigt, dass der Handlungsspielraum der Nationalbank zwar nicht unbegrenzt, aber doch beachtlich war. Sie nutzte ihn mehrere Male, um die Geldpolitik auf die spezifischen Bedürfnisse der Schweiz auszurichten. So lockerte sie beispielsweise im Sommer 1992 und erneut im Sommer 1993 die Geldpolitik rascher als die Bundesbank. In Deutschland hatte die Einigung zu einer Beschleunigung der Inflation geführt, welche der Bundesbank die Hände band. Der Zinsunterschied zwischen der Schweiz und Deutschland erreichte damals fast 3 Prozentpunkte. Auch im letzten Jahr senkten wir die Zinssätze rascher und stärker als die Europäische Zentralbank, da uns die sehr günstige Teuerungsentwicklung mehr Spielraum liess.

Natürlich sind dem Handlungsspielraum der Nationalbank von ihrem Auftrag her Grenzen gesetzt. Wir verfolgen letztlich die gleichen Ziele wie damals die Deutsche Bundesbank und heute die Europäische Zentralbank, nämlich die Sicherung der Geldwertstabilität sowie einer ausgewogenen wirtschaftlichen Entwicklung. So lange diese Übereinstimmung

da ist, werden auch die geldpolitischen Massnahmen ähnlich sein. Zwischen einem begrenzten und gar keinem Handlungsspielraum besteht den-noch ein beträchtlicher Unterschied.

3. Was bringt die Zukunft?

Versuchen wir rückblickend, die Vor- und Nachteile der schweizerischen Lösung abzuwägen, so fällt die Bilanz aus unserer Sicht positiv aus. Der eingeschlagene Weg mit flexiblen Wechselkursen und einer unabhängigen Geldpolitik wurde unseres Erachtens den Bedürfnissen der Schweiz am besten gerecht. Wir sind auch überzeugt, dass nur dieser Weg glaubwürdig und damit für uns gangbar war.

Die Zeiten ändern sich. Im Zuge der Globalisierung, aber auch infolge politischer Entscheide wie dem Abschluss der bilateralen Verträge mit der EU, wird die wirtschaftliche Verflechtung zwischen der Schweiz und Europa weiter zunehmen. Konjunktur und Inflation dürften sich noch synchroner entwickeln und damit der Vorteil einer autonomen Geldpolitik kleiner werden. In dem Masse, wie sich der Euro international als wertstabile Währung etabliert, könnte zudem auch die Zinsdifferenz zwischen der Schweiz und Europa abnehmen. Damit würden Faktoren, die bis heute für einen eigenständigen Weg sprachen, allmählich an Bedeutung verlieren.

Noch deutet aber nichts auf eine solche Entwicklung. Eine unabhängige Geldpolitik mit flexiblen Wechselkursen scheint weiterhin die beste Strategie für die Schweiz zu sein. Sollte die Schweiz eines Tages einen Strategiewechsel ins Auge fassen, so müssten die Kosten und der Nutzen vorurteilslos einander gegenübergestellt werden. Fest steht, dass ein ein-faches Anbinden des Frankens an den Euro – entsprechend dem früheren Beispiel Österreichs und der D-Mark – nach wie vor keine glaubwürdige Lösung wäre. Nur ein Beitritt zur Europäischen Währungsunion und damit letztlich auch zur EU könnte die Finanz-märkte von der Dauerhaftigkeit der Bindung zwischen dem Franken und dem Euro überzeugen. Bis heute war die Schweiz zu diesem Schritt nicht bereit.