

# Wirtschaftspolitik in der Schweiz und in der Bundesrepublik Deutschland – auf unterschiedlichen Wegen zu ähnlichen Zielen

Markus Lusser\*

## 1. Ähnliche Ziele...

Ein Problem beschäftigt die Wirtschaftspolitiker gegenwärtig besonders: die erratischen Wechselkursschwankungen. Mittelfristige Abweichungen von der Kaufkraftparität in einem Ausmass, wie wir sie in den letzten zehn Jahren etwa beim Dollar beobachteten, zeitigen eine Reihe von Nachteilen: sie erschweren die Unternehmensplanung, verteuern den internationalen Handel und können schliesslich zu ernsthaften Verzerrungen der Wirtschaftsstruktur führen.

Die wichtigste Ursache der starken Bewegungen der Wechselkurse ist bekannt: sie liegt in der unterschiedlichen Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder. Der Weg zur Lösung dieser Schwierigkeiten ist damit vorgezeichnet. Er führt über die Koordination der Wirtschaftspolitik. Wie steinig, beschwerlich und lang dieser Weg jedoch in der Praxis ist, zeigt die kurze Geschichte des Europäischen Währungssystems. Da die Unterschiede in der Wirtschaftspolitik von Land zu Land bisher zu gross waren, mussten die Paritäten seit der Schaffung des Währungssystems – innerhalb von sechs Jahren – achtmal angepasst werden.

Dass die Wirtschaftspolitik in zwei oder gar mehr Staaten über längere Zeit parallel verläuft, ist recht selten. Es ist aber nichts Exotisches. Im Falle der Schweiz und der Bundesrepublik Deutschland können wir eine gleichläufige Politik schon seit Jahren beobachten. Dieser Übereinstimmung liegt keine institutionalisierte Koordination zugrunde. Die Parallelität der Wirtschaftspolitik in den entscheidenden Fragen ergibt sich vielmehr zwangsläufig aus einer ähnlichen Gewichtung der wirtschaftspolitischen Ziele. Die Er-

haltung der Geldwertstabilität steht in Deutschland und in der Schweiz ganz oben in der Zielhierarchie. Die massgebenden Stellen sind hier wie dort der Überzeugung, dass die Wirtschaft mittelfristig in einem inflationsfreien Umfeld am besten gedeiht. Sie vertrauen in beiden Ländern auf die Funktionstüchtigkeit des Marktmechanismus. Bei direkten Eingriffen erlegen sie sich Zurückhaltung auf.

## 2. ... unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Stil

Die ähnliche Gewichtung der wirtschaftspolitischen Ziele bedeutet aber nicht, dass beide Länder auch bei der Ausgestaltung und Anwendung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums in der gleichen Art verfahren und alle sich stellenden Probleme auf dieselbe Weise beurteilen. Im Gegenteil! Im einen wie im andern ergeben sich oft recht markante Unterschiede. Trotz gleicher wirtschaftspolitischer Ziele bleibt Spielraum für die Anpassung der Politik an die Eigenheiten des Landes und seiner Institutionen. Das gilt auch für die Geld- und Währungspolitik. Auf sie will ich mich als Notenbankvertreter heute konzentrieren.

Zwischen dem geldpolitischen Konzept der Bundesbank und dem der Schweizerischen Nationalbank bestehen gewichtige Unterschiede. Der Restriktionsgrad der Geldpolitik in der Bundesrepublik kann daher auch nicht ohne weiteres mit demjenigen in der Schweiz verglichen werden. Ich bin versucht, von zwei verschiedenen geldpolitischen Stilen zu sprechen. Der Unterschied im Stil äussert sich nicht nur in einzelnen Aspekten der Geldpolitik. Er beeinflusst auch die Praxis der Devisenmarktinterventionen.

– Den Stil der Nationalbank möchte ich als «direkt» bezeichnen. Er ist – ökonomisch gespro-

\* Vizepräsident des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten beim Schweizerisch-Deutschen Wirtschaftsclub e.V. in Frankfurt am Main am 1. Oktober 1985

chen – stark auf die mengenmässige Steuerung ausgerichtet. Dementsprechend nimmt er hohe Preisausschläge in der Form von Zins- und Wechselkursschwankungen in Kauf.

– Den Stil der Bundesbank würde ich demgegenüber mit «indirekt» umschreiben. Er zielt – ökonomisch gesehen – nur mittelbar auf eine Mengensteuerung ab. Unmittelbar beeinflusst die deutsche Geldpolitik einen Preis: den Zinssatz am Geldmarkt. Gegenüber Zins- und Wechselkursschwankungen weist sie eine vergleichsweise geringere Toleranz auf. Die Bundesbank versucht, Zins- und Wechselkursschwankungen durch Massnahmen der Feinsteuerung in relativ engen Grenzen zu halten.

Wechselkursschwankungen schlagen sich in Volkswirtschaften, die – wie die Bundesrepublik oder die Schweiz – stark mit dem Ausland verflochten sind, mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung in einer Veränderung des Preisniveaus der Konsumgüter nieder. Die Politik der Bundesbank ist geeignet, die Entwicklung des Preisniveaus zu glätten. Sie hat umgekehrt aber auch dazu beigetragen, dass die Bundesbank sich in den letzten Jahren von der amerikanischen Politik oft weniger deutlich abkoppeln konnte als die Nationalbank. In deren Augen sind demgegenüber Preiserhöhungen, die auf Wechselkursschwankungen zurückzuführen sind, relativ unproblematische, einmalige Ereignisse, die in der Regel keine geldpolitischen Reaktionen erfordern. Sie werden durch eine Gegenbewegung der Wechselkurse oft wieder rückgängig gemacht. Das Bestreben der Nationalbank ist vor allem darauf ausgerichtet, Inflationsprozesse, die durch ein zu starkes Geldmengenwachstum entstehen, zu verhindern.

### **3. Unterschiede in der Technik der Geldmengensteuerung**

Der geldpolitische Stilunterschied zwischen den beiden Ländern lässt sich sowohl an der Wahl des monetären Zielaggregats als auch aus der Art und Weise, wie die tägliche Politik gestaltet wird, ersehen.

Das Zielaggregat, das die Nationalbank steuert,

ist die sogenannte bereinigte Notenbankgeldmenge. Diese umfasst neben dem Notenumlauf die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Notenbank, die um die Liquiditätsspitzen an den Monatsenden bereinigt sind. Die Nationalbank beeinflusst dieses Aggregat direkt durch den An- und Verkauf von Dollars. Die Zinssätze pendeln sich entsprechend ein.

Im Interesse einer konsequent geführten Restriktionspolitik ist die Nationalbank bereit, spürbare Zinssatzschwankungen in Kauf zu nehmen. Das zeigt sich nicht selten an den Monatsenden. Die Banken haben zu diesem Zeitpunkt – aus Gründen des «window-dressing» und zur Einhaltung der bankengesetzlichen Liquiditätsbestimmungen, die nur am Ende des Monats überprüft wird – einen überdurchschnittlich hohen Liquiditätsbedarf. Die Nationalbank bietet ihnen jedoch nur soweit Liquiditätshilfen an, als dadurch die Einhaltung des geldpolitischen Kurses nicht in Frage gestellt wird. Die Nachfrage nach Ultimoliquidität übersteigt mitunter die Mittel, die die Nationalbank zur Verfügung zu stellen bereit ist. Die Kosten für Ultimogelder können in solchen Situationen auf 40 bis 100% steigen. Für die Banken, die stets mit solch aufwendigen Engpässen rechnen müssen, ist es ratsam, am Monatsende Überschussliquidität zu halten. Sie verfügen aber auch unter dem Monat, wenn die Einhaltung der bankengesetzlichen Liquiditätsvorschriften nicht überprüft wird, aus Gründen des Zahlungsverkehrs über freie Liquidität bei der Nationalbank.

Das Zielaggregat der Bundesbank ist die Zentralbankgeldmenge. Dass sie nicht nur – wie die Notenbankgeldmenge in der Schweiz – den Noten-, sondern den gesamten Bargeldumlauf umfasst, ist nicht von Bedeutung. Entscheidend ist der Unterschied in der zweiten Komponente. Diese beinhaltet nicht – wie bei der Notenbankgeldmenge – die Sichtguthaben der Geschäftsbanken bei der Notenbank, sondern das sogenannte Mindestreserve-Soll. Die bereinigte Notenbankgeldmenge kann durch die Nationalbank praktisch von Tag zu Tag direkt gesteuert werden. Bei der Zentralbankgeldmenge ergeben sich die angestrebten Veränderungen dagegen erst mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung. Die Zentralbankgeldmenge hängt wegen des Einbezugs der Mindestreserven von der Geldnachfrage ab. Das

Mindestreserve-Soll verändert sich nur, wenn das Publikum mehr oder weniger Sicht- und Spardepositen bei den Banken hält oder Umschichtungen zwischen Anlagen mit unterschiedlichen Reservesätzen vornimmt. Die Deutsche Bundesbank muss bei der Steuerung des Zielaggregats indirekt vorgehen: sie verändert die Zinssätze am Geldmarkt so lange, bis die Liquiditätsnachfrage des Publikums nach Menge und Struktur das angestrebte Mindestreserve-Soll ergibt. Als wichtigstes Instrument dienen ihr dabei die Offenermarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung. Sie werden meist im Auktionsverfahren ausgegeben. Die Notenbank kann dabei selbst wählen, wieviel Liquidität sie zu welchem Zinssatz in Umlauf setzen will.

Die Bundesbank ist in der Regel bereit, den Geschäftsbanken bei Bedarf einen zusätzlichen Finanzierungsrückhalt zu gewähren, um Störungen der Marktverhältnisse durch erratische Zinsbewegungen zu vermeiden. Den Banken kommt diese Bereitschaft vor allem gegen Monatsende zustatten, wenn sie die notwendigen Mindestreserven nachweisen müssen.

#### **4. Beurteilung aus wirtschaftspolitischer Sicht**

Wie sind die beiden Stile zu beurteilen? Sicherlich gibt es weder das optimale Zielaggregat für die Geldmengensteuerung noch den einzig richtigen geldpolitischen Stil. In jedem Land hat sich ein spezifisches Vorgehen, das auf die Eigenheiten und institutionellen Gegebenheiten Rücksicht nimmt, herausgebildet.

Sowohl der deutsche wie der schweizerische Ansatz der Geldpolitik haben in bezug auf die Teuerung vergleichsweise gute Ergebnisse erbracht. Dies ist auch nicht erstaunlich. Die Teuerungsbekämpfung steht – wie schon gesagt – in beiden Ländern ganz oben in der Zielhierarchie. Seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen bewegte sich die durchschnittliche jährliche Teuerung in der Schweiz bei 4,2% und in der Bundesrepublik bei 4,6%. Diese Resultate sind zwar nicht blendend, lassen sich aber im Vergleich zur Teuerung von über 9% im Durchschnitt der OECD-Staaten durchaus sehen.

Das Wirtschaftswachstum fiel in der gleichen Periode in der Schweiz mit durchschnittlich einem halben Prozent dagegen deutlich tiefer aus als in Deutschland mit 1,7% (OECD: 2%). Der Unterschied ist auf die aussergewöhnlich starke Rezession, die die Schweiz Mitte der siebziger Jahre erlitt, zurückzuführen. Damals wurden Strukturverzerrungen, die sich in den Jahren der konjunkturellen Überhitzung gebildet hatten, bereinigt. Die Stärkung, die die schweizerische Wirtschaft durch diese Strukturereinigung erfuhr, hat vermutlich dazu beigetragen, dass das Wirtschaftswachstum seit 1979 in der Schweiz mit durchschnittlich fast 2% über jenem von gut 1% in der Bundesrepublik lag.

Der Anpassungsbedarf bei den Wechselkursen war dank der geringen Teuerungsunterschiede in den vergangenen Jahren vergleichsweise bescheiden. Seit Bestehen des Europäischen Währungssystems, dem die Schweiz bekanntlich nicht angehört, hat sich der Schweizerfranken gegenüber der D-Mark weniger stark verändert als die Lira oder der französische Franken: während der Schweizerfranken im Vergleich zur D-Mark um rund 10% anstieg, verlor der Franc gegenüber der D-Mark rund einen Drittel des Werts, und der Kurs der Lira halbierte sich nahezu. Freilich waren die Schwankungen um den Anpassungspfad beim Schweizerfranken grösser als bei der Lira und beim französischen Franken, bei denen die Anpassung von Zeit zu Zeit in der Form von Abwertungen erfolgte.

Die relative Stabilität der Relation zwischen D-Mark und Schweizerfranken kommt dem zwischenstaatlichen Handel zugute. Die Bundesrepublik ist mit Abstand der wichtigste Handelspartner der Schweiz. Umgekehrt erscheint die vergleichsweise kleine Schweiz – unmittelbar nach den USA und Japan – als drittwichtigster Nicht-EG-Handelspartner Deutschlands.

#### **5. Beurteilung aus technischer Sicht**

Aus technischer Sicht hat das schweizerische Konzept meines Erachtens zwei hervorstechende Merkmale. Es erleichtert erstens den Vergleich der aktuellen Geldpolitik mit dem vorgegebenen Geldmengenziel und wirkt damit zweitens disziplinierend.

– Wo die Notenbankgeldmenge bezüglich des Ziels steht, kann praktisch ohne zeitliche Verzögerung – sie beträgt nur einen Tag – abgelesen werden. Die Bedeutung von Geldmengenzielen liegt ja gerade in der rasch verfügbaren Information. Sie stehen stellvertretend für die eigentlichen Ziele wie die Kaufkrafterhaltung, deren Einhaltung nur mit grosser zeitlicher Verzögerung überprüft werden kann.

Die Zentralbankgeldmenge, die nur indirekt über die Beeinflussung der Zinssätze gesteuert werden kann, reagiert demgegenüber auf Massnahmen der Bundesbank ausgesprochen träge. Die Verzögerung wird nicht in Tagen, sondern in Monaten gemessen. Der Erfolg der geldpolitischen Massnahmen wird am Verlauf des Zielagregats erst ersichtlich, nachdem die Anpassungen an die neuen Marktverhältnisse vollzogen sind.

– Die andere technische Eigenheit des schweizerischen Konzepts, die ich hervorheben möchte, liegt in seiner auf Verstetigung ausgerichteten Zieldefinition. Das Geldmengenziel berücksichtigt die Geldmengenentwicklung in jedem Monat. Die Nationalbank kann im Verlauf des Jahres vom vorgesehenen Expansionspfad nicht massiv abweichen, ohne dass sie gleichzeitig das Ziel – für alle sichtbar – verfehlt. Davon geht ein vergleichsweise starker Disziplinierungseffekt aus. Dieser erscheint mir als umso wichtiger, je autonomer die Notenbank walten kann. Freilich kann es nicht der Ehrgeiz einer Notenbank sein, ihr Ziel auf Biegen und Brechen durchzusetzen. Abweichungen vom Ziel sollen, wenn sie sich aufdrängen, vorgenommen werden. Sie sind aber eingehend zu begründen. In der Bundesrepublik wird bei der Zielfestlegung nur das Niveau der Geldmenge im letzten Quartal des Jahres in Beziehung zum Vorjahresergebnis gesetzt. Unter dem Jahr können die Abweichungen sehr gross sein, ohne dass sich dies am Ende in einer Abweichung vom Ziel niederschlägt.

Das deutsche Konzept belässt damit der Notenbank insgesamt einen grösseren Handlungsspielraum. Dieser kommt der Bundesbank bei Interventionen am Devisenmarkt zustatten. Es ist darum nicht erstaunlich, dass der Stilunterschied auch in der Haltung der beiden Notenbanken

gegenüber Devisenmarktinterventionen seinen Niederschlag findet.

## **6. Unterschiede in der Praxis der Devisenmarktinterventionen**

Beide Notenbanken sind sich grundsätzlich darin einig, dass der Weg zu geringeren Wechselkurschwankungen nur über eine Angleichung der Politik führt. Gewisse Unterschiede in der Praxis sind jedoch zu erkennen. Die Bundesbank ergreift eher als die Nationalbank Massnahmen zur Glättung der Wechselkursentwicklung. Dies hat meiner Meinung nach auch institutionelle Gründe. Drei möchte ich nennen:

– Da die Zentralbankgeldmenge erst mit beträchtlicher Verzögerung auf geldpolitische Aktionen reagiert, geniesst die Bundesbank bei Devisenmarktinterventionen einen recht grossen Spielraum. Jede Intervention hat einen Geldmengeneffekt. Kauft eine Notenbank beispielsweise Dollars, so gerät zusätzliches Notenbankgeld in Umlauf. Eine Notenbank wird sich aber nicht ohne weiteres von ihrem vorgesehenen geldpolitischen Kurs abbringen lassen. Sie möchte vielmehr möglichst rasch wieder auf ihren Kurs zurückkehren. Die Bundesbank kann in der Zeit, die verstreicht, bis sich eine Devisenmarktintervention in der Zentralbankgeldmenge niederschlägt, den Geldmengeneffekt der Intervention durch geeignete Massnahmen wieder rückgängig machen.

Für die Nationalbank stellt sich demgegenüber bei jeder Intervention sogleich die Frage, ob sie die Geldmengenwirkung hinnehmen oder aber gleichzeitig über geeignete Massnahmen wieder sterilisieren will. Zur Sterilisierung kann sie die Devisenkäufe mit Wertschriftenverkäufen in der gleichen Höhe kombinieren.

Die Nationalbank interpretiert ihre wechselkurspolitischen Erfahrungen in dem Sinne, dass die Wirkung sterilisierter Interventionen nicht lange anhält. Gegen den Markt lassen sich ihrer Meinung nach keine Wechselkursänderungen durchsetzen. Man muss schon die Bedingungen, an denen sich der Markt ausrichtet, verändern. Von Devisenmarktinterventionen erwartet die

Nationalbank deshalb nur einen dauerhaften Erfolg, wenn sie mit einer entsprechenden Änderung des geldpolitischen Kurses einhergehen.

Im vergangenen Frühjahr, als die Frage von Interventionen angesichts des massiven Anstiegs des Dollarkurses für die Nationalbank das letzte Mal akut war, bestand in der Schweiz kein Grund zu einem geldpolitischen Kurswechsel. Die Nationalbank erachtete ihren Kurs als restriktiv genug. Ein Verkauf von Dollars zur Dämpfung des Dollarkursanstiegs hätte eine Verschärfung des Restriktionskurses bedeutet.

Sterilisierte Interventionen zog die Nationalbank angesichts ihrer Skepsis damals nicht in Betracht. Das bedeutet freilich nicht, dass sie solche Interventionen rundweg ablehnen würde. Eine solch strikte Position liesse sich trotz der ernüchternden Erfahrungen auch gar nicht vertreten. Wir haben nämlich nach wie vor zu geringe Kenntnisse über die Zusammenhänge zwischen geldpolitischen Aktionen und Wechselkursreaktionen. Bei guter Koordination unter den Notenbanken und bei geschickter Wahl des Zeitpunkts kann sterilisierten Interventionen eine gewisse Signalwirkung zukommen.

– Die Einstellung der deutschen Währungsbehörden zu Interventionen dürfte auch durch die Zugehörigkeit der Bundesrepublik zum Europäischen Währungssystem beeinflusst sein. Das EWS sieht feste Wechselkurse vor. Schwankungen sind nur innerhalb enger Bandbreiten erlaubt. Devisenmarktinterventionen sind deshalb an der Tagesordnung. Die Erfahrung zeigt, dass die D-Mark auf Dollarbewegungen stärker reagiert als die übrigen Währungen des EWS. Sie neigt bei einem starken Dollar innerhalb des Währungssystems zur Schwäche, bei einem sinkenden Dollarkurs dagegen zur Stärke. Die Bundesbank muss bei der Beurteilung der Dollarkursentwicklung immer auch die Situation im EWS berücksichtigen.

– Eine gewisse Verwirrung stiftet schliesslich die Vermengung des kommerziellen Devisengeschäfts von Notenbanken mit eigentlichen Devisenmarktinterventionen. Kommerzielle Devisengeschäfte tätigen Notenbanken in der Regel als Bankiers ihrer Regierungen. Beim Kauf von Waf-

fensystemen im Ausland sind beispielsweise in-nerter kurzer Zeit grosse Devisenzahlungen fällig. Um Turbulenzen an den Devisenmärkten zu verhindern, greift die Nationalbank in solchen Fällen auf ihre eigenen Devisenreserven zurück. Vorher oder nachher müssen diese Abgänge am Markt zurückgedeckt werden. Ein gleiches Vorgehen wählt die Nationalbank, wenn internationale Organisationen in der Schweiz Anleihen auflegen und den Anleihebetrag in eine Fremdwährung konvertieren wollen. Da dies recht häufig vorkommt – die Weltbank beschafft sich etwa einen Viertel ihrer Kredite in Schweizerfranken – tritt die Nationalbank als Nettokäuferin von Dollars auf. Deckt sie sich im Zusammenhang mit einer solchen Transaktion wieder mit Devisen ein, erscheint dies am Markt leicht als eine Intervention, die unter Umständen sogar in die falsche Richtung weist. Dieser Eindruck ist irreführend. Die Nationalbank tritt in diesem Fall nur als Agent ihres Kunden am Devisenmarkt auf.

Die Bundesbank ist gerade in der umgekehrten Situation. Der Bundesrepublik fließen – zusätzlich zu den Zinseinnahmen und dem Wechsel- und Scheckinkasso – aus den üblichen Umtauschgeschäften mit den hier stationierten amerikanischen Streitkräften Dollars in beträchtlichem Umfang zu. Im kommerziellen Geschäft bietet die Bundesbank somit per Saldo Dollars an. Bei ihren Dollarabgaben versuchte sie in den vergangenen Jahren immer wieder, Einfluss auf die Kursentwicklung zu nehmen, wenn ihr die Dollarnachfrage als überhitzt erschien. Im Grunde handelte es sich dabei aber lediglich um das währungspolitisch motivierte «timing» eines kommerziellen Geschäfts.

## **7. Unterschiedliche Ausgangspunkte in bezug auf die Förderung der Finanzplätze**

Die Erfolge in der Stabilisierungspolitik liessen die D-Mark und den Schweizerfranken in den Status international gesuchter Währungen hineinwachsen. Die Währungsbehörden beider Länder taten sich anfangs mit dieser neuen Rolle ihrer Währungen schwer. Sie befürchteten, durch diese Entwicklung würden ihnen die Hände geldpolitisch zu stark gebunden. Deshalb ver-

suchten sie, die Geldpolitik durch direkte Eingriffe in den Kapitalverkehr gegen Störungen aus dem Ausland abzuschirmen. Diese Bemühungen zeigten aber wenig Erfolg, wie beide Länder erfahren mussten. Die Regulierungen schufen mehr neue Probleme, als sie alte lösten. Die Einsicht, dass direkten Eingriffen in den Markt wenig Erfolg beschieden ist, bewog beide Notenbanken, die Regulierungen sukzessive abzubauen.

In der Bundesrepublik sind die Vorteile einer Internationalisierung der Währung inzwischen immer mehr ins Zentrum der Diskussion gerückt. Das Interesse an einer Förderung des Finanzplatzes Deutschland, der lange nicht die ihm vom wirtschaftlichen Gewicht der Bundesrepublik her eigentlich zufallende Rolle spielte, ist gewachsen. Die Kuponsteuer wurde im letzten Jahr aus diesem Grund abgeschafft. Die Konsortialführung bei Anleihen wurde im vergangenen Frühjahr liberalisiert.

In der Schweiz steht dagegen eher eine Konsolidierung als ein weiterer Ausbau des Finanzplatzes zur Diskussion. Die unterschiedliche Optik bezüglich der Rolle des Finanzplatzes hängt stark mit der bisherigen Entwicklung zusammen.

Die Schweiz wuchs viel schneller als die Bundesrepublik zu einem im Vergleich zur Grösse des Landes sehr bedeutenden Finanzplatz heran. Heute scheint es vielen Beobachtern, dass dieser Finanzplatz langsam an seine Grenzen stösst. Wesentlich zu diesem Wachstum beigetragen haben die geringe Regulierungsdichte sowie die politische und wirtschaftliche Stabilität, die die Schweiz im internationalen Vergleich auszeichnen. Die Verhältnisse in der Bundesrepublik sind hier allerdings recht ähnlich. Wo können die Gründe für die schnellere Entwicklung in der Schweiz sonst liegen? In der unterschiedlichen Regelung des Bankgeheimnisses? Meines Erachtens spielen handfeste ökonomische Gründe die entscheidende Rolle. Als kleines Land ohne nennenswerte Rohstoffe ist die Schweiz auf den internationalen Handel angewiesen. Die Spezialisierung auf international handelbare Dienste wie Bank- und Versicherungsleistungen entspricht daher ökonomischer Rationalität. Sie ist die konsequente Weiterentwicklung der Spe-

zialisierung auf die Produktion von arbeits- und kapitalintensiven Gütern mit geringem Rohstoffanteil. Unsere Ertragsbilanz zeigt ein eindrückliches Abbild dieser Situation: seit Jahren wird das grosse Handelsbilanzpassivum durch die aktive Dienstleistungsbilanz mehr als aufgewogen.

In der an Rohstoffen viel reicheren Bundesrepublik herrschte demgegenüber ein geringerer ökonomischer Zwang zur Spezialisierung auf international handelbare Dienstleistungen. In der Ertragsbilanz steht einem hohen Handelsbilanzüberschuss stets ein negativer Saldo der Dienstleistungsbilanz gegenüber.

Nachdem in den letzten Jahren eine eigentliche Deregulierungswelle über die internationalen Finanzmärkte hinweggerollt ist, hat ein wichtiger Standortvorteil des Finanzplatzes Schweiz – die traditionell geringe Regulierungsdichte – an Bedeutung eingebüsst. Standortnachteile wie die Stempelsteuer auf Kapitalumsätzen lasten unter den neuen Bedingungen schwerer als bisher auf der Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Banken und Finanzgesellschaften. Die Kartellisierung des schweizerischen Bankgewerbes ist der Anpassungsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz ebenfalls nicht besonders förderlich. Die Schweiz wird realistischere ihre Anstrengungen auf Erhaltung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes – und nicht auf einen weiteren Ausbau seiner internationalen Stellung – zu richten haben.

## 8. Abschliessende Folgerungen

Ich habe meine Ausführungen mit der Feststellung eingeleitet, dass eine gleichläufige Wirtschaftspolitik das beste Mittel zur Vermeidung grosser und unerwünschter Wechselkurschwankungen sei. Am Beispiel der Bundesrepublik und der Schweiz versuchte ich aufzuzeigen, dass eine solche Wirtschaftspolitik durchaus Raum für Unterschiede im wirtschaftspolitischen Stil, die den Eigenheiten eines Landes und seiner Institutionen Rechnung tragen, lässt.

Drei Schlussfolgerungen möchte ich aus dem Vergleich der Geld- und Währungspolitik in unseren Ländern ziehen:

– Eine gleichläufige Politik setzt – erste Folgerung – keine institutionalisierte Koordination voraus. Entscheidend für die Reduktion der Wechselkursschwankungen ist, dass die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern auf die gleichen Ziele hinarbeitet. Ohne eine solche gemeinsame Ausrichtung der Ziele müssen – dies hat die Erfahrung gezeigt – auch fixe Wechselkurse periodisch immer wieder Anpassungen unterworfen werden. Strebt die Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder dagegen ein gemeinsames Ziel an, so sind die Wechselkursschwankungen auch ohne Fixkurssystem vergleichsweise gering.

– Wichtig ist – zweite Folgerung –, dass nicht nur zwei oder einige wenige Länder ihre Politik auf ein gemeinsames Ziel ausrichten. Alle wichtigen Volkswirtschaften müssen sich beteiligen. Schert auch nur ein bedeutendes Land aus, so sind Anpassungen an den internationalen Devisenmärkten unausweichlich. Wirtschaftspolitische Schwenker eines grossen Landes führen nämlich nicht nur zu Kursschwankungen seiner eigenen gegenüber allen andern Währungen. Sie haben vielmehr auch Verschiebungen der Währungsparitäten zwischen Drittländern zur Folge. Ein naheliegendes Beispiel sind die Kursschwankungen, denen die D-Mark in Abhängigkeit von der Dollarentwicklung innerhalb des EWS unterliegt. Ein anderes Beispiel bilden die Kursverschiebungen, die sich bei starken Dollarbewegungen trotz der gleichgerichteten Politik von Bundesbank und Schweizerischer Nationalbank zwischen D-Mark und Franken ergeben.

– Entscheidend ist schliesslich – dritte Folgerung – die Konstanz der Politik. Wirtschaftspolitische Kehrtwendungen lösen – wie wir gelernt haben – besonders heftige Wechselkursschwankungen aus. Wechselkursanpassungen vollziehen sich nicht allmählich entlang einem geradlinigen Anpassungspfad. Die Wechselkurse tendieren vielmehr zum Überschreiten, und die Anpassung ist mit erratischen Schwankungen verbunden. Der Grund liegt darin, dass sich die Finanzmärkte viel schneller an eine neue Situation anpassen als der reale Teil der Volkswirtschaft, d.h. die Güterproduktion und vor allem die Preise. Die Finanzmärkte tragen daher in einer ersten Phase die ganze Last der Anpassung.

Diese Erkenntnisse sind nicht neu. Sie haben angesichts der enormen Wechselkursschwankungen der jüngsten Zeit jedoch breitere Zustimmung gewonnen. «Surveillance» – die internationale Beobachtung der nationalen Wirtschaftspolitiken – ist in aller Leute Mund. Vor Illusionen möchte ich warnen. Der Weg zum Ziel ist beschwerlich. Welche Regierung, welche Notenbank lässt sich schon ohne Not ihre Kompetenzen beschneiden? Jede Regierung gibt sich zwar kooperationswillig; aber eben nur so lange, als sich die Partner auf ihre eigene Zielvorstellung einschwören. Die Schweiz macht da keine Ausnahme. Die Mitwirkung in einem informellen Stabilitätsclub ist für uns eine denkbare Möglichkeit. Die Mitgliedschaft in einem Inflationsverein würden wir ausschlagen. Es ist kein Zufall, dass die Koordination der Wirtschaftspolitik auf die Dauer bisher noch nie gelang. Auch das System von Bretton Woods ist an diesem Mangel gescheitert. Jedes Land hängt an seiner Autonomie.

Aber – so stellt sich sofort die Frage – ist dieser wirtschaftspolitische Entscheidungsspielraum wirklich so weit, wie wir immer wieder glauben? Hat es eine Regierung oder eine Notenbank in der Hand, zwischen mehr oder weniger Wachstum, zwischen höherer Inflation bei geringerer Arbeitslosigkeit oder geringerer Inflation bei höherer Arbeitslosigkeit zu wählen? Die Erfahrungen der siebziger Jahre wirken ernüchternd. Die damaligen Versuche, die Konjunkturzyklen durch eine antizyklische Politik zu dämpfen, sind gescheitert. Sie endeten in einer «Stop-and-go»-Politik, die die Konjunkturschwankungen eher verschärfte als abschwächte. Der Preis, den die westlichen Industriestaaten für dieses Experiment in der Form von Inflation, Rezession und Arbeitslosigkeit zahlten, war hoch. Es wäre verhängnisvoll, wenn wir daraus nicht die richtige Lehre zögen. Sie lautet: Wir müssen uns darauf konzentrieren, die Rahmenbedingungen für das Wirtschaftswachstum durch eine Verstetigung der Politik zu verbessern.

Die Ausgangslage hierzu scheint mir heute besser zu sein als irgendwann in den letzten zehn Jahren. Die Teuerungsraten sind überall stark gefallen. Mindestens ein Teil der westeuropäischen Industriestaaten hat – so scheint es – die Budgetprobleme einigermaßen im Griff. Die Ar-

beitslosigkeit ist freilich zu hoch, doch kann sie mit expansiven Massnahmen auf die Dauer nicht gesenkt werden. Das Problem ist auf der strukturellen Ebene anzugehen. Das Wirtschaftswachstum bleibt zwar hinter den Erwartungen zurück. Es hat sich in den letzten Jahren aber gefestigt. Heute gilt es, die Erfolge zu konsolidieren und die gute Ausgangslage zu nützen. Nur auf diesem Wege lassen sich die anstehenden Probleme – etwa die internationale Verschuldung oder der um sich greifende Protektionismus – einer Lösung entgegenführen.

Ich stehe mit dieser Einsicht nicht allein. Die Verbesserung und grössere Stabilität der Rahmenbedingungen sind Forderungen, die weitherum unüberhörbar artikuliert werden. Trotzdem besteht Anlass zur Sorge. Die Gefahr, dass sich die Regierungen einzelner wichtiger Länder wieder den alten Rezepten aus den siebziger Jahren zuwenden, ist nicht gebannt. In den Vereinigten Staaten scheint sich die Geldpolitik wieder dem gefährlichen Pfad der «Stop-and-go»-Politik zu nähern. Freilich, der Spielraum, den ihr das enorme Ungleichgewicht im öffentlichen Haushalt belässt, ist minim. Ohne Unterstützung seitens der

Finanzpolitik – ohne gesundes «Policy-mix» – lässt sich auf die Dauer keine erfolgreiche Wirtschaftspolitik betreiben. Auch in einigen europäischen OECD-Ländern sind die öffentlichen Haushalte von einer Gesundung noch weit entfernt. Dies erschwert eine vernünftige Geldpolitik. Unter dem Druck der hohen Arbeitslosenraten könnte die eine oder andere Regierung wieder zu einer Neuauflage der keynesianischen Stimulierungspolitik Zuflucht suchen.

Wir täten gut daran, uns nicht noch einmal in die Sackgasse des «Stop-and-go» zu verirren. Aus dieser Entwicklung könnte sich ein einzelnes Land – auch wenn es dies wollte – auf die Dauer kaum heraushalten. Die Ungleichgewichte breiten sich über die internationalen Finanzmärkte aus. Für die Wirtschaftspolitik in der Schweiz bedeutet es eine grosse Erleichterung, dass die Bundesrepublik Deutschland – unser wichtigster Handelspartner – in der Stabilisierung des Preisniveaus nach wie vor ein wirtschaftspolitisches Hauptziel sieht und durch die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu einem gesunden «Policy-mix» gefunden hat.