

# Währungspolitik im Kleinstaat

Hans Meyer\*

Das Jahr 1985 war von starken Wechselkursbewegungen begleitet. Es brachte vor allem eine Korrektur des lange Zeit überbewerteten Dollars. Der Kurs der amerikanischen Währung büsste gemessen an seinem in der ersten Märzhälfte 1985 erreichten Höchststand gegenüber allen wichtigen Währungen stark an Wert ein. Im Vergleich zum Schweizerfranken betrug der Kursverlust annähernd 30%.

Die Dollarkurskorrektur wurde gefördert durch massive Devisenmarktinterventionen sowie – wenn auch in geringerem Masse – durch wirtschaftspolitische Massnahmen, welche die Finanzminister und Notenbankgouverneure der sogenannten Fünfergruppe Ende September beschlossen hatten. Neu an dieser Aktion war vor allem das Engagement der Vereinigten Staaten, die in den letzten Jahren eine äusserst zurückhaltende Interventionspolitik verfolgt und nur bei schweren Marktstörungen interveniert hatten. Gleichzeitig fällt auf, dass in verschiedenen internationalen Gremien eine ansehnliche Zahl von Untersuchungen über die Funktionsweise des Wechselkurssystems und die Möglichkeiten seiner Verbesserung zur Diskussion stehen.

Welche Position nimmt hier die Schweiz ein, die als kleine, offene Volkswirtschaft besonders stark von Wechselkursbewegungen betroffen ist? Wie gross ist der währungspolitische Freiraum eines Kleinstaates, und wo liegen seine Grenzen? Mit diesen Fragen möchte ich mich in den folgenden Ausführungen befassen.

## 1. Vom Fixkurssystem zur Geldmengenpolitik

Die Schweiz ist nicht Mitglied des Internationalen Währungsfonds; sie ist aber vom Weltwährungs-

system, wie es in den Statuten des IWF umrissen ist, ohne Zweifel stark betroffen. In der Ära fester Wechselkurse hielt sich unser Land freiwillig an die Vereinbarungen von Bretton Woods. Die Schweiz war jedoch eines der ersten Länder, die Anfang 1973 unter dem Druck der Verhältnisse zu flexiblen Wechselkursen übergangen. Die Devisenkäufe, die im Fixkurssystem zur Verteidigung des häufig unter Aufwertungsdruck stehenden Frankenkurses notwendig waren, führten zu einer Geldmengenexpansion, die jede Inflationsbekämpfung illusorisch machte. Erst der Wechsel zum Floating ermöglichte eine weitgehend autonome Steuerung der Geldmenge.

Seit dem Übergang zur Geldmengenpolitik im Jahre 1975 wurde die Zielvorgabe für das jährliche Geldmengenwachstum schrittweise von anfänglich 6% auf heute 2% zurückgenommen, was ungefähr dem längerfristig angestrebten Expansionspfad entspricht. Die Inflationsrate bildete sich von knapp 10% im Jahresmittel von 1974 auf rund 3% Ende 1985 zurück. Wir sind mit der Teuerungsbekämpfung noch nicht am Ziel. Längerfristig streben wir mindestens eine weitere Halbierung der Rate an.

Bei näherer Betrachtung sieht man allerdings, dass die Kur nicht ohne Kosten und Rückschläge erfolgte. 1975 erlebte die Schweiz einen der schwersten Konjunktüreintritte ihrer Geschichte: Das reale Bruttosozialprodukt fiel um rund 8%, und die Beschäftigung nahm um einige hunderttausend Personen ab. Die Rezession wurde durch die restriktive Geldpolitik der frühen siebziger Jahre wenn nicht ausgelöst, so doch gefördert. Erst halbwegs auf den Beinen, wurde die schweizerische Wirtschaft 1978 von einer neuen heftigen Wechselkurskrise gebeutelt. Von Mitte 1977 bis Herbst 1978 erhöhte sich der exportgewichtete Kurs des Schweizer Frankens nominal um fast 50% und real um gut einen Drittel. Weite Teile der Exportwirtschaft fürchteten um ihre Existenz. Die achtziger Jahre haben der Schweiz bisher ruhigere Winde beschert.

\* Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank. Referat, gehalten an der Hochschule St. Gallen am 12. Dezember 1985

## 2. Der Versuch der gleichzeitigen Wechselkursbeeinflussung

Der Übergang zum Floating ermöglichte eine weitgehend autonome, auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik. Er schliesst aber – streng genommen – die gleichzeitige Verfolgung von Wechselkurszielen aus. Würde die Nationalbank versuchen, einen bestimmten Wechselkurs zu verteidigen, so ergäbe sich rasch ein Zielkonflikt. Der Kurs einer Währung reagiert schnell auf wirtschaftliche Umweltveränderungen, insbesondere auf Änderungen der Geldpolitik. Gehen andere Länder beispielsweise zu einer expansiveren, inflationären Geldpolitik über, so werden deren Währungen auf den Devisenmärkten tiefer bewertet. Die Nationalbank kann den Frankenkurs in einer solchen Situation nur stabil halten, wenn sie massiv ausländische Währung kauft und dabei die Geldmenge im Inland ausdehnt. Soweit die Theorie. Sie wurde durch reichliche eigene Erfahrungen der Nationalbank erhärtet.

Als Notenbank eines stark auslandorientierten Landes, das mehr als einen Drittel seines Brutto-sozialprodukts exportiert und importiert, muss die Nationalbank dennoch auf die Wechselkursentwicklung Rücksicht nehmen. Das Geldmengenziel wird denn auch jedes Jahr unter dem Vorbehalt formuliert, dass keine unerwarteten Ereignisse eintreten. Gedacht ist dabei in erster Linie an ausserordentliche Wechselkursbewegungen.

Wechselkursprobleme prägten vor allem die zweite Hälfte der siebziger Jahre. Der Frankenkursanstieg veranlasste die Nationalbank Ende 1974, verschiedene administrative Gegenmassnahmen zu ergreifen. Im Vordergrund stand ein Verzinssungs- und Anlageverbot für ausländische Gelder. Ausserdem wurden die Exporteure von Kapital verpflichtet, die benötigten Dollars bei der Nationalbank zu erwerben. Mit dieser Konversionspflicht erhöhten wir unseren Spielraum für Dollarkäufe. Die administrativen Massnahmen vermochten den Frankenkursanstieg jedoch nicht zu bremsen. Die Wirkungen der Massnahmen wurden nicht zuletzt durch Umgehungsmöglichkeiten auf ausländischen Finanzmärkten, mit denen die Schweiz eng verflochten ist, stark eingeschränkt.

Aufgrund dieser Erfahrungen versuchten wir in einer zweiten Phase, zusätzlich zu den administrativen Massnahmen, der Frankenkurseskalation mit sterilisierten Interventionen Einhalt zu gebieten. Wir machten uns dabei die unterschiedliche Wirkungsverzögerung, mit der Wechselkurse und Preisniveau auf Änderungen der Geldpolitik reagieren, zunutze: Am Devisenmarkt wurden Dollars gekauft. Die Dollarkäufe führten zu einer Ausdehnung der Notenbankgeldmenge und zu einem Rückgang insbesondere der Geldmarktsätze. Als die Wechselkurse reagierten, wurde der Geldmengenüberhang wieder abgebaut. Auf diese Weise gelang es zunächst, die Wechselkurse in der gewünschten Richtung zu beeinflussen und gleichzeitig die Geldmengenexpansion einigermassen auf dem Zielpfad zu halten. Diese Interventionsstrategie wurde jedoch bald durchschaut und verlor ihre Wirkung. Die Wechselkuserwartungen liessen sich durch vorübergehende Abweichungen vom Geldmengenziel je länger desto weniger beeinflussen. Die sterilisierten Interventionen verpufften wirkungslos; die Nationalbank wurde sozusagen das Opfer ihrer eigenen, glaubwürdigen Stabilisierungspolitik.

Als es im Herbst 1978 allen Abwehrmassnahmen zum Trotz zu einer eigentlichen Wechselkurskrise kam und der Frankenkursanstieg das tragbare Mass überschritt, sah sich die Nationalbank veranlasst, die Geldmengenpolitik zugunsten eines Wechselkursziels von deutlich über 80 für die DM/sFr.-Relation zu sistieren. Die Verteidigung dieses Wechselkursziels führte innert kurzer Zeit zu einer starken Aufblähung der Notenbankgeldmenge. Von September bis Dezember 1978 nahm diese um rund 30% zu. Mit der üblichen zeitlichen Verzögerung beschleunigte sich auch die Inflation und erreichte im Herbst 1981 eine Rate von 7,5%. Als sich die Lage an den Devisenmärkten 1979 normalisierte, baute die Nationalbank den Geldmengenüberhang wieder ab und kehrte zur Geldmengenpolitik zurück. Die administrativen Massnahmen wurden schrittweise bis 1980 beseitigt. Hingegen ist die Korrektur des Teuerungsschubs noch immer im Gange.

In den letzten Jahren bot die Wechselkursentwicklung, obwohl sie weiterhin recht bewegt war,

der Schweiz keine existentiellen Probleme. Dies hat verschiedene Gründe. Vor allem waren die Ausschläge des D-Mark-Kurses, der für uns im Vordergrund steht, weniger stark als in den siebziger Jahren. Der Markkurs bewegt sich seit Ende 1981 ohne grössere Interventionstätigkeit der Nationalbank innerhalb einer Bandbreite von 81 bis 85 Rappen. Kursfluktuationen entstanden vor allem im Zusammenhang mit grösseren Dollarkursausschlägen, bei denen je nach Situation die D-Mark oder der Schweizer Franken als Gegenwährung stärker bevorzugt wurde.

Der Dollarkursanstieg, der als wichtiger Pendelausschlag in eine neue Richtung die erste Hälfte der achtziger Jahre prägte, hatte für unsere Volkswirtschaft unterschiedliche Auswirkungen. In erster Linie brachte er der Exportwirtschaft unverkennbare Wettbewerbsvorteile. Er hat damit auch bei uns in erheblichem Masse zur Überwindung der Rezession beigetragen. Diese an sich erwünschte Wirkung erschien allerdings in zunehmendem Masse bedenklich. So musste damit gerechnet werden, dass die aus längerfristiger Perspektive unrealistisch erscheinende Kurskonstellation für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung falsche Zeichen setzen würde. Im Vordergrund stand dabei die Befürchtung, dass die konsequente Fortführung der Strukturbereinigung durch die lauen Lüfte einer neuen Exportkonjunktur in Frage gestellt werden könnte.

Zur Abrundung des Bildes ist darauf hinzuweisen, dass die Dollarstärke die Importeure benachteiligt und den Teuerungsabbau in der Schweiz verzögert hat.

Schliesslich hat die Wirtschaft auch besser mit flexiblen Wechselkursen leben gelernt. Absicherungsstrategien wurden entwickelt und ausgebaut. Ich denke dabei vor allem an die Devisenterminmärkte und an die währungsmässige Diversifizierung von Forderungen und Verbindlichkeiten. Diese Schutzmassnahmen vermögen die Probleme frei schwankender Wechselkurse allerdings nur teilweise abzufedern. Die Absicherung auf dem Devisenterminmarkt hat zwar den grossen Vorteil, den künftigen Wechselkurs quantifizierbar und damit planbar zu machen. Sie löst aber nicht die Probleme, die sich aus einem verzerrten Kursniveau ergeben – z.B. die Ein-

busse an Wettbewerbsfähigkeit, die sich bei einem überhöhten Wechselkursniveau vor allem dann ergibt, wenn die Kursverzerrungen längere Zeit anhalten.

### **3. Die Bemühungen um eine Reform des internationalen Währungssystems**

Soweit die schweizerischen Erfahrungen mit dem Floating. Hebt man den Blick über die Landesgrenzen, so stellt man ebenfalls Wechselkursprobleme fest. Auch auf internationaler Ebene beschäftigt man sich deshalb intensiv mit den Vor- und Nachteilen flexibler Wechselkurse. Die Wechselkursschwankungen beim Floating waren zweifellos stärker, als man Anfang der siebziger Jahre vermutet hatte. Nicht nur die kurzfristige Volatilität, sondern vor allem die – wie das Beispiel der jüngsten Dollarkursentwicklung zeigt – oft über Jahre anhaltenden Abweichungen vom Trend haben überrascht.

Feste Wechselkurse erwiesen sich als zu rigid, flexible als zu volatil. Wen wundert's, dass schon kurz nach dem Übergang zum Floating nach Mitteln und Wegen zur Verbesserung des internationalen Währungssystems gesucht wurde. Hauptschauplatz der Diskussionen war der Internationale Währungsfonds, insbesondere der dafür zuständige Interimausschuss. Schon 1972, das heisst noch vor dem Zusammenbruch des Fixkurssystems von Bretton Woods, wurden Verhandlungen über eine Reform des internationalen Währungssystems aufgenommen. Erschwert durch den raschen und weltweiten Inflationsanstieg, den zweiten Ölpreisschock, den Übergang wichtiger Industrieländer zum Floating und die Rezession, zogen sich diese Gespräche in die Länge.

Auf eine wichtige Änderung des internationalen Währungssystems konnte sich der Interimausschuss erst an der Jahresversammlung von 1976 in Jamaika einigen. Die Reform brachte vor allem die Legalisierung bestehender Wechselkurspraktiken, insbesondere des Floatings, die Verpflichtung der Mitgliedländer, sich um geordnete wirtschaftliche Verhältnisse zu bemühen, sowie die Ermächtigung des IWF zur Überwachung des internationalen Währungssystems.

Während feste Wechselkurse im Fixkurssystem als Mittel zur Erreichung wirtschaftlicher Stabilität angesehen wurden, wird heute die wirtschaftliche Stabilität als Voraussetzung für Wechselkursstabilität in den Vordergrund gestellt.

Die Möglichkeit der Mitgliedländer des IWF, ihr Wechselkurssystem frei zu wählen, hat zu einer Vielfalt von Wechselkursordnungen geführt. Von den rund 150 Mitgliedländern des Fonds wählten über 90, darunter praktisch alle Entwicklungsländer, eine Wechselkursbindung, sei es an eine einzelne Währung oder an einen Währungskorb. Andere Länder bevorzugten Formen einer mehr oder weniger beschränkten Kursflexibilität. Ein Beispiel dieser Art ist das Europäische Währungssystem. Nur vier Länder – Japan, Kanada, das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten – entschieden sich für ein unabhängiges Floating. In Anbetracht der grossen wirtschaftlichen Bedeutung dieser Länder werden heute dennoch rund drei Viertel des Welthandels zu flexiblen Wechselkursen abgewickelt.

Die Besorgnisse über die starken Wechselkurschwankungen und den massiven Dollarkursanstieg führten zu einer Reihe von Vorschlägen zur Verbesserung des internationalen Währungssystems. So wurde an der Gipfelkonferenz der sieben wichtigsten Industrieländer in Versailles im Jahre 1982 eine Studie über die Erfahrungen mit Devisenmarktinterventionen in Auftrag gegeben. Auf die Ergebnisse der nach ihrem Vorsitzenden, Philippe Jurgensen, benannten Arbeitsgruppe wird noch zurückzukommen sein. An der Gipfelkonferenz des folgenden Jahres im amerikanischen Williamsburg wurde den Finanzministern der Auftrag erteilt, in Absprache mit dem IWF die Bedingungen für ein besseres Funktionieren des internationalen Währungssystems zu definieren. Im Rahmen der Zehnergruppe wurde ein Bericht ausgearbeitet, der im September 1985 erschienen ist. Er untersucht Verbesserungsmöglichkeiten in vier Bereichen:

- die Funktionsweise des Wechselkurssystems,
- die Verstärkung der Überwachungsfunktion des IWF,
- die Steuerung der internationalen Liquidität und
- die Rolle des IWF.

#### 4. Möglichkeiten zur Verbesserung des Wechselkurssystems

Im folgenden möchte ich die wichtigsten Vorschläge zur Verbesserung des Wechselkurssystems, die gegenwärtig diskutiert und auch im Bericht der Zehnergruppe erörtert werden, kurz beleuchten. Stärker als die Extremlösungen vollkommen fester und vollkommen flexibler Wechselkurse stehen im Vordergrund:

- Devisenmarktinterventionen,
- Wechselkurs-Zielzonen sowie
- das Europäische Währungssystem.

Unter den gegenwärtig herrschenden Bedingungen würden wohl die wenigsten zu einem strengen *Fixkurssystem* zurückkehren wollen. Die Unterschiede im wirtschaftlichen Verhalten der einzelnen Länder sind, trotz einer Annäherung der Inflationsraten auf tieferem Niveau, noch zu gross, um feste und einigermaßen stabile Wechselkurse zu gewährleisten. Gleichzeitig kommt dem Wechselkurs infolge der zunehmenden Verflechtung der nationalen Volkswirtschaften eine wesentlich grössere Bedeutung zu als in Zeiten, in denen die nationalen Volkswirtschaften wesentlich weniger offen waren. Die faktische Integration der Weltwirtschaft zeigt sich besonders deutlich an der Entwicklung der Finanzmärkte, für die Landesgrenzen nach einer heute weitverbreiteten Meinung nicht viel mehr als Eintragungen auf der Weltkarte zu sein scheinen. Erfordert die wirtschaftliche Dynamik häufige Wechselkursanpassungen, dann erweist sich ein Fixkurssystem als zu starr. Verzerrungen der Handels- und Kapitalströme infolge ungenügender Kursanpassungen, Spekulationen im Vorfeld erwarteter Paritätsänderungen, wie wir sie vom System von Bretton Woods her kennen, lassen sich kaum vermeiden.

Es gibt auf der anderen Seite auch nicht viele, die ein vollkommen *flexibles Wechselkurssystem* befürworten würden. Man muss sich allerdings davor hüten, flexible Wechselkurse am Vergleich der wirtschaftlichen Entwicklung in der Ära fester Kurse und nach dem Übergang zum Floating zu messen. Mit den wirtschaftlichen Turbulenzen der siebziger Jahre wäre ein Fixkurssystem wohl wesentlich schlechter – wenn überhaupt – fertig

geworden. Dies war ja auch der Grund, weshalb das System von Bretton Woods zusammenbrach.

Flexible Wechselkurse haben unbestreitbare Vorteile. Sie tragen wesentlich zum Ausgleich der Ertragsbilanzen sowie zur Erhaltung eines liberalen Handels- und Zahlungssystems, nicht zuletzt in Zeiten wirtschaftlicher Störungen, bei. Vor allem aber erlauben sie die Verfolgung einer je nach Grösse und Offenheitsgrad der Volkswirtschaft mehr oder weniger autonomen Geldpolitik.

Zu den Schwächen flexibler Wechselkurse zählen vor allem die starken kurz- und mittelfristigen Kursschwankungen. Zum Teil hängen diese damit zusammen, dass Kapitalströme sehr viel schneller auf Veränderungen reagieren als Handelsströme, so dass beispielsweise eine expansive Geldpolitik Vermögensumschichtungen aus der betreffenden Währung auslöst, bevor die exportfördernde bzw. importhemmende Wirkung im Güter- und Dienstleistungsbereich eintritt. Wechselkurse haben ausserdem eine Tendenz, kurzfristig zu stark zu reagieren. Es ist ferner davon auszugehen, dass strukturelle Rigiditäten, einschliesslich rechtlicher und administrativer Massnahmen, zu Wechselkursverzerrungen und Anpassungsverzögerungen führen können. Die lange anhaltende Unterbewertung des Yen gegenüber dem Dollar dürfte mindestens teilweise damit zusammenhängen. Vor allem haben flexible Wechselkurse nicht dazu geführt, dass die Wirtschaftspolitik heute in allen Ländern ausreichend auf Stabilität ausgerichtet ist.

Im Grunde genommen entspringt die Diskussion um feste bzw. flexible Wechselkurse einem offensichtlichen Dilemma. Dieses ergibt sich daraus, dass das wirtschaftliche Geschehen immer mehr die nationalen Grenzen sprengt, ohne dass gleichzeitig mit einer angemessenen Koordination der Wirtschaftspolitik der massgebenden Länder die Voraussetzungen für eine reibungslose Internationalisierung geschaffen würden.

Die sich aus dieser Konstellation ergebenden Spannungen können durch eine Lockerung des Währungsverbundes bis zu einem gewissen Grade gemildert werden. Dabei gibt es allerdings

meines Erachtens keinen Zweifel, dass auf längere Sicht die wirtschaftliche Integration nur auf der Grundlage der erwähnten Koordination möglich ist. Hier geht es aber nicht um wirtschaftliches Können, sondern um politisches Wollen. In diesem Sinne läuft die Wechselkursdiskussion Gefahr, vom Kern des Problems abzulenken.

Abgesehen von der Lockerung des Währungsverbundes wird immer wieder versucht, die Spannungen durch offizielle Eingriffe in das Geschehen an den Devisenmärkten zu mildern.

Tatsächlich hat kein Land, das zum Floating übergegangen ist, gänzlich auf *Devisenmarktinterventionen* verzichtet. Sie wurden zur Erreichung von kurz-, mittel- und längerfristigen Wechselkurszielen eingesetzt. Am häufigsten waren die Versuche, mit Interventionen Marktstörungen zu beseitigen, Signalwirkungen zu erzielen oder Wechselkurse kurzfristig aus dem einen oder anderen Grund stabil zu halten. Mittelfristig wurden Interventionen vor allem zur Glättung erraticischer Schwankungen, zur Gewinnung von Zeit, bis wirtschaftspolitische Massnahmen wirken, oder im Sinne eines «*leaning against the wind*» eingesetzt. Langfristige Interventionsziele waren etwa die Bekämpfung von Wechselkursbewegungen, die nicht mit den fundamentalen wirtschaftlichen Gegebenheiten in Einklang zu stehen schienen, bzw. überschüssenden Wechselkursen.

Die Arbeitsgruppe Jurgensen, die mit der schwierigen Aufgabe konfrontiert war, die Erfahrungen einer beträchtlichen Zahl von Ländern auf einen Nenner zu bringen, gelangte zum Schluss, dass Devisenmarktinterventionen vor allem zur Erreichung kurzfristiger Wechselkursziele wirkungsvoll sein können, und zwar insbesondere dann, wenn ihre Geldmengeneffekte nicht neutralisiert werden. Neutralisierten oder sterilisierten Interventionen werden dagegen in der Regel keine anhaltenden Wechselkurswirkungen zugestanden. Dauerhaften Erfolg versprechen Interventionen, die mit einer entsprechenden Anpassung des wirtschaftspolitischen Kurses verbunden sind. Der Versuch, mit Devisenmarktinterventionen Wechselkursziele zu erreichen, die nicht mit den fundamentalen wirtschaftlichen Gegebenheiten übereinstimmen,

wird als der Tendenz nach kontraproduktiv bezeichnet.

Aufgrund unserer eigenen Erfahrungen darf gesagt werden, dass die Möglichkeiten und Grenzen von Devisenmarktinterventionen mit diesen Schlussfolgerungen treffend dargestellt sind.

Im Rahmen der Zehnergruppe wurde auch der Vorschlag diskutiert, *Zielzonen für Wechselkursschwankungen* einzuführen. Die Befürworter eines solchen Systems glauben, dass Zielzonen die Wechselkuserwartungen stabilisieren und zudem durch den Zwang zu Konsultation und Überwachung eine grössere Konvergenz der nationalen Wirtschaftspolitiken herbeiführen würden. Eine Spielart des Zielzonen-Vorschlags sieht vor, dass grosszügig bemessene Bandbreiten um feste, aber anpassungsfähige Kursparitäten gelegt werden. Im Laufe der Zeit würden die Zielzonen schrittweise verengt. Das Erreichen der Zielzonengrenze müsste nicht unbedingt Interventionen auslösen. Denkbar wären auch Konsultationsverpflichtungen, die die nationale Wirtschaftspolitik und die Wechselkurse zum Gegenstand hätten.

Eine grosse Mehrheit der Vertreter der Zehnergruppe, zu der auch die Schweiz zu zählen ist, steht Zielzonen für Wechselkursschwankungen allerdings kritisch gegenüber. Die Schwierigkeiten, sich auf Wechselkurszonen zu einigen, werden als beträchtlich eingeschätzt, zumal keine befriedigenden Kriterien zur Bestimmung des «richtigen» Wechselkurses bestehen. Man befürchtet zudem, dass die Zielzonen zu breit angesetzt werden müssten, als dass sie einen Anhaltspunkt für die Bildung von Wechselkuserwartungen abgeben und die Kursentwicklung auf diese Weise stabilisieren könnten. Unklar ist ferner, welches Land bei Erreichen der Zonengrenze Anpassungen vornehmen müsste. An der Zonengrenze ergäbe sich schliesslich das alte Problem der Verteidigung bestimmter Wechselkursziele und des Konflikts mit einer auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik.

Innerhalb der Zehnergruppe wurde schliesslich untersucht, ob eine Lösung nach dem Vorbild des *Europäischen Währungssystems* (EWS) geeignet wäre, eine grössere Wechselkursstabilität

herbeizuführen. Mit dem EWS wurde ein System für eine engere währungspolitische Zusammenarbeit geschaffen, die zu einer stabilen Währungszone in Europa führen sollte. Es besteht im wesentlichen aus einem System fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse zwischen den zehn Mitgliedsländern. Der Divergenzindikator, der ergänzend das Abweichen einzelner Währungen vom Durchschnitt erfassen und Anpassungsmassnahmen auslösen sollte, erwies sich dagegen als technisches Detail ohne praktische Relevanz. Das EWS, das bisher acht Leitkursanpassungen erlebte, war insofern recht erfolgreich, als die Wechselkursschwankungen innerhalb des Systems abgenommen haben. Gleichzeitig sind die Inflationsraten der Mitgliedsländer gefallen; die Einsicht in die Bedeutung der Inflationsbekämpfung hat zugenommen – allerdings nicht nur innerhalb des EWS. Nach wie vor ist aber die Annäherung der nationalen Wirtschaftspolitiken ungenügend; die Inflationsdifferenzen sind noch immer zu gross. In einzelnen Ländern sind weiterhin gewichtige Kapitalverkehrsrestriktionen in Kraft. Auch ist das britische Pfund – die dritt wichtigste EWS-Währung – nicht am Wechselkurssystem beteiligt.

Die Zehnergruppe gelangte zum Schluss, dass das EWS in seinem spezifisch wirtschaftlichen und politischen Umfeld gesehen werden müsse. Vor allem lasse sich dieses Modell nicht ohne weiteres auf einen grösseren Wechselkursverbund mit mehreren Reservewährungen übertragen. Es wäre dann sicherlich mit stärkeren Spannungen zu rechnen.

Der Schweiz sind aus der Tatsache, dass sie nicht am EWS beteiligt ist, in den fast sieben Jahren seit Bestehen des Systems keine nennenswerten Nachteile erwachsen. Die Kursrelation zur D-Mark schwankte in relativ engen Grenzen, was zum Teil auch mit der Dollarkursentwicklung in Zusammenhang steht. Da auch innerhalb des EWS weitgehend in Dollars interveniert wurde, hätte die Schweiz als Mitglied des Systems kaum vom Vorteil, in Gemeinschaftswährungen zu intervenieren, profitieren können. Ferner kam eine gemeinsame Dollarpolitik, von der die Schweiz hätte ausgeschlossen werden können, nicht zustande.

## 5. Schlussfolgerungen für die Währungspolitik eines Kleinstaates

Nach diesem Überblick über Vorschläge zur Verbesserung des Wechselkurssystems möchte ich zum Schluss noch einmal zur Währungspolitik der Schweiz und zur Frage nach Freiraum und Grenzen der Währungspolitik im Kleinstaat zurückkehren.

In jedem Staat, ob gross oder klein, besteht der grundsätzliche Zielkonflikt, dass nicht gleichzeitig eine Geldmengen- und Wechselkurspolitik verfolgt werden kann. Die eigene Geldpolitik kann noch so sehr auf Preisniveaustabilität und stabile Wechselkurse angelegt sein. Wenn es dem bösen Nachbarn nicht gefällt und dieser eine zu expansive Geldpolitik verfolgt, kann der Wechselkurs nicht stabil bleiben. Diese Problematik wird dann besonders deutlich, wenn ein Land aufgrund seines wirtschaftlichen und politischen Potentials in der Staatengemeinschaft nur über beschränkte Einflussmöglichkeiten verfügt, gleichzeitig aber mit seiner Umwelt in besonderem Masse verflochten ist. Die Schweiz ist dafür ohne Zweifel das beste Beispiel.

Je stärker die Divergenzen in der Wirtschaftspolitik sind, desto grösser ist die Gefahr, dass es zu starken kurzfristigen Kursbewegungen und Kursübertreibungen kommt. Relativ komfortabel ist für uns die Lage dann, wenn wir uns im Kielwasser grösserer Schiffe bewegen können, die einen Kurs steuern, der mit unseren eigenen Absichten in Einklang steht. Entfällt jedoch diese Übereinstimmung, dass stehen wir vor der Wahl, entweder unsere Intentionen zu ändern oder aber aus dem Kielwasser auszuscheren und uns damit den Turbulenzen der hohen See auszusetzen. Dabei hätten wir allenfalls die Hoffnung, mit der Zeit, wenn auch nicht unbeschadet, stillere Gewässer zu erreichen, gleichen sich doch längerfristig Preisniveau- und Wechselkursveränderungen wieder einigermassen aus, so dass die realen Wechselkurse nicht allzu stark schwanken sollten.

Weltweit dürfte Einigkeit darüber bestehen, dass der einzige Weg zu dauerhaft stabileren Wechselkursen über eine gesunde, d.h. auf stabile wirtschaftliche Verhältnisse ausgerichtete Wirt-

schaftspolitik in allen massgebenden Ländern führt. Bereits die Schaffung entsprechender Voraussetzungen in den Vereinigten Staaten, der Bundesrepublik Deutschland und Japan würde die Verhältnisse in entscheidender Weise verbessern. In diesem Lichte betrachtet erscheint das Postulat vermehrter Konvergenz in der Wirtschaftspolitik der wichtigsten Industrieländer nicht unrealistisch.

Im Vordergrund steht die Forderung nach einer disziplinierten Geld- und Fiskalpolitik. Zu einer gesunden Wirtschaftspolitik gehört aber auch die Beseitigung von rechtlichen und administrativen Beschränkungen sowie die Förderung des Wettbewerbs. Diese Zielsetzung bildet einen wichtigen Schwerpunkt in den Reformbemühungen des Internationalen Währungsfonds. Die Kompetenz zur wirtschaftlichen Überwachung in den Mitgliedländern – die sogenannte «Surveillance» – wurde dem Fonds vor beinahe zehn Jahren erteilt. Die Bedeutung dieser Überwachungsfunktion wurde zunehmend erkannt und die Bemühungen zu ihrer Stärkung intensiviert, nicht zuletzt im Rahmen der Zehnergruppe.

Solange aber noch beträchtliche Unterschiede in den nationalen Wirtschaftspolitiken bestehen und wir deshalb weiterhin mit möglicherweise grösseren Wechselkursschwankungen rechnen müssen, scheint mir ein flexibles, an die jeweilige Situation angepasstes Wechselkurssystem am ehesten Erfolg zu versprechen. In dieser Hinsicht ist flexiblen Wechselkursen nach wie vor der Vorzug zu geben vor starrereren Systemen wie etwa Wechselkurs-Zielzonen oder einer Konstruktion wie dem EWS.