

Euro, schweizerische Geldpolitik und Zinssätze

Georg Rich

Schweizerische Nationalbank

Referat an der Tagung "EURO und Kapitalmärkte", organisiert von Management Circle, Zürich, 12. Mai 1998.

Der bevorstehende Übergang zur dritten Stufe der WWU dürfte sich nachhaltig auf die schweizerische Wirtschaft auswirken. Anfang 1999 wird der Euro als neue europäische Einheitswährung das Licht der Welt erblicken. Die Europäische Zentralbank, die die Verantwortung für die Ausgabe der neuen Währung trägt, wird eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik führen. Mit dem Beginn der dritten Stufe der WWU wird auch ein für das ganze Eurogebiet einheitlicher Geld- und Kapitalmarkt entstehen. An den Geldmärkten des gesamten Eurogebiets werden fortan identische Zinssätze herrschen, und die heute noch bestehenden Unterschiede zwischen den nationalen Kapitalmarktsätzen werden ebenfalls weitgehend verschwinden. Die Schweiz gehört zwar nicht zur Europäischen Union. Deshalb sind wir von der Einführung des Euro nicht direkt betroffen. Dennoch wird die schweizerische Wirtschaft die mit dem Euro ver-

bundenen Umwälzungen deutlich zu spüren bekommen. Der Euro wird die schweizerische Wirtschaft vor eine Reihe von Herausforderungen stellen. Ich möchte in meinem Referat drei Fragen, die die schweizerische Öffentlichkeit beschäftigen, herausgreifen: Wie wird der Euro das Niveau und die Volatilität des Frankenkurses am Devisenmarkt beeinflussen? Welche Möglichkeiten besitzt die Schweizerische Nationalbank, um unerwünschten Schwankungen des Wechselkurses entgegenzutreten? Wird der Zinsbonus auf dem Schweizer Franken verschwinden? Ich schliesse mein Referat mit einigen Bemerkungen über die Zukunft des schweizerischen Finanzplatzes.

1 Einfluss des Euro auf den Wechselkurs des Schweizer Frankens

In der Schweiz ist die Befürchtung weit verbreitet, die Vollendung der WWU werde den Wechselkurs des Schweizer Frankens in die Höhe treiben und damit die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Exportindustrie untergraben. Der Konjunkturaufschwung, der in der Schweiz im Frühjahr 1997 einsetzte und inzwischen weite Bereiche unserer Wirtschaft erfasst hat, könnte durch eine übertriebene Frankenstärke im Keime erstickt werden.

Viele Anleger zweifeln in der Tat an der Stabilität des Euro und sind bestrebt, ihre Vermögen teilweise in sichere Alternativwährungen umzuwandeln. Zu diesen gehört auch der Schweizer Franken. Als Folge dieser Umlagerungen wertete sich unsere Währung vor allem 1994

Abbildung 1: Reale Wechselkurse des Schweizer Frankens



und 1995 markant auf. Im Jahre 1996 beruhigte sich die Lage am Devisenmarkt wieder. Trotz der weitverbreiteten Zweifel an der Stabilität des Euro schätze ich die Gefahr einer erneuten Flucht in den Schweizer Franken zumindest für die unmittelbare Zukunft als gering ein. Zwei Gründe sprechen gegen eine solche, für die schweizerische Wirtschaft schädliche Entwicklung:

Zum einen muss man immer wieder betonen, dass die Märkte für Devisen und Finanzaktiva nicht nur auf aktuelle Ereignisse reagieren. Sie richten sich auch stark auf die Zukunft aus. Ändern sich die Erwartungen über künftige Entwicklungen, fließt dies sofort in die Preisbildung an den Devisen- und Finanzmärkten ein. Die Zweifel am Euro sind in den Kursen des Frankens gegenüber der D-Mark und den übrigen Währungen des künftigen Eurogebiets schon längst enthalten. Wir müssen nicht den Beginn der dritten Stufe der WWU abwarten, bis sich diese Zweifel auf das Geschehen am Devisenmarkt auswirken werden.

Zum anderen erfüllen fast alle EU-Länder die Maastrichter Konvergenzkriterien. Bei einzelnen Ländern scheint zwar die Nachhaltigkeit der Erfüllung immer noch Fragen aufzuwerfen. Aber die Voraussetzungen für einen erfolgreichen Übergang zum Euro sind wesentlich günstiger, als vor noch kurzer Zeit erwartet werden durfte. Dies stärkt das Vertrauen in die künftige europäische Einheitswährung. Die jüngste Abschwächung des Frankens gegenüber den europäischen Währungen zeigt, dass der Euro nicht nur auf Bedenken stösst. Er scheint bei vielen Anlegern auch über einen beträchtlichen Vertrauensvorsprung zu verfügen.

Ferner wird häufig die Befürchtung laut, die Volatilität der Frankenkurse werde nach der Einführung des Euro zunehmen. Die Bewohner der Frankeninsel im künftigen Euro-Meer müssten wohl oder übel höhere Wellenschläge in der Gestalt volatiler Wechselkurse hinnehmen. Diese Befürchtung ist übertrieben. Der Übergang zum Euro dürfte Impulse auslösen, die die Volatilität der Frankenkurse sowohl steigern als auch vermindern werden.

Auf der einen Seite ist damit zu rechnen, dass Kapitalzuflüsse aus dem riesigen Eurogebiet mit grösserer Wucht als bisher auf den kleinen und engen Devisenmarkt für Schweizer Franken prallen werden. Dies dürfte je nach der Liquiditätsverfassung unseres Devisenmarktes zu starken Ausschlägen des Frankenkurses führen. Die Einführung des Euro könnte auf der anderen Seite aber auch zu einer Verminderung der Kursvolatilität führen. Sollte sich der Euro zu einer ähnlich stabilen Währung entwickeln wie die D-Mark, dürfte der künftige Kurs des Frankens gegenüber dem Euro nicht wesentlich stärker schwanken als der heutige Kurs gegenüber der deutschen Währung. Damit würde aber die Volatilität des Frankenkurses gegenüber dem Eurogebiet als ganzes sinken. So litt die schweizerische Exportindustrie in den Jahren 1994 und 1995 vor allem unter der hohen Volatilität des Frankens gegenüber der italienischen Lira, während sich die Schwankungen gegenüber der D-Mark in Grenzen hielten.

Abbildung 2: Schweizerische und deutsche Geldmarktsätze (Dreimonatssatz am Euromarkt)



2 Konsequenzen für die schweizerische Geldpolitik

Kommt es zu übermässigen und für die inländische Wirtschaft schädlichen Wechselkursschwankungen, kann die SNB dieser Entwicklung mit einer Anpassung der Geldpolitik entgegenzutreten. Der geldpolitische Kurs, den die SNB seit drei Jahren führt, zeigt deutlich, dass die Schweiz unerwünschten Wechselkursschwankungen nicht machtlos ausgeliefert ist. Die 1994 einsetzende, reale Aufwertung des Schweizer Frankens (Abbildung 1), die teilweise die von der WWU ausgehenden Unsicherheiten spiegelte, führte gegen Ende des Jahres zur einem erneuten Konjunkturreinbruch in unserem Land.

Die schweizerische Wirtschaft lief Gefahr, in eine eigentliche Deflation zu stürzen. Dies wäre mit unserem Auftrag, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht mehr im Einklang gestanden. Eine geldpolitische Kurskorrektur drängte sich auf. Diese liess die inländischen Geldmarktsätze bis Ende 1995 auf unter 2% sinken. Mitte 1996 stiegen die Geldmarktsätze wieder vorübergehend, kehrten daraufhin aber auf das Ende 1995 erreichte Niveau zurück. In Jahre 1997 sanken sie tendenziell weiter, vor allem nach dem Ausbruch der Finanzkrise in Ostasien. Gegen Ende März 1998 begannen sie wieder zu steigen, nachdem sich der Franken am Devisenmarkt leicht abgeschwächt hatte. Die schweizerischen Zinsen fielen auch im Verhältnis zu jenen in Deutschland und anderen wichtigen Partnerländern (Abbildung 2).

Mit dem Zinsrückgang sank die Attraktivität von Portfolio-Umlagerungen in den Schweizer Franken. Unsere Währung begann sich daher Anfang 1996 tendenziell wieder abzuschwächen. Der Kursrückgang beschleunigte sich im Herbst 1996 nach einer weiteren Lockerung der schweizerischen Geldpolitik und begünstigt durch die kräftige Erholung des Dollars. Abgesehen von einer vorübergehenden Aufwertung des Frankens nach dem Ausbruch der Asienkrise bewegen sich die Wechselkurse seit Anfang 1997 auf einem Niveau, das die konjunkturelle Erholung der schweizerischen Wirtschaft nicht mehr behindert (Abbildung 1).

Das Realwachstum reagierte mit der in der Schweiz üblichen Verzögerung von etwa 1 1/2 Jahren auf den geldpolitischen Kurswechsel. Ende 1996 durchschritt die schweizerische Wirtschaft ihren konjunkturellen Tiefpunkt. Seither belebt sich die Konjunktur deutlich. Anfänglich war der Aufschwung vor allem von einem kräftigen Wachstum der Exporte getragen. Anschliessend griff die Erholung auch auf die Binnenwirtschaft über. Nur die von der Rezession besonders arg gebeutelte Bauwirtschaft kämpft immer noch mit Schwierigkeiten.

Die verminderte Attraktivität des Schweizer Frankens als Anlagewährung bewirkte eine "Diversifikation" der durch die Zweifel am Euro genährten Portfolio-Umschichtungen. Die Anleger sahen sich vermehrt nach stabilen Alternativen für den Schweizer Franken um und suchten Zuflucht im amerikanischen Dollar und — da ein rascher Beitritt Grossbritanniens zur dritten Stufe nicht zur Diskussion steht — im britischen Pfund. Diese Entwicklung trug ebenfalls dazu bei, die Probleme, die der schweizerischen Wirtschaft aus der monetären Integration Europas erwachsen, zu entschärfen.

Abbildung 3: Schweizerische Notenbankgeldmenge und Zielpfad



Die SNB führt somit schon seit etwa drei Jahren eine expansive Geldpolitik. Selbstverständlich sind wir bestrebt, die Preisstabilität in der Schweiz längerfristig nicht aufs Spiel zu setzen. Zu diesem Zweck verfolgen wir die Entwicklung der Geldaggregate, die Aufschluss über die künftige Inflationsentwicklung liefert. Die Abbildung 3 zeigt, dass sich das Wachstum der Notenbankgeldmenge nach dem Übergang zu einer expansiven Geldpolitik stark beschleunigte. Die Notenbankgeldmenge liegt seit längerer Zeit weit über dem von der SNB festgelegten, mittelfristigen Zielpfad. Die Abbildung 3 ist allerdings wenig aussagekräftig, da die Entwicklung der Notenbankgeldmenge den Expansionsgrad der schweizerischen Geldpolitik aufgrund verschiedener Verzerrungen überzeichnet.

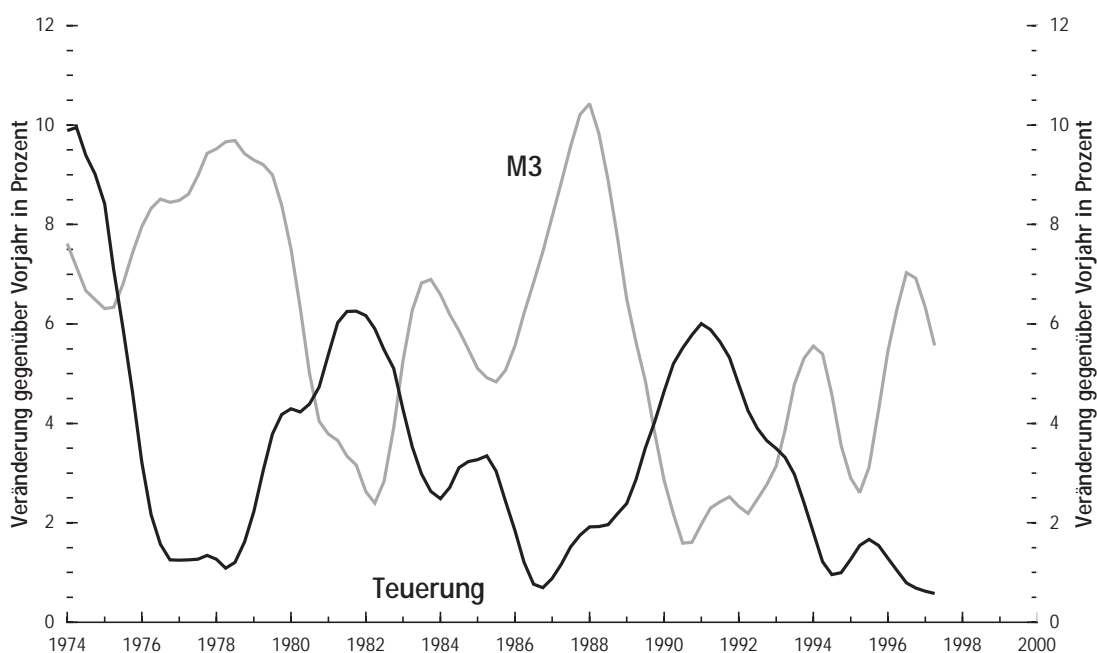
Daher richten wir unser Augenmerk seit einiger Zeit vermehrt auf das Wachstum der Geldmenge M3. Die Abbildung 4, die auf geglätteten Daten für M3 und das Preisniveau beruht, zeigt, dass eine starke Beschleunigung des Geldmengenwachstums nach etwa drei Jahren regelmässig einen Inflationsanstieg auslöst. Das Wachstum von M3 erhöhte sich als Folge der geldpolitischen Lockerung ebenfalls, bildet sich indessen — was aus der Abbildung 4 noch nicht voll ersichtlich ist — seit Anfang 1997 wieder deutlich zurück. Es befindet sich gegenwärtig auf einem vergleichsweise tiefen Niveau, so dass keine unmittelbare Inflationsgefahr droht. Wir rechnen jedoch im Zuge der konjunkturellen Belebung mit einer erneuten Wachstumsbeschleunigung von M3. Sollte dieses Aggregat allzu stark in die Höhe schnellen, würde sich die Frage einer erneuten Straffung unserer Geldpolitik stellen. Denn wir müssen alles daran setzen, die Preisstabilität in der Schweiz zu bewahren. Wir werden allerdings auch weiter-

hin danach trachten, die schweizerische Wirtschaft vor schädlichen Wechselkursschwankungen zu schützen, soweit dies mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang steht.

Auch wenn eine starke Aufwertung des Schweizer Frankens in der absehbaren Zukunft unwahrscheinlich ist, so lauern längerfristig immer noch verschiedene Gefahren. Der Euro geniesst zwar — wie ich schon ausführte — einen beträchtlichen Vertrauensvorsprung. Aber das Vertrauen in den Euro steht immer noch auf tönernem Boden. Die Europäische Zentralbank muss zuerst ihre Glaubwürdigkeit erwerben, indem sie den Beweis erbringt, dass sie den Stabilitätsauftrag des Maastrichter Vertrags zu erfüllen vermag. Solange der Beweis aussteht, ist jederzeit mit der Möglichkeit von Wechselkursturbulenzen zu rechnen. Es ist zu hoffen, dass die Misstöne bei der Wahl des ersten Präsidenten der Europäischen Zentralbank ihrer Glaubwürdigkeit keinen Abbruch tun werden. Ich möchte vor allem zwei Klippen erwähnen, die die Europäische Zentralbank wohl oder übel überwinden muss.

Zum einen muss die neue Geldbehörde ihren Kurs in einem finanziellen Umfeld, das sich mit der Einführung des Euro grundlegend wandeln wird, festlegen. Sie wird sich beim Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente nur beschränkt auf die Erfahrungen der Vergangenheit abstützen können. Die Aufgabe der Europäischen Zentralbank, ihre Geldpolitik richtig zu dosieren, wird damit alles andere als einfach sein. Zum andern wird die Europäische Zentralbank eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik führen müssen. Möglicherweise wird der von der neuen Geldbehörde verfolgte Kurs nicht für alle Länder des Eurogebiets gleichermaßen angemessen sein. Als Folge davon könnten die regionalen Ungleichgewichte in-

Abbildung 4: Geldmenge M3 und Teuerung



nerhalb des Eurogebiets zunehmen oder sogar neue entstehen. Die Arbeitslosigkeit könnte sich damit in einzelnen Ländern oder Regionen ebenfalls verschlimmern. Da mannigfaltige Rigiditäten die Funktionsweise der europäischen Arbeitsmärkte behindern, bleibt die Frage offen, wie wirtschaftliche Ungleichgewichte im Eurogebiet inskünftig behoben werden sollen.

3 Zinsbonus auf dem Franken

Die schweizerischen Zinssätze liegen schon seit langer Zeit auf einem tendenziell tieferen Niveau als irgendwo sonst in Europa. In diesem Zusammenhang wird häufig von einem Zinsbonus auf Schweizer Franken gesprochen. Besonders ausgeprägt ist der Zinsbonus bei den langen Fristigkeiten. Die Abbildung 5 zeigt, dass die durchschnittliche Rendite eidgenössischer Obligationen in den vergangenen vierzig Jahren tendenziell um 2-4 Prozentpunkte unter der Verzinsung entsprechender deutscher Papiere lag.

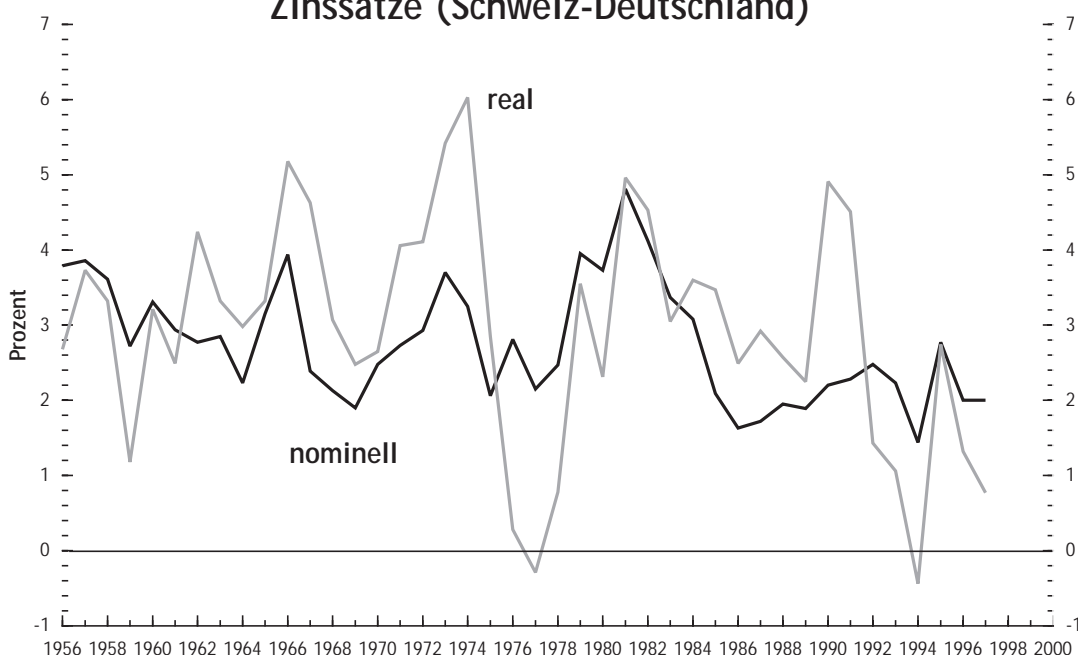
Dies gilt nicht nur für die nominale Zinsdifferenz. Der reale Zinsunterschied, d.h. die um die Veränderungen des D-Mark/Frankenkurses sowie der deutschen und schweizerischen Konsumentenpreise bereinigte nominale Differenz, entwickelte sich ähnlich. Aus der Abbildung 6 ist allerdings ersichtlich, dass die reale Zinsdifferenz im Laufe der letzten vierzig Jahre von mehr als 3% auf durchschnittlich 2,3% in der Periode 1985-1997 zurück-

ging. Die vergleichsweise tiefen Zinsen bilden einen Standortvorteil, der der schweizerischen Wirtschaft im internationalen Konkurrenzkampf zugute kommt.

Es versteht sich von selbst, dass der Zinsbonus rasch verschwände, wenn sich die Schweiz der WWU annäherte, indem sie den Wechselkurs des Frankens gegenüber dem Euro unwiderruflich fixierte. Die SNB verlöre in diesem Falle jegliche geldpolitische Autonomie. Die schweizerische Geldpolitik und das schweizerische Zinsniveau würden fortan durch die Europäische Zentralbank bestimmt. Die inländischen Zinssätze, vorab im kurzfristigen Bereich, würden vollständig auf das Niveau im Eurogebiet klettern. Dies liefe den Interessen der schweizerischen Wirtschaft zuwider. Die dauernde Anbindung des Frankens an den Euro böte sich deshalb zumindest im heutigen Zeitpunkt nicht als verlockende Alternative an.

Manchmal wird die Meinung geäußert, der schweizerische Zinsbonus werde auf die Länge ohnehin dahinschmelzen. Der Zinsbonus lasse sich nur aufrecht erhalten, wenn die SNB eine erfolgreichere Stabilitätspolitik führe als die Europäische Zentralbank. Handle die Europäische Zentralbank im Einklang mit dem geldpolitischen Mandat des Maastrichter Vertrags, würden in der WWU inskünftig ebenso stabile Verhältnisse herrschen wie in der Schweiz. Die Meinung, die Existenz des Zinsbonus setze eine bessere Stabilitätspolitik in der Schweiz als im Eurogebiet voraus, steht indessen im Widerspruch zu den Erkenntnissen der Vergangenheit. Schon bisher war der Zinsbonus nicht der Tatsache zu verdanken, dass die SNB in der Schweiz tendenziell für eine höhere Stabilität sorgte als die Bundesbank in Deutschland. Die Inflationsrate erreichte in der Schweiz im Durchschnitt der letzten 40 Jahre vielmehr ein ähnliches Niveau wie in Deutsch-

Abbildung 5: Reale und nominelle Differenzen langfristiger Zinssätze (Schweiz-Deutschland)



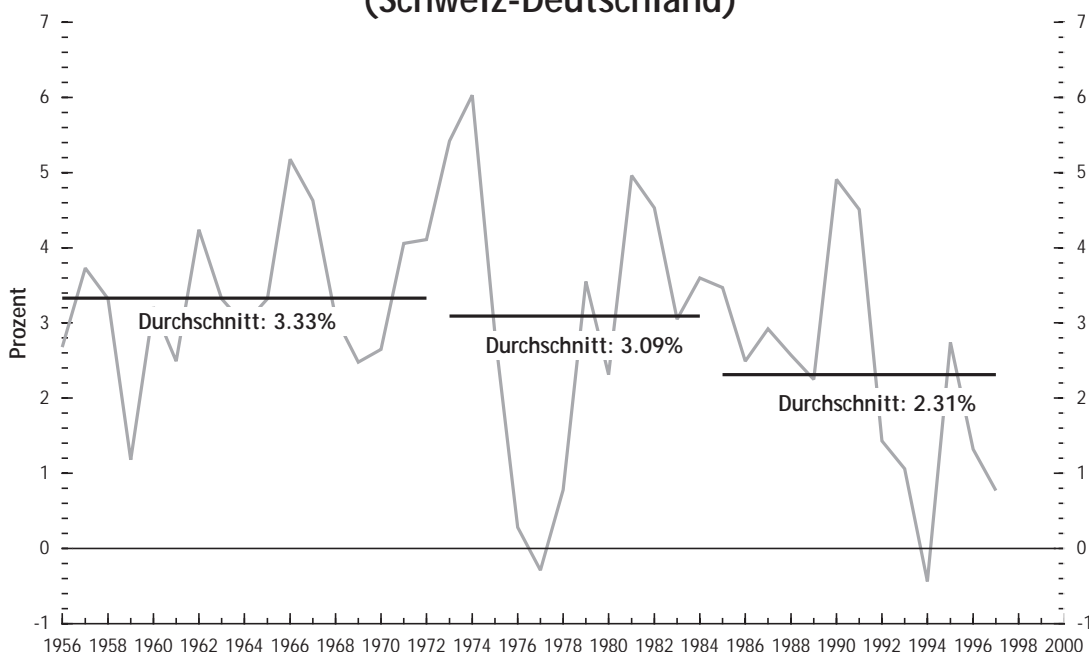
land. Dennoch waren die nominalen und realen Zinsen in der Schweiz tendenziell tiefer als in unserem Nachbarland. Wie erklärt sich diese Ungereimtheit?

Die Meinung, der Zinsbonus lasse sich nur bewahren, wenn die SNB bessere Leistungen erbringe als die Europäische Zentralbank, beruht auf einem Missverständnis. Ich bin überzeugt, dass sowohl die SNB als auch die Europäische Zentralbank danach trachten werden, ihren Stabilitätsauftrag möglichst gut zu erfüllen. Dabei werden sie Fehlentscheide trotz allen Bemühungen um eine gute Geldpolitik nicht immer vermeiden können. Risikoscheue Marktteilnehmer werden sich gegen solche Fehlentscheide zu schützen suchen, indem sie ihre Anlagen währungsmässig diversifizieren. Sofern sie im Eurogebiet wohnen, werden sie ihre Vermögen nicht nur in Euro, sondern auch in Schweizer Franken und anderen stabilen Währungen anlegen. Eine Diversifikation in den Schweizer Franken drängt sich selbst dann auf, wenn die SNB und die Europäische Zentralbank mit tendenziell gleichwertigen Leistungen aufwarten sollten. Allerdings muss — damit die Diversifikation das Risiko bei gleich bleibendem Ertrag vermindert — eine wichtige zusätzliche Voraussetzung erfüllt sein: Sollten sich die beiden Zentralbanken einmal täuschen, müssen die unbeabsichtigten Abweichungen der Inflation vom Stabilitätsziel in der Schweiz und im Eurogebiet verschiedenen Mustern folgen. Die beiden Zentralbanken dürfen sich zwar von Zeit zu Zeit irren, aber nicht auf gleiche Weise. Die Abweichungen vom Stabilitätsziel müssen in den beiden Währungsgebieten — technisch ausgedrückt — entweder negativ korreliert sein, oder die Korrelation darf — falls positiv — nur einen mässig hohen Wert aufweisen. Sonst bringt die Diversifikation keine Risikominderung.

Solange diese Bedingungen erfüllt sind, werden risikoscheue Anleger im Eurogebiet auch nach dem Beginn der dritten Stufe immer noch danach trachten, einen Teil ihrer Vermögen in Schweizer Franken und ähnlich stabilen Alternativwährungen halten. Die gleichen Überlegungen gelten natürlich auch für die schweizerischen Anleger, die eine analoge Diversifikation ihrer Vermögen anstreben. Die zusätzliche Nachfrage nach Schweizer Franken aus dem Eurogebiet wiegt indessen den Rückgang, der der Diversifikation schweizerischer Vermögen entspringt, mehr als auf. Angesichts der Grösse und wirtschaftlichen Potenz des Eurogebiets drängen dort riesige Vermögen in die Anlage. Dies bedeutet, dass eine hohe Nachfrage nach Schweizer Franken aus dem Eurogebiet besteht. Die Schweiz ist demgegenüber ein kleines Land, das nur mit einem beschränkten Angebot an Aktiven in eigener Währung aufwarten kann. Die hohe Nachfrage nach Schweizer Franken, die auf das knappe Angebot prallt, drückt auf das schweizerische Zinsniveau und erklärt den Zinsbonus auf unserer Währung. Die Schweiz zieht einen Vorteil aus der Tatsache, dass ausländische Anleger ein Interesse daran haben, den Franken, den sie nur mit einem knappen Angebot zur Verfügung stellen kann, für Diversifikationszwecke zu nutzen.

Meine Ausführungen machen deutlich, dass ich die Existenz des Zinsbonus auf andere Weise begründe, als dies üblicherweise getan wird. Die meisten Analysten führen den Zinsbonus auf den hohen schweizerischen Leistungsbilanzüberschuss zurück. Dieser spiegelt die Tatsache, dass in der Schweiz die Ersparnisse deutlich über den Investitionen liegen. Der nicht im Inland investierte Teil der Ersparnisse fliesst in ausländische Anlagen. Der Leistungsbilanzüberschuss wird deshalb durch Kapitalex-

Abbildung 6: Reale Differenzen langfristiger Zinssätze (Schweiz-Deutschland)



porte ausgeglichen. Damit Kapital ins Ausland strömt, müssen die schweizerischen Realzinsen unter das im Ausland herrschende Niveau sinken.

Der hohe Leistungsbilanzüberschuss trägt ohne Zweifel dazu bei, die schweizerischen Realzinsen vergleichsweise tief zu halten. Die auf der Leistungsbilanz beruhende Erklärung lässt aber eine wichtige Frage offen. Weshalb sorgt die Arbitrage auf den internationalen Finanzmärkten nicht für einen Ausgleich der realen Zinsdifferenzen zwischen der Schweiz und dem Ausland? Meine Analyse liefert die Antwort auf diese Frage. Die Arbitrage liesse die realen Zinsunterschiede nur zum Verschwinden bringen, wenn der Schweizer Franken und die ausländischen Währungen vollkommene Substitute darstellten. In der realen Welt, in der die Anleger mit Unsicherheiten der verschiedensten Art leben müssen, ist diese Bedingung indessen nicht erfüllt. Wie ich schon ausführte, besteht neben anderen Unsicherheiten keine Gewähr, dass die SNB und die Europäische Zentralbank völlig identische Leistungen erbringen werden, selbst wenn beide Institute mit dem gleichen geldpolitischen Auftrag ausgestattet sind. Solange die Möglichkeit bestehen bleibt, dass die SNB und die Europäische Zentralbank — gewollt oder ungewollt — unterschiedliche Resultate erzielen, werden die Anleger den Franken und den Euro nicht als vollkommene Substitute betrachten. Sie werden ein Interesse daran haben, nicht alle ihre Eier in den gleichen Währungskorb zu legen. Die Diversifikation lohnt sich, auch wenn die Realzinsen in der Schweiz dauernd niedriger bleiben als im Eurogebiet.

Der Zinsbonus wird somit erst verschwinden, wenn der Franken seinen Nutzen als Diversifikationsinstrument einmal einbüßen sollte. Ob dies je geschehen wird, ist schwierig vorauszusagen. Es ist denkbar, dass sich die schweizerische Wirtschaft im Laufe der Zeit immer enger mit jener der anderen europäischen Länder verflechten wird, selbst wenn unser Land einen Beitritt zur Europäischen Union weiterhin ausschliesst. Würde die Schweiz auch ohne Mitgliedschaft zu einem Anhängsel der Europäischen Union, dürfte sich die Entwicklung von Inflation

und Realwirtschaft in unserem Land immer mehr an jene im Eurogebiet angleichen. Damit entfielen der Anreiz für eine Diversifikation in den Schweizer Franken, und die Arbitrage würde fortan für einen Ausgleich der Realzinsunterschiede sorgen.

Der Schweizer Franken würde seine Attraktivität als Diversifikationsinstrument auch verlieren, wenn unsere Behörden beschlössen, den Wechselkurs unserer Währung gegenüber dem Euro zu fixieren. Ich möchte allerdings betonen, dass die Fixierung des Frankenkurses allein nicht genügt, um den Zinsbonus zum Verschwinden zu bringen. Wie die Abbildungen 5 und 6 zeigen, bestand der Zinsbonus schon unter dem vor 1973 herrschenden Fixkurssystem. Die Behörden müssten den Wechselkurs nicht nur fixieren, sondern auch ankündigen, sie würden den Franken inskünftig unwiderruflich auf dem einmal festgelegten Niveau belassen. Sie müssten ferner ihren Worten entsprechende Taten folgen lassen. Wie ich schon ausführte, bedeutete die Kursfixierung im skizzierten Sinne, dass die SNB jegliche geldpolitische Autonomie verlöre. Sie müsste fortan den von der Europäischen Zentralbank definierten geldpolitischen Kurs nachvollziehen. Für die Anleger verlöre die Diversifikation in den Schweizer Franken ihren Zweck, da unser Land zumindest informell zu einem Teil des Eurogebiets würde. Die durch die Diversifikation bedingte Nachfrage nach Schweizer Franken entfielen und damit auch der Hauptgrund für den Zinsbonus.

4 Schlussbemerkungen

Der Übergang zum Euro wird den schweizerischen Finanzplatz und die schweizerische Geldpolitik vor beträchtliche Herausforderungen stellen. Ich habe zu zeigen versucht, über welche Handlungsmöglichkeiten die SNB verfügt, falls die Einführung der neuen europäischen Einheitswährung für die schweizerische Wirtschaft schädli-

che Wechselkursturbulenzen auslösen sollte. Sowohl die Europäische Union als auch die Schweiz sind daran interessiert, dass sich der Euro zu einer starken und stabilen Währung entwickelt. Gelänge es der Europäischen Zentralbank, die Preisstabilität zu bewahren, käme dies auch der Schweiz zugute. Denn ein starker und stabiler Euro würde die Gefahr von unerwünschten Wechselkursausschlägen wesentlich vermindern. Mit einer erfolgreichen, auf die Preisstabilität ausgerichteten europäischen Geldpolitik würde der schweizerische Zinsbonus keinesfalls verschwinden. Führt die SNB weiterhin eine stabilitätsbewusste Geldpolitik, dürfte der Franken auch inskünftig eine wichtige Rolle als Instrument der Diversifikation für risikoscheue Anleger aus dem Eurogebiet dienen.

Bleibt der Franken eine attraktive Anlagewährung, wird sich der schweizerische Finanzplatz auf dem internationalen Parkett auch weiterhin behaupten können. Der

Konkurrenzkampf dürfte allerdings noch härter werden, weil der Übergang zum Euro auf den europäischen Finanzmärkten mit grosser Wahrscheinlichkeit einen Innovationsschub auslösen wird. Die Schweizer Banken sind für den härter werdenden Wettbewerb gut gerüstet. Der Strukturwandel ist bei unseren Banken schon in vollem Gange, während er bei den Finanzinstituten in unseren Nachbarländern erst in den Anfängen steckt. Dennoch werden grosse Anstrengungen erforderlich sein, um die Schlagkraft des schweizerischen Finanzplatzes zu erhalten. Es versteht sich von selbst, dass auch die schweizerische Industrie, das Gewerbe und die Konsumenten an einem starken inländischen Finanzplatz interessiert sind. Nur mit einem starken Finanzplatz werden sie auch inskünftig von vergleichsweise niedrigen inländischen Zinsen profitieren können.