

Inselwährung Franken -
Optionen für die SNB

Prof. Dr. Bruno Gehrig
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

Referat an der Tagung des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums (WWZ)
der Universität Basel, anlässlich der Jubiläumsveranstaltung 10 Jahre
WWZ/VBÖ

Basel, 19. September 1998

1. Ausgangslage

Die Einführung des Euro wird das internationale Währungssystem und Finanzgefüge verändern. Der Euro dürfte in die Fussstapfen der D-Mark treten, deren internationale Bedeutung aber übertreffen. Insbesondere im Anlage- und Emissionsbereich verfügt der Euro über ein hohes Potential.

Allerdings ist die Erfolgsgeschichte des Euro noch nicht geschrieben. Wichtige Bewährungsproben stehen bevor. Die Mitgliedsländer hatten in der Vergangenheit unterschiedliche wirtschafts- und währungspolitische Präferenzen und Erfolgsbilanzen. Sie befinden sich in unterschiedlichen Phasen im Konjunkturzyklus. Die Europäische Zentralbank (EZB) muss beweisen, dass sie die verschiedenen Interessenlagen dauerhaft unter den satzungsgemäss unerbittlich klar vorgezeichneten Hut der Stabilitätsorientierung bringen kann.

Daneben bestehen auch praktische geldpolitische Probleme: Welche geldpolitische Strategie wird die EZB wählen? Wird sie sich vor allem an einem Geldmengenziel oder direkt an einem Inflationsziel orientieren? So oder so ist sie auf verlässliche geldpolitische Indikatoren angewiesen. Die Aussagekraft der bisherigen Indikatoren im neuen Kontext ist offen. Dies bringt ein zusätzliches Unsicherheitsmoment in die Konzeption und Durchführung der Geldpolitik.

Unabhängig davon, wie diese Herausforderungen im Einzelnen gemeistert werden: Die Schweiz ist speziell herausgefordert - als Insel, umgeben von "Euro-Land", mit dichtgewobener wirtschaftlicher Verflechtung. Gegen 60 Prozent unserer Exporte gehen in den EWU-Raum. Über 70 Prozent der Importe stammen aus diesem Raum. Der Euro bekommt dadurch natürlich eine grössere Bedeutung für die Schweiz als jede einzelne der bisherigen Währungen.

Im Vergleich mit der europäischen Konkurrenz werden schweizerische Unternehmen auf grösseren Geschäftsanteilen mit Währungsschwankungen leben müssen, auch wenn die Absorption historisch weicher europäischer Währungen durch den Euro einzelnen Gruppen von Exporteuren wesentliche Erleichterung verspricht. Der EWU-Raum wird von Wechselkursschwankungen insgesamt weniger tangiert sein. Der Anteil des Aussenhandels am EWU-BIP wird auf etwas über 10 Prozent sinken. Die Struktur des EWU-Wirtschaftsraumes nähert sich derjenigen einer geschlossenen Volkswirtschaft.

2. Der flexible Wechselkurs

Die Schweiz hingegen gehört zu den offensten Volkswirtschaften überhaupt. Der Wechselkurs des Frankens ist daher eine volkswirtschaftliche Schlüsselgrösse. Grosse Wechselkursveränderungen hinterlassen deutliche Spuren in unserer Wirtschaft. Die besondere Bedeutung des Frankens auf den internationalen Finanzmärkten begünstigt das Auftreten von Wechselkursstörungen. Trotzdem hat die Schweiz seit dem Jahre 1973 - als das Bretton Woods System zusammenbrach - nicht den Weg der dauerhaften Wechselkursfixierung gewählt. Weshalb? Blicken wir kurz zurück:

Die weitgehend autonome Geldpolitik, ausgerichtet auf Preisstabilität und die konjunkturellen Bedürfnisse, hat dem Land bisher Vorteile gebracht. Der schweizerische Zinsvorteil ist die offensichtlichste Frucht. Der auf dem Franken lastende Aufwertungsdruck ist gewissermassen das Spiegelbild davon.

Die langfristige Kursentwicklung zur D-Mark kann grob in zwei Phasen unterteilt werden. Die deutliche Aufwertung zwischen 1973 und 1983 brachte die - vielleicht übermässige - Korrektur einer vorangehenden Unterbewertung des Frankens. Seit 1983 besteht nur noch ein moderater Aufwertungstrend des Frankens; sowohl gegenüber der D-Mark als auch exportgewichtet. Hingegen schwankte der exportgewichtete Wechselkursindex deutlich stärker. Dies ist in erster Linie auf die Bewegungen des US-Dollars zurückzuführen.

Eine Beurteilung muss unterscheiden zwischen Fluktuationen und Trend. Der aus einem moderaten Aufwertungstrend resultierende ständige Wettbewerbsdruck dürfte der schweizerischen Wirtschaft insgesamt nicht geschadet haben. Produktivitätssteigerungen wurden begünstigt. Hingegen hatten die immer wieder aufgetretenen Aufwertungsschübe eindeutig negative Auswirkungen. So hat beispielsweise die kräftige, anhaltende Aufwertung zwischen 1992 und 1995 die schweizerische Wirtschaft stark belastet. Die Konjunktur wurde empfindlich gebremst.

Untrennbar mit der kontinuierlichen Frankenaufwertung verbunden ist der Zinsbonus der Schweiz. Auch bei der Zinsdifferenz lassen sich die selben Phasen unterscheiden wie beim Wechselkurs. Bis ca. Mitte der achtziger Jahre, also zur Zeit der deutlichen Frankenaufwertung, schwankte die

nominale Zinsdifferenz zu Deutschland zwischen drei und vier Prozent. Ab 1985, als der Aufwertungsdruck gegenüber der D-Mark nachliess, pendelte sich die Differenz bei rund zwei Prozent ein. In jüngster Zeit hat sich die reale Zinsdifferenz nochmals verengt.

Für die Stabilität des Frankens und das tiefere Zinsniveau in der Vergangenheit lassen sich verschiedene Gründe anführen.

- Erstens der Umstand, dass die Schweiz im internationalen Vergleich seit Generationen eine sehr hohe Sparneigung aufweist. Dies führte einerseits zu regelmässigen Ertragsbilanzüberschüssen. Rekordhohe Auslandguthaben relativ zum BIP sind eine Folge davon. Andererseits führt die Risikoaversion der Anleger dazu, dass für Anlagen in Fremdwährungen eine höhere Verzinsung gefordert wird. Diese Risikoprämie widerspiegelt sich in den tieferen Zinsen für Frankenanlagen.
- Die Schweiz zeichnete sich - zweitens - durch politische Kontinuität, einen weitgehend gesunden Staatshaushalt und monetäre Stabilität aus. Die Inflationsrate lag bis Ende der achtziger Jahre deutlich unterhalb derjenigen der meisten europäischen Länder. Hingegen weist die Schweiz im betrachteten Zeitraum keine tiefere Durchschnittsinflation als Deutschland auf.
- Die stabilen Rahmenbedingungen und der gut ausgebaute Finanzplatz begünstigten - drittens - die Rolle des Frankens als internationale Anlagewährung. Der Franken bot attraktive Diversifikationsmöglichkeiten für internationale Anleger. Er eignete sich vor allem aus Sicht europäischer Anleger als Hedge gegen Dollarkursschwankungen. Eine Schwäche des Dollars war ziemlich regelmässig von einer Frankenstärke gegenüber den europäischen Währungen begleitet. Diese Eigenschaft führte zu ständigem internationalem Anlagebedarf in Franken und trug damit zum Zinsbonus bei.

In diesen Bereichen bestanden in den siebziger und achtziger Jahren deutliche Differenzen zwischen der Schweiz und den meisten EWU-Ländern. Die unterschiedlichen Stabilitätspräferenzen und der Zinsvorteil legitimierten eine autonome Geldpolitik.

3. Optionen für die SNB

Die Nationalbank ist gefordert, den Franken im veränderten Währungsumfeld zu positionieren. Wir müssen abschätzen, unter welchen Bedingungen eine autonome Geldpolitik möglich und sinnvoll ist. Wir müssen auch überlegen, unter welchen Umständen eine engere Kooperation mit der EWU Sinn machen würde.

Für die Schweizerische Geldpolitik ergeben sich im wesentlichen drei Anpassungsstrategien:

- Weiterführung der bisherigen Politik
- Einseitige Anbindung des Frankens an den Euro
- Beitritt zum Euro-Währungsraum.

a) Weiterführung des bisherigen Politik

Unter der Überschrift "Weiterführung der bisherigen Politik" kann und darf nicht die Rede sein von einer geldpolitischen Konzeption, welche sich durch gänzliche wechselkurspolitische Abstinenz auszeichnet. Diese Sichtweise, die in der Geschichte der SNB nie Praxis war, hat ihre Wurzeln in regelgebundenen Geldangebotsmodellen, die nicht einmal in relativ geschlossenen Volkswirtschaften empirische Bedeutung erlangt haben.

Vielmehr ist damit eine Politik gemeint, die im Rahmen ihres Ziels der Preisstabilität auf schwerwiegende Wechselkursverzerrungen reagiert, ohne aber - und das ist entscheidend - explizite Wechselkursziele anzustreben. Der Wechselkurs ist in diesem Verständnis ein Indikator - nicht mehr und nicht weniger. Seine Bewegungen bilden in einer offenen Volkswirtschaft eine wesentliche Komponente im Spannungsfeld der konjunkturbestimmenden Kräfte. Sie sind daher zu bedenken, wenn es um die laufende Dosierung der Politik geht. Indessen ist damit nicht gesagt, dass auf jede Kursbewegung reagiert werden soll. Viel zu schwer wiegen die Argumente gegen diejenigen, welche das Handlungsumfeld des Geldpolitikers mit dem Arbeitsplatz eines Feinmechanikers verwechseln. Bei aller Toleranz gegenüber der Meinungsvielfalt unter Ökonomen kann die noch in den sechziger Jahren prüfungsrelevante Konzeption des makroökonomischen Fine-tuning als entsorgt gelten.

Handlungsbezogen relevant können nur schwerwiegende Wechselkursaus-schläge sein, die als exogene Schocks die Wirtschaftsentwicklung im Lande

gefährden. Deren Identifikation ist ein schwieriges und gewiss risikoreiches Unterfangen, weil in der konkreten Situation verschiedenen Aspekten Rechnung zu tragen ist: den konjunkturellen Perspektiven, der monetären Marktsituation, den Ursachen und der mutmasslichen Dauer einer Verwerfung. Ermessen und Intuition spielen in diesem Prozess eine wichtige Rolle. Simple und den Marktteilnehmern transparente Reaktionskriterien wären fundamental kontraproduktiv. Es ist vielmehr sachdienlich, wenn die aktiven Marktteilnehmer - Anleger oder Carry-traders bzw. Schuldner - zwar damit rechnen müssen, dass Korrekturen drohen, aber über alles Weitere unsicher sind.

Zur bisherigen Politik gehört auch die ultima ratio der vorübergehenden Festlegung einer Obergrenze. Bei allen Risiken und den zugegebenermassen gemischten Erfahrungen dürfen und wollen wir ein derartiges Manöver im Blick auf die Zukunft nicht ausschliessen. Es bleibt allerdings vernünftigerweise beschränkt auf den Fall einer schwerwiegenden Vertrauenserosion in den Euro, eine Konstellation die sehr unwahrscheinlich ist.

Von einigem Interesse ist schliesslich die Frage, ob nicht unserer bisherigen Politik durch den zunehmenden Gebrauch des Euros für Zahlungen in der Schweiz die Grundlage entzogen wird. Die Frage ist realistischerweise zu verneinen, selbst wenn kaum zu bestreiten ist, dass der Euro den Franken als Fakturawährung im grenzüberschreitenden Geschäft zurückdrängen und wohl auch im Verkehr zwischen internationalen Akteuren und ihren inländischen Lieferanten eine gewisse Bedeutung erlangen wird. Aber der Hauptteil der Inlandzahlungen - insbesondere im Lohn-, Konsum-, Vorsorge- und Steuerbereich - wird sich weitgehend in Franken abspielen. Indessen ist natürlich mit Anpassungen der Franken-Geldnachfrage zu rechnen, die geldpolitisch nicht belanglos, aber kompensierbar sind.

Ich komme zum Schluss, dass die Herausforderung Euro kein Ereignis darstellt, das die Grundkonzeption und Instrumente unserer Politik aus den Angeln hebt. Aber es wird entscheidend darum gehen, in der Umsetzung des Konzepts den zweifellos eintretenden Veränderungen rechtzeitig und wohlidosiert Rechnung zu tragen. Diese Feststellung dispensiert indessen niemanden von der Frage, ob es konzeptionelle Alternativen gibt, mit denen den Interessen unseres Landes besser entsprochen werden könnte.

b) Einseitige Anbindung an den Euro

Eine Alternative liegt in der einseitigen Anbindung des Frankens an den Euro. Damit - so die Argumentation - würde man zwar einen Teil des Zinsunterschieds verlieren, aber das für das Wohlergehen unserer Wirtschaft gewichtigere Wechselkursproblem wesentlich entschärfen. Nötigenfalls könnte man in längeren Intervallen mit Paritätsänderungen nötige Korrekturen vornehmen.

Das hört sich zunächst nicht unplausibel an. Und überdies soll man in der Geldpolitik ohne Not nie Nie sagen. Der a priori Verzicht auf eine Option ist in der Politik nicht weniger unsinnig als in anderen Lebensbereichen. Dies gesagt, lassen mehrere Überlegungen die Anbindung aus eigenem Entschluss als wenig ratsamen Weg erscheinen.

Erstens muss der Blick in die Geschichte zur Skepsis mahnen. In aller Regel hatten Entscheidungen zur Kursbindung eine massgebliche Motivation: Länder mit wenig stabilen Währungen suchten den festen Wechselkursanker, um hartnäckig hohe Inflationserwartungen zu senken. Es ging bei solchen Manövern in erster Linie darum, mit der Anbindung an eine stabile Währung die eigene Geldpolitik glaubwürdig zu disziplinieren und so Stabilität zu importieren.

Im Fall der Schweiz wäre die Ausgangslage eine andere. Das Anbindungsmotiv wäre umgekehrt, weil primär eine Aufwertungstendenz gebrochen werden soll. Die Implikationen dieser Bindung wären in hohem Masse fragwürdig. Ein wirklich schwerwiegendes Aufwertungsproblem dürfte sich nur einstellen im Falle einer destabilisierenden Politik der Europäischen Zentralbank. Dann hätte die Bindung den Import dieser Politik mit all ihren Konsequenzen zur Folge. Umgekehrt spricht vieles für die Meinung, dass im Falle eines ordentlichen Gelingens der Europäischen Währungsunion die Wechselkursausschläge begrenzt bleiben werden mit guten Chancen, sie auch im Rahmen einer eigenständigen Politik nötigenfalls etwas zu dämpfen. Mit anderen Worten: Der Gewinn an nomineller Wechselkursstabilität dürfte vor allem ins Gewicht fallen, wenn der durch die Bindung übertragene makroökonomische Destabilisierungseffekt unakzeptabel schwer wiegt. Aber auch unter weniger drastischen Voraussetzungen muss man bedenken, dass die Anbindung eine deutliche Verringerung des Zinsunterschieds zur Folge hat. Er reduziert sich auf eine Prämie zur Abgeltung des Risikos künftiger Paritätsänderungen und spiegelt in diesem Sinne die Glaubwürdigkeit der gültigen Parität.

Aller Erfahrung nach kann die Bindung mit Anpassungsvorbehalt die Erwartungen der Märkte nicht stabilisieren. Man müsste mit Paritätsattacken rechnen. Eine umfangreiche Kollektion von Fallbeispielen zeigt, dass die Richtung einer schliesslich unvermeidbaren Paritätsänderung lange vor ihrem Vollzug klar ist - eine Eindeutigkeit, die zu beinahe risikoloser Spekulation einlädt.

Die Anbindung mit Anpassungsvorbehalt ist unter diesen Umständen keine empfehlenswerte Lösung. Sie kann im Unterschied zur unwiderruflichen Fixierung die Erwartungen nicht hinreichend stabilisieren und setzt daher den Devisenmarkt, indirekt auch den realen Sektor spekulativen Schocks aus. Und im Vergleich mit einem grundsätzlich flexiblen Regime fehlt bei der Anbindung die Möglichkeit einer graduellen Anpassung.

c) Beitritt zum Euro-Währungsraum

Eine zweite konzeptionelle Alternative zur bisherigen Politik liegt im Eintritt unseres Landes in den Euro-Währungsraum. Dieser Schritt ist nur möglich, wenn unser Land der EU beitrifft, und er ist umgekehrt die zwingende Folge eines EU-Beitritts. Der Ablösung des Frankens durch den Euro müsste realistischweise eine Übergangsphase mit einem Regime der festen, bilateralen Anbindung vorausgehen. Über diese Frage werden - im gegebenen Fall - Volk und Stände zu befinden haben, nicht nur bezogen auf den EU-Beitritt, sondern auch speziell für die Übertragung der Geld- und Währungshoheit vom Bund auf die Europäische Zentralbank. Dafür müsste auch nach der in die Wege geleiteten Revision des Währungsartikels die Verfassungsgrundlage erst noch geschaffen werden.

Jedenfalls ist die Option einer Einführung des Euro in der Schweiz im breiteren Kontext einer EU-Mitgliedschaft zu diskutieren. Sie ist nur ein Teil eines viel umfassenderen Pakets.

Allerdings ein wichtiger in dem Sinne, dass die Integration Europas mit dem Verzicht der Mitgliedsländer auf ihre Währungshoheit eine besonders weitreichende Ausprägung erfahren hat, welche die ganze Bevölkerung sehr direkt betrifft. Unter dem Blickwinkel der Geld- und Währungspolitik sind in Bezug auf die Beitrittsoption vor allem drei Aspekte zu bedenken.

Erstens die Zeitachse. Der Euro ist im Prozess seiner Entstehung. Seine Startbedingungen sind gut. Sie rechtfertigen eine zuversichtliche Beurteilung des Projekts. Dessen Bewährungsprobe hat zwar begonnen, doch sind noch zahlreiche, wichtige Fragen offen. Die kommenden Quartale und

Jahre werden bedeutungsvolle Erfahrungen bringen über die Politik der Europäischen Zentralbank und die Akzeptanz der neuen Währung. Diese Erfahrungen gilt es vernünftigerweise abzuwarten, Vermutungen sukzessive durch Beobachtungen zu ersetzen und dadurch eine zuverlässigere Beurteilungsgrundlage zu gewinnen. Der Informationswert der nahen Zukunft wird hoch sein, so dass es sich lohnt, aufmerksam zu beobachten und rasch klüger zu werden.

Zweitens ist der Umstand zu bedenken, dass die Entscheidung für den Euro irreversibel ist. Die Europäische Währungsunion hat einen ziemlich detailliert ausgestalteten Check-in, aber keinen Check-out. Unter diesen Bedingungen ist es ein Gebot vernünftiger Entscheidungsfindung, diesen Schritt nur zu tun, wenn er durch klar überwiegende Interessen gerechtfertigt ist.

Drittens ist - auch unter optimistischen Annahmen über die Zukunft des Euro - ein erheblicher Analysebedarf in Bezug auf die volkswirtschaftlichen Konsequenzen seiner Einführung in der Schweiz zu diagnostizieren. Welches sind die mikro- und makroökonomischen Konsequenzen, die durch das Verschwinden des Zinsunterschieds verursacht werden? Welcher Art sind die mutmasslichen Anpassungsprozesse in der Branchenstruktur oder am Arbeitsmarkt, wenn die Anpassungsflexibilität eines freien Wechselkurses entfällt? Was bedeutet der Eintritt in den einheitlichen Währungsraum für ein Land mit einem sehr grossen Ertragsbilanzüberschuss? Diese und gewiss viele zusätzliche Fragestellungen sind ebenso wichtig für eine rationale Entscheidungsfindung wie herausfordernd für professionelle Ökonomen.

Es ist doch mehr als verständlich, dass die Vorstellung von der Abschaffung des Frankens zu Gunsten des Euro sehr gegensätzliche, oft vehemente Reaktionen hervorruft. Dies kann und darf uns aber nicht daran hindern, die Beitrittsvariante sachlich und gründlich im Lichte der Landesinteressen zu prüfen. Wie immer der Entscheid einmal getroffen werden mag - wichtig ist, dass er nicht auf der Basis von Vorurteilen, sondern in möglichst umfassender Kenntnis seiner Konsequenzen fallen wird.

Schlussbemerkungen

Ich komme zum Schluss mit der Feststellung, dass es zur Politik des eigenen, umsichtig begangenen Weges in der Geldpolitik für die absehbare Zukunft keine erfolgversprechende Alternative gibt. Wir sollten sie mit hoher Lernbereitschaft in Bezug auf Veränderungen, flexibel, aber fest

verankert im stabilitätspolitischen Ziel umsetzen. Die nächsten Quartale werden - über den Start des Euro hinaus - reich an Ereignissen sein. Man braucht kein notorischer Schwarzseher zu sein um zu vermerken, dass sich unser weltwirtschaftliches Umfeld in den letzten Monaten sukzessive verdüstert hat. Neue Risikoherde sind akut geworden und niemand kann ausschliessen, dass weitere Erschütterungen folgen werden. Für unsere Konjunktur steht positiv zu Buche, dass trotz anhaltend schwieriger Verhältnisse im Immobilien- und Baubereich die Inlandnachfrage eine gute Tragfähigkeit erreicht hat. Überdies sind - für viele als Highlight der Lagebeurteilung - substantielle Fortschritte am Arbeitsmarkt zu verzeichnen. Schliesslich sprechen mehrere Indizien dafür, dass in der strukturellen Erneuerung zahlreichen Unternehmen bedeutende, weit über das Konjunkturelle hinaus wirksame Verbesserungen gelungen sind. Dagegen hat der Auslandimpuls einiges von seiner Schubkraft eingebüsst, nicht überraschend wenn man bedenkt, dass mittlerweile gut ein Drittel der Weltwirtschaft in eine Rezession eingetreten ist. Zeichen und Perspektiven einer sich anbahnenden konjunkturellen Überhitzung sind tatsächlich keine auszumachen. Umso weniger als die Prognostiker seit einigen Wochen mit der Revision ihrer Konjunkturprognosen für die USA nach unten beschäftigt sind. Unter diesen Umständen ist das Risiko einer Verlangsamung heute höher einzuschätzen als noch vor zwei Quartalen. Aber es bleibt begrenzt durch die robuste Verfassung der wirtschaftlichen Entwicklung in Europa und weiterhin positive Zeichen an der inländischen Konsumfront.

Wir werden unter diesen Umständen an der seit längerem umgesetzten flexiblen Politik festhalten und so zu monetären Bedingungen beitragen, die positives Wachstum bei stabilem Preisniveau begünstigen.

Wir stehen vor einer Phase zweifellos interessanter, für viele anspruchsvoller Veränderungen. Ihnen, ja uns allen wünsche ich gutes Gelingen für die Entscheidungen, die vor uns liegen.