

**Die schweizerische Geldpolitik inmitten des Eurogebiets:
eine trügerische Unabhängigkeit?**

Georg Rich

Direktor der Schweizerischen Nationalbank

Centre d'études bancaires und Association Bancaire Tessinoise

Vezia, 19. Mai 1999

1. Einleitung

Die Einführung des Euro Anfang 1999 ging ohne grosse Probleme über die Bühne. Vor dem Übergang zur neuen gemeinsamen Währung war in der Schweiz häufig die Befürchtung laut geworden, die Einführung des Euro könnte Fluchtbewegungen in den Franken auslösen. Die damit verbundene Aufwertung unserer Währung würde die Konkurrenzfähigkeit der inländischen Industrie untergraben. Diese Befürchtungen erwiesen sich als übertrieben. Der Übergang zur neuen gemeinsamen Währung warf keine grossen Wellen an den Devisenmärkten.

Der verhältnismässig reibungslose Wechsel zum Euro war an sich nicht überraschend. Schon im Vorfeld der Einführung waren die Märkte zur Überzeugung gelangt, der Euro werde sich als sichere und stabile Währung erweisen. Natürlich können wir die Möglichkeit nie ausschliessen, dass die Stimmung an den Märkten wieder umkippen wird. Wie gross ist die Wahrscheinlichkeit, dass die monetäre Umgestaltung Europas Wechselkursbewegungen auslösen wird, die der schweizerischen Wirtschaft schaden könnten?

Die Europäische Zentralbank (EZB), die die Verantwortung für die Geldpolitik des Eurogebiets trägt, hat einen klaren Auftrag: Sie muss in erster Linie für Preisstabilität sorgen. Ich zweifle nicht daran, dass die EZB danach trachten wird, ihren Stabilitätsauftrag möglichst konsequent zu erfüllen. Gelingt es der EZB, die Preisstabilität im Eurogebiet zu bewahren, dürfte sich auch der Wechselkurs des Schweizer Frankens zum Euro in vernünftigen Bahnen bewegen. Allerdings wird die Aufgabe der EZB nicht einfach sein. Verschiedene Entwicklungen könnten die EZB daran hindern, ihren Stabilitätsauftrag konsequent zu erfüllen:

- Die EZB führt ihre Geldpolitik in einem völlig neuen Umfeld, das sich durch einen für das gesamte Eurogebiet einheitlichen Geld- und Kapitalmarkt auszeichnet. Der mit dem Übergang zum Euro verbundene Umbau des europäischen Finanzmarktes dürfte die Aussagekraft der Indikatoren, die die EZB für die Festlegung ihrer Geldpolitik benötigt, schwächen. Die richtige Dosierung der europäischen Geldpolitik dürfte damit zu einem heiklen und pannenrächtigen Problem werden.

- Die EZB muss eine für das gesamte Eurogebiet einheitliche Geldpolitik führen und kann - im Unterschied zu den nationalen Zentralbanken vor 1999 - nicht mehr auf die Besonderheiten der einzelnen Länder Rücksicht nehmen. Wechselkursanpassungen zum Ausgleich regionaler Disparitäten innerhalb des Eurogebiets sind seit Anfang 1999 ausgeschlossen. Der Ausgleich solcher Disparitäten muss deshalb über andere Kanäle erfolgen. Flexible Güter- und Arbeitsmärkte spielen eine besonders wichtige Ausgleichsfunktion. In den meisten Ländern des Eurogebiets leiden indessen besonders die Arbeitsmärkte unter zahlreichen Verkrustungen. Deshalb ist die Möglichkeit nicht auszuschliessen, dass sich die regionalen Disparitäten und damit die Arbeitslosenprobleme innerhalb des Eurogebiets verschlimmern werden. Dies könnte die EZB einem wachsenden Druck aussetzen, von ihrem Stabilitätsauftrag abzurücken und der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit vermehrte Beachtung zu schenken.
- Gesunde Staatshaushalte sind eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche stabilitätsorientierte Geldpolitik. Dank der Notwendigkeit, die Kriterien zur Teilnahme am Euro zu erfüllen, haben die EU-Länder bei der Sanierung ihrer Staatshaushalte in den letzten Jahren grosse Fortschritte gemacht. Damit die EZB ihren Stabilitätsauftrag erfüllen kann, dürfen die Staatshaushalte nach der Einführung des Euro nicht wieder aus dem Lot geraten.

Die EZB steht somit vor beträchtlichen Herausforderungen. Wir können die Möglichkeit nicht ausschliessen, dass ein Vertrauensverlust in den Euro unerwünschte Wechselkursstürbungen auslösen wird. Welche Mittel stehen der Nationalbank zur Verfügung, um die Wirtschaft vor schädlichen Wechselkursausschlägen zu schützen?

2. Handlungsmöglichkeiten der Nationalbank

Wie wir immer wieder betont haben, sind wir unerwünschten Wechselkursausschlägen nicht machtlos ausgeliefert. Grundsätzlich können wir einer übermässig starken Frankenaufwertung mit einer Lockerung der Geldpolitik entgegenwirken. Dabei begeben wir uns allerdings auf eine Gratwanderung: Bei einer allzu starken Lockerung der Geldpolitik laufen wir Gefahr, die Inflation längerfristig anzufachen. Wir haben in der Vergangenheit wiederholt feststellen müssen, dass der Wunsch der Wirtschaft nach einem stabilen Wechselkurs mit unserem Auftrag, die Preisstabilität auch längerfristig zu bewahren, nicht ohne weiteres unter einen Hut gebracht werden kann.

Die Geldpolitik, die wir in den letzten Jahren führten, illustriert deutlich unsere Möglichkeiten und Grenzen bei der Beeinflussung des Wechselkurses. Der kräftige Anstieg der schweizerischen Inflation in den Jahren 1989 und 1990 veranlasste die SNB zur Führung einer restriktiven Geldpolitik. Die inländischen Geldmarksätze stiegen bis Anfang 1990 auf über 9% und verharrten in den folgenden zweieinhalb Jahren im Bereich von 8-9% (Abbildung 1). Als Folge des Zinsanstiegs geriet die Schweiz in eine Rezession, die durch den tiefgreifenden Strukturwandel in der schweizerischen Wirtschaft und den Zwang zu einer Sanierung der öffentlichen Haushalte noch verstärkt wurde. Gegen Ende 1991 begann die Inflation vorerst zögerlich und anschliessend deutlich zurückzugehen. Dies gestattete der SNB, ihre Geldpolitik wieder zu lockern. Ab Sommer 1992 begannen die inländischen Geldmarksätze zu sinken und pendelten sich Ende 1993 auf einem Niveau von rund 4% ein. Anfang 1994 mehrten sich die Anzeichen einer erneuten konjunkturellen Erholung der schweizerischen Wirtschaft. Der Aufschwung entpuppte sich aber als kurzlebig. Schon in der zweiten Hälfte 1994 begann sich das schweizerische Wirtschaftswachstum wieder abzuflachen. Der Grund für den enttäuschenden Gang der schweizerischen Wirtschaft lag in der Wechselkursentwicklung.

Von 1993 bis 1995 wertete sich der Schweizer Franken sowohl nominell als auch real deutlich auf, nachdem er in den Vorjahren häufig zur Schwäche geneigt hatte (Abbildung 2). Die Frankenstärke widerspiegelte hauptsächlich weit verbreitete Zweifel an der Stabilität des künftigen Euro, die Fluchtbewegungen in unsere

Währung auslösten. Im Jahre 1995 erreichte der Höhenflug des Frankens ein Ausmass, das die Konkurrenzfähigkeit der inländischen Industrie ernsthaft beeinträchtigte. Dies führte vor allem 1996 zu einem erneuten Konjunkturunbruch und beschwor in der Schweiz eine eigentliche Deflationsgefahr herauf. Deshalb lockerte die SNB ihre Geldpolitik im Frühjahr 1995 weiter. Das Wachstum der Geldaggregate beschleunigte sich in der Folge markant (Abbildung 3), und die Geldmarktzinsen fielen bis Ende 1995 auf unter 2%. Seither hat die SNB ihren Kurs in mehreren Schritten noch stärker gelockert; gegenwärtig liegen die Geldmarktzinsen leicht unter 1%.

Die geldpolitische Kursänderung beeinflusste den Wechselkurs nicht sofort. Der Franken schwächte sich erst ab Ende 1995 - zuerst nur bescheiden und von August 1996 bis Januar 1997 nach einer weiteren Lockerung der geldpolitischen Zügel beschleunigt - wieder ab. Anfang 1997 kam auch die schweizerische Konjunktur erneut in Fahrt. Sowohl 1997 als auch 1998 erreichte die schweizerische Wirtschaft ansehnliche Wachstumsraten, und die Arbeitslosigkeit bildete sich zurück. Trotz der Konjunkturerholung blieben die Preise in der Schweiz stabil. Dieses günstige Bild wird allerdings durch die Krise in Ostasien, Russland und Südamerika getrübt, die gegenwärtig auch das Wirtschaftswachstum in der Schweiz und in unseren Nachbarländern beeinträchtigt. Es ist indessen schwierig, die Wirkungen der internationalen Krise auf die schweizerische Wirtschaft zuverlässig vorauszusagen, da einer markanten Abschwächung der Exporttätigkeit eine immer noch robuste Entwicklung der Binnennachfrage gegenübersteht. Wir rechnen nach wie vor mit einem Rückgang des schweizerischen realen Bruttoinlandsprodukts von gut 2% im Jahre 1998 auf etwa 1,5% 1999.

Interessanterweise übte sowohl die Asienkrise als auch die Einführung des Euro lediglich eine beschränkte Wirkung auf den Wechselkurs des Schweizer Frankens aus. Dieser befindet sich real nur auf einem leicht höheren Niveau als Anfang 1997 (Abbildung 2). Die trotz der internationalen Wirren beträchtliche Stabilität des Wechselkurses ist vor allem der grosszügigen schweizerischen Geldpolitik zu verdanken. Mit den niedrigen inländischen Geldmarktzinsen trägt die SNB dazu bei, die Attraktivität des Frankens als internationale Fluchtwährung zu vermindern.

Die bisherigen Ausführungen zeigen, dass die SNB über die geldpolitischen Mittel verfügt, um einer unerwünschten Frankenaufwertung entgegenzuwirken. Ich möchte aber dennoch davor warnen, die Möglichkeiten der SNB in der Wechselkurspolitik zu überschätzen. Die SNB kann zwar ihre Geldpolitik jederzeit auf die Stabilisierung des Wechselkurses ausrichten. So haben wir seit 1996 einen unerwünschten Kursanstieg des Frankens wiederholt dadurch gebremst, dass wir den Geldmarkt grosszügig mit Liquidität versorgten. Bei einem extremen Aufwertungsdruck könnten wir sogar noch einen Schritt weitergehen und den Frankenkurs - wie wir dies im Herbst 1978 taten - vorübergehend fixieren. Die vorübergehende Fixierung des Wechselkurses hätte aber eine unangenehme Konsequenz: Die SNB verlöre die Kontrolle über die Entwicklung der Geldmenge. Weitete sich die Geldmenge übermässig aus, schüfe die SNB ein neues Inflationspotenzial. Sie müsste damit die Stabilisierung des Wechselkurses um den Preis eines späteren Inflationsanstiegs erkaufen.

Aus diesem Grunde darf die SNB bei ihren Aktionen am Devisenmarkt ihren Hauptauftrag, das Preisniveau stabil zu halten, nicht aus den Augen verlieren. In der Vergangenheit gelang es der SNB nicht immer, den Wunsch weiter Kreise der Wirtschaft nach einem stabilen Wechselkurs mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang zu bringen. Besteht auch gegenwärtig ein solcher Zielkonflikt? Im Gegensatz zu vergleichbaren Situationen in der Vergangenheit befinden wir uns gegenwärtig in einer ziemlich bequemen Lage. Die Gefahr eines Wiederaufflammens der Inflation ist gering. Die Indikatoren wie die Geldmengenentwicklung, die Aufschluss über die künftigen Preisbewegungen geben, weisen nicht auf eine Inflationsgefahr hin.

Die vergleichsweise bequeme Lage, in der sich die SNB befindet, ist vor allem ihrer konsequenten, auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichteten Geldpolitik von Anfang der neunziger Jahre zu verdanken. Mit der Unterdrückung der Inflation erweiterte die SNB ihren Spielraum bei der Bekämpfung unerwünschter Wechselkursausschläge. Manche Kommentatoren werfen der SNB vor, sie habe in der ersten Hälfte der neunziger Jahre einen zu harten Kurs gesteuert. Diese Kritiker übersehen, dass mit der damaligen restriktiven Geldpolitik und der Wiederherstellung der Preisstabilität überhaupt die Voraussetzungen geschaffen

wurden, die es der SNB heute ermöglichen, die schweizerische Wirtschaft in einem beträchtlichen Ausmass vor unerwünschten Wechselkursausschlägen zu schützen.

Deshalb muss die SNB alles daran setzen, die Preisstabilität in der Schweiz auch längerfristig zu bewahren. Es gibt Kommentatoren, die behaupten, ein bisschen Inflation sei für die Wirtschaft eine Wohltat, da man damit die schädlichen Wirkungen extremer Wechselkursschwankungen und anderer unerwünschter Schocks mildern könne. Solche Empfehlungen stossen ins Leere. Das Preisniveau ist nicht eine Grösse, die die SNB präzise steuern kann. Erliegt die SNB der Versuchung, «ein bisschen» Inflation zu tolerieren, läuft sie Gefahr, sich einen wesentlich grösseren Inflationsanstieg einzuhandeln, als ihr lieb ist. Damit engt sie auch den Spielraum zur Abwehr schädlicher Schocks ein. Die SNB kommt nicht darum herum, sich in erster Linie um die Bewahrung der Preisstabilität zu kümmern.

Die SNB ist somit durchaus in der Lage, unerwünschten Wechselkursschwankungen entgegenzutreten. Dennoch wird in der Schweiz wie auch in anderen kleinen Ländern die Frage nach dem Sinn einer eigenständigen inländischen Geldpolitik aufgeworfen. Wäre die Schweiz nicht besser beraten, den Franken dauernd an den Euro zu binden, als danach zu trachten, eine eigenständige Geldpolitik zu führen? Ich möchte im folgenden versuchen, diese Frage zu beantworten. Ich befasse mich vorerst mit den Vorteilen einer Anbindung und gehe anschliessend zu den Nachteilen über.

3. Vorteile einer Anbindung an den Euro

Die Vorteile einer Anbindung des Frankens an den Euro liegen auf der Hand: Der fixe Wechselkurs erleichtert die Aufgabe der im Export und Import tätigen Unternehmen. Diese verfügen über eine höhere Gewissheit in bezug auf die Preise, zu denen sie ihre Produkte im Ausland absetzen bzw. erwerben können. Sie können damit ihre Produktion und ihre Investitionen besser planen und das Risiko unternehmerischer Fehlentscheide verringern. Allerdings entstehen immer noch Kosten beim Tausch von ausländischen Währungen in Schweizer Franken und umgekehrt. Die Transaktionskosten im Devisenhandel entfielen nur, wenn die Schweiz nicht nur den

Franken an den Euro bände, sondern den Euro anstelle des Frankes als gesetzliches Zahlungsmittel einführt.

Mit der Anbindung des Frankens an den Euro verschwinden die Wechselkursschwankungen natürlich nicht vollständig. Solche Schwankungen würden immer noch in zwei Formen auftreten. Zum einen würde nur der Wechselkurs gegenüber dem Eurogebiet stabilisiert. Der überwiegende Teil des gesamten schweizerischen Aussenhandels würde indessen über einen fixen Wechselkurs abgewickelt: Im Jahre 1998 entfielen 55% der schweizerischen Güterexporte und gut 70% der entsprechenden Importe auf das Eurogebiet. Zum anderen könnten die schweizerischen Behörden lediglich den *nominellen* Wechselkurs gegenüber dem Euro fixieren, nicht aber den für die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft bedeutsamen *realen* Wechselkurs. Damit stellt sich die Frage, ob mit der Fixierung des nominellen Wechselkurses auch dessen realer Wert stabil gehalten werden könnte.

Die Erfahrungen vieler Länder mit flexiblen Wechselkursen deuten darauf hin, dass die kurz- und mittelfristigen Bewegungen des realen Wechselkurses um seinen langfristigen Trend vor allem durch entsprechende nominelle Veränderungen bestimmt werden. Die Volatilität des realen Frankenkurses dürfte deshalb mit dem Übergang zu einem Fixkurssystem deutlich zurückgehen. Allerdings könnten reale Kursschwankungen - zumindest in einem beschränkten Umfang - auch nach der Bindung des Frankens an den Euro auftreten, sofern sich das Preisniveau in der Schweiz nicht parallel zu jenem im Eurogebiet bewegt. So zeigt das Beispiel Kanadas, dass selbst innerhalb eines einheitlichen Währungsgebiets Inflationsunterschiede und damit reale «Kursschwankungen» existieren können.

Während die Fixierung des nominellen Wechselkurses zur Stabilisierung der kurz- und mittelfristigen Schwankungen des realen Aussenwerts unserer Währung beitragen dürfte, gelten für die lange Frist andere Regeln. Langfristig besteht nur eine lose Beziehung zwischen dem nominellen und realen Wechselkurs. So befinden sich zwar seit Mitte der siebziger Jahre sowohl der nominelle als auch der reale Frankenkurs auf einem Aufwärtstrend. Dabei kletterte der nominelle Frankenkurs aber wesentlich stärker in die Höhe als sein realer Wert. Der Grund für dieses

Entwicklungsmuster liegt in der Tatsache, dass die Inflation in der Schweiz tendenziell niedriger war als im Ausland. Die nominelle Aufwertung spiegelte deshalb zu einem grossen Teil die Inflationsunterschiede zwischen dem Ausland und der Schweiz. Sie ging indessen vor allem in den siebziger Jahren über das durch die Inflationsdifferenzen gegebene Mass hinaus. Dabei gilt es zu beachten, dass der langfristige Anstieg des realen Frankenkurses (Abbildung 2) wenig mit der Geldpolitik und anderen monetären Einflüssen zu tun hat. Er erklärt sich vielmehr aus der Entwicklung der relativen Preise von Gütern und Dienstleistungen, die nur am schweizerischen Binnenmarkt produziert und abgesetzt werden. Diese stiegen - im Verhältnis zu den Preisen international gehandelter Produkte - in der Schweiz stärker als im Eurogebiet. Die relativ kräftige schweizerische Teuerung bei den nur am Binnenmarkt gehandelten Produkten ist wahrscheinlich vor allem auf das vergleichsweise knappe inländische Angebot an Wohnraum und den mangelnden Wettbewerb auf dem schweizerischen Binnenmarkt zurückzuführen. Der langfristige Anstieg des realen Frankenkurses bedeutet somit nicht, dass sich die Konkurrenzfähigkeit der schweizerischen Exportindustrie über die vergangenen zwei Jahrzehnte hinweg tendenziell verschlechtert hat.

4. Nachteile einer Anbindung

Dem Vorteil der grösseren realen Wechselkursstabilität stehen zwei gewichtige Nachteile einer Anbindung des Frankens an den Euro gegenüber. Zum einen verschwände mit der Anbindung der Zinsbonus auf dem Schweizer Franken. Zum anderen verlöre die SNB vollständig ihre Fähigkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu führen.

Die Zinssätze liegen in der Schweiz bekanntlich auf einem tendenziell tieferen Niveau als in allen anderen europäischen Ländern. Dabei ist dieses Muster bei den langfristigen Zinssätzen ausgeprägter als bei den kurzfristigen, die besonders stark von der Geldpolitik der SNB und von der jeweiligen konjunkturellen Verfassung der schweizerischen Wirtschaft abhängen. Die Erträge auf langfristigen Frankenanlagen sind tiefer als anderswo in Europa, selbst wenn beim Vergleich die realen Kapitalgewinne und -verluste, die als Folge von Wechselkurs- und Preisänderungen

anfallen, berücksichtigt werden. Die Abbildung 4 zeigt den Verlauf der realen langfristigen Zinsdifferenz zwischen Deutschland und der Schweiz. Daraus ist ersichtlich, dass die reale Zinsdifferenz immer noch 1-2 Prozentpunkte beträgt, auch wenn sie sich über die letzten drei Jahrzehnte hinweg tendenziell zurückgebildet hat. Über die Gründe für den Zinsbonus auf dem Schweizer Franken streiten sich die Experten. Wahrscheinlich trägt der hohe Ertragsbilanzüberschuss dazu bei, die Zinsen in der Schweiz tief zu halten. Nach meiner Meinung liegt der Hauptgrund aber in der traditionellen Stabilität des Schweizer Frankens, die unsere Währung zu einem attraktiven Diversifikationsinstrument für die internationalen Anleger macht.

Fixierte die Schweiz den Wechselkurs des Schweizer Frankens gegenüber dem Euro, ginge der Zinsbonus mit der Zeit verloren. Die internationalen Anleger würden den Euro und den Schweizer Franken fortan als perfekte Substitute betrachten; der Anreiz, in unsere Währung zu diversifizieren, entfiere. Anlagen in Euro und Schweizer Franken von gleicher Qualität und gleicher Laufzeit müssten auch die gleichen Erträge abwerfen. Die schweizerischen Zinsen würden sich an jene im Eurogebiet angleichen und würden im wesentlichen durch die EZB bestimmt. Die SNB wäre nicht mehr in der Lage, die inländische Zinsentwicklung zu beeinflussen und aus eigener Kraft für die Stabilität des Schweizer Frankens zu sorgen.

Die Anpassung der schweizerischen Wirtschaft an ein höheres Zinsniveau wäre nicht kostenlos. Die schweizerische Wirtschaft verlöre einen internationalen Konkurrenzvorteil. Die höheren Zinsen würden die schweizerischen Unternehmen dazu veranlassen, den Kapitaleinsatz in ihrer Produktion zu verringern. Dadurch gerieten die hohen schweizerischen Reallöhne unter Druck. Bund, Kantone und Gemeinden müssten einen Anstieg ihrer Ausgaben in der Form von Zinsen auf ihren Schulden hinnehmen, während die Hausbesitzer die höhere Zinsenlast auf ihren Hypotheken zu spüren bekämen. Die Anpassungskosten, die die schweizerische Wirtschaft als Folge der Zinserhöhung tragen müsste, dürfen nicht unterschätzt werden. Sie müssten den Vorteilen, die aus der Anbindung an den Euro erwachsen, gegenübergestellt werden.

Der zweite wesentliche Nachteil, der völlige Verlust der geldpolitischen Autonomie, wird in der öffentlichen Diskussion häufig heruntergespielt. So hört man etwa das

Argument, die SNB habe sich schon bisher eng an die Deutsche Bundesbank angelehnt und stehe heute im Schatten der EZB. Ferner verlaufe die Konjunkturentwicklung in der Schweiz in der Regel parallel zu jener in Deutschland. Damit sei die SNB auch nicht gezwungen, eine Geldpolitik zu führen, die wesentlich von jener der Bundesbank bzw. der EZB abweiche.

Die Kommentatoren, die die Notwendigkeit einer eigenständigen schweizerischen Geldpolitik in Frage stellen, übersehen allerdings einen wichtigen Punkt: Bei der Diskussion um den Sinn und Unsinn einer eigenständigen Geldpolitik liegt der Teufel - wie so oft - im Detail. Es ist zwar richtig, dass zwischen der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland und der Schweiz in der Regel eine grosse Übereinstimmung besteht. Wissenschaftliche Untersuchungen bestätigen diesen Sachverhalt. Ferner verfolgt die EZB wie schon früher die Deutsche Bundesbank die gleichen geldpolitischen Ziele wie die SNB. Angesichts der Ähnlichkeit der geldpolitischen Ziele und des wirtschaftlichen Umfelds erstaunt es nicht, dass die SNB häufig den gleichen Kurs steuert wie die EZB bzw. die Deutsche Bundesbank.

Dieser Tatbestand darf aber nicht zum Schluss verleiten, die SNB ahme lediglich die Politik unserer Schwesterinstitute im Norden nach. Betrachten wir die schweizerische Geldpolitik der letzten Jahre, wird ersichtlich, dass die SNB - trotz aller Ähnlichkeit im Grundsätzlichen - wiederholt ihren Spielraum für einen eigenständigen Kurs ausschöpfte. So lockerte sie ihre Geldpolitik vom Sommer 1992 bis Ende 1993 rascher als die Deutsche Bundesbank. Deshalb sanken auch die Geldmarktzinsen in der Schweiz schneller als in Deutschland; in dieser Periode erreichte der Zinsunterschied zu Deutschland zeitweise 3 Prozentpunkte (Abbildung 1). Die Bundesbank war gezwungen, einen restriktiveren Kurs zu steuern als die SNB, da sich die Teuerung in Deutschland nicht so rasch und nachhaltig zurückbildete wie in der Schweiz. Als Folge des vorübergehenden Wirtschaftsbooms, den die Wiedervereinigung ausgelöst hatte, stieg die Inflation in Deutschland im Jahre 1993 erneut auf über 4%, während sie sich in der Schweiz weiter zurückbildete. Der Zinsunterschied zu Deutschland blieb in den Folgejahren erhalten. Auch gegenwärtig liegen die Geldmarktzinsen in der Schweiz immer noch unter jenen in Deutschland bzw. im Eurogebiet. Wie ich schon ausführte, verfolgt die SNB angesichts der eher verhaltenen konjunkturellen Erholung der schweizerischen Wirtschaft weiterhin eine

expansive Geldpolitik. Sie trägt damit den spezifischen wirtschaftlichen Schwierigkeiten der Schweiz, die seit einigen Jahren einen im Vergleich zu anderen europäischen Ländern besonders schmerzvollen Strukturwandel durchläuft, Rechnung.

Mit der Bindung des Frankens an den Euro müssten die schweizerischen Geldmarktzinsen auf das Niveau im Eurogebiet steigen und könnten von der SNB nicht mehr autonom verändert werden. Ich brauche nicht speziell darauf hinzuweisen, dass ein solcher Zinsschub völlig verkehrt in der gegenwärtigen konjunkturellen Landschaft läge. Man kann natürlich einwenden, dass mit der Anbindung die Schweiz wirtschaftlich noch enger in das Eurogebiet integriert würde. Damit würde auch die Notwendigkeit einer eigenständigen schweizerischen Geldpolitik schwinden. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass sich die wirtschaftlichen Voraussetzungen für eine völlige Aufgabe unserer geldpolitischen Autonomie sofort einstellen würden. Aus diesem Grunde ist die SNB wohl beraten, ihre Eigenständigkeit nicht leichtfertig aus der Hand zu geben.

5. Schlussbemerkung

Die SNB dient den Gesamtinteressen der Schweiz am wirksamsten mit einer eigenständigen Geldpolitik. Führt sie einen eigenständigen Kurs, ist sie auch in der Lage, bei der Festlegung der Geldpolitik auf die besonderen Bedürfnisse der schweizerischen Bevölkerung und Wirtschaft Rücksicht zu nehmen. Die SNB kann aber nur dann eine wirksame eigenständige Geldpolitik führen, wenn sie den Wechselkurs des Schweizer Frankens grundsätzlich frei schwanken lässt. Dabei ist es möglich, dass sich der Schweizer Franken in einem unerwünschten Ausmass aufwertet und der schweizerischen Wirtschaft Schaden zufügt. Wie ich zu zeigen versuchte, steht die SNB solchen Entwicklungen nicht machtlos gegenüber. Richtet sie ihre Geldpolitik auf die Stabilisierung des Wechselkurses aus, muss sie darauf achten, dass sie die Geldpolitik nicht zu stark lockert und damit ein neues Inflationspotenzial schafft.

Mit der Anbindung des Frankens an den Euro würde die Gefahr von schädlichen Wechselkursausschlägen wesentlich verringert. Die höhere Wechselkursstabilität müsste aber um den Preis eines Verlustes der geldpolitischen Autonomie erkaufte werden. Die schweizerische Geldpolitik würde nicht mehr durch die SNB, sondern durch die EZB bestimmt. Der Zinsbonus auf dem Schweizer Franken würde verschwinden. Die Attraktivität des Frankens als Anlagewährung hinge nicht mehr von der Glaubwürdigkeit und vom guten Ruf der SNB ab; die Qualität der in Frankfurt geführten Geldpolitik wäre fortan allein massgebend.

Gelegentlich wird darüber spekuliert, wie lange die Schweiz noch an einer eigenständigen Geldpolitik festhalten werde. Ich verzichte auf eine eigene Prognose. Nach meiner Meinung gibt es keinen Grund, unsere eigenständige Geldpolitik aufzugeben, solange die Schweiz ausserhalb der Europäischen Union bleibt. Ein Beitritt unseres Landes zur Europäischen Union würde die Lage natürlich ändern. Schliesse sich die Schweiz der Europäischen Union an, übernehme sie wahrscheinlich auch den Euro und verlöre damit ihre geldpolitische Autonomie. Ein rascher Beitritt der Schweiz zur Europäischen Union ist allerdings nach wie vor unwahrscheinlich.

Abbildung 1

Schweizerische und deutsche Geldmarktsätze

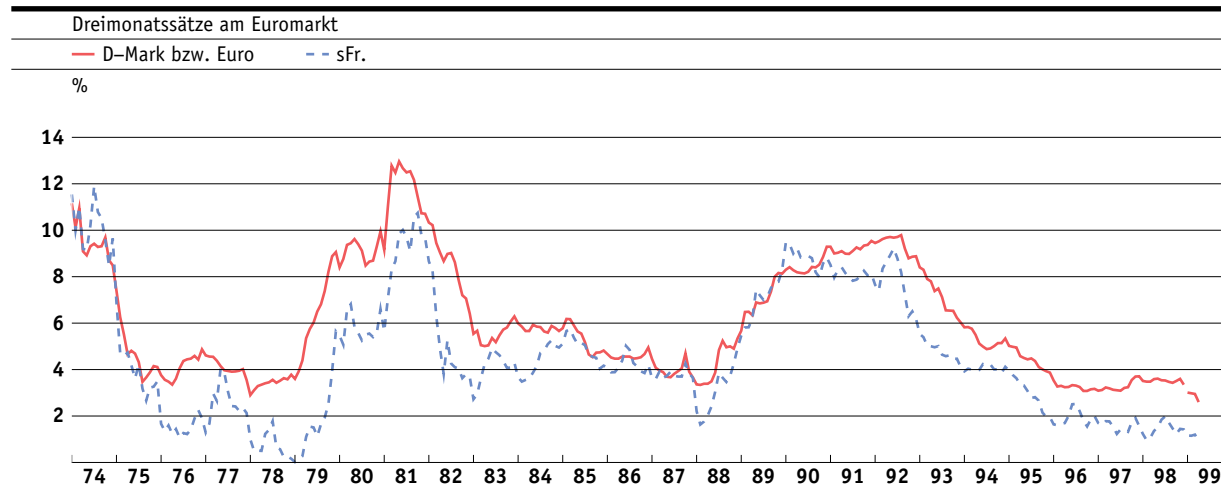


Abbildung 2

Reale Wechselkurse des Schweizer Franken

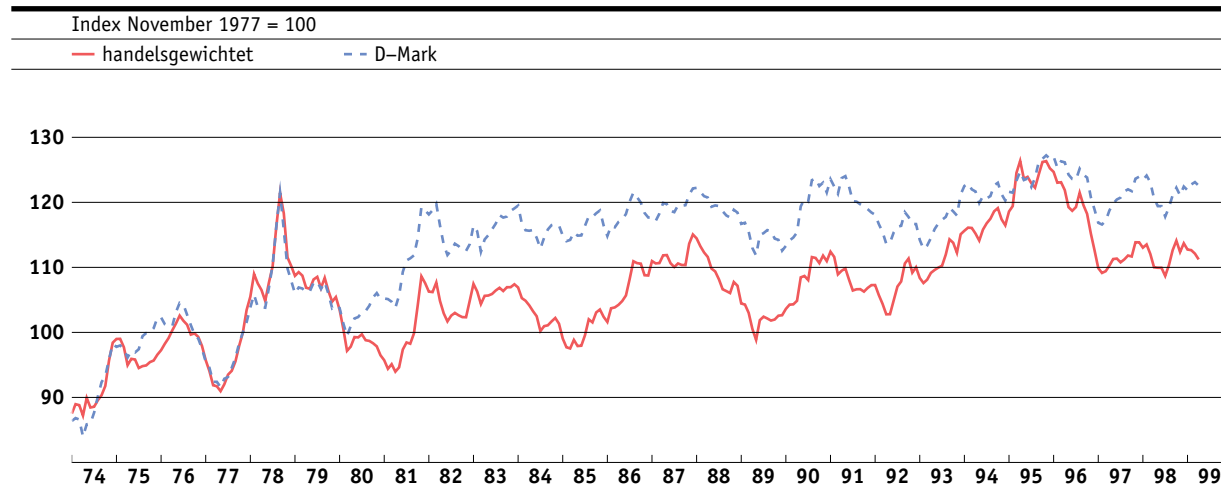
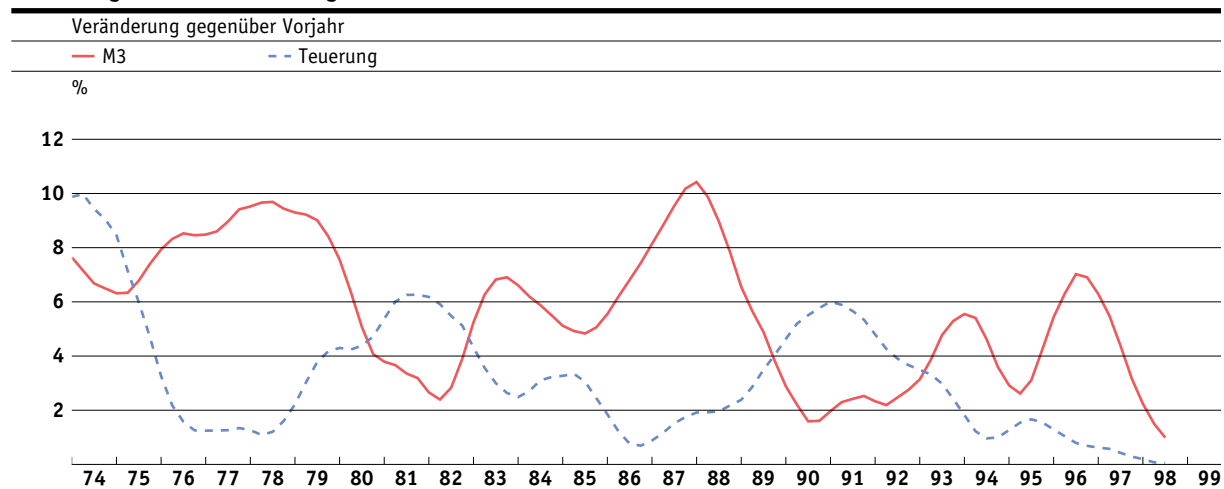


Abbildung 3

Geldmenge M3 und Teuerung



Reale und nominelle Differenzen langfristiger Zinssätze

