

Erfahrungen und Erwartungen einer Notenbank ausserhalb der Eurozone

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der
Schweizerischen Nationalbank

47. Kreditpolitische Tagung der Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen

Frankfurt

Mittwoch, 7. November 2001

Die Veranstalter dieser Tagung haben mich eingeladen, über die Erfahrungen und Erwartungen einer Notenbank ausserhalb der Eurozone zu sprechen. Als Notenbankier werde ich vor allem geldpolitische und monetäre Aspekte behandeln. Als Vertreter der Schweizerischen Nationalbank werde ich mich am Beispiel meines eigenen Landes orientieren; dies ganz einfach deshalb, weil mir dieser Fall am vertrautesten ist. Die Schweiz ist in dem Sinn ein besonderer Vertreter der europäischen Nicht-Euro-Länder, als sie – nimmt man das zum schweizerischen Währungsgebiet gehörende Liechtenstein hinzu – als einziges Land lückenlos an die Eurozone grenzt. Zudem ist unsere wirtschaftliche Integration mit dem Gebiet der Währungsunion sehr stark. 53 Prozent unserer Exporte gehen in die Euroländer und 71 Prozent unserer Importe stammen aus der Eurozone. Die Schweiz ist damit wahrscheinlich ein Land, das die Auswirkungen der Europäischen Währungsunion besonders rasch und direkt gespürt hat.

Franken-Euro-Verhältnisse: Wechselkurs und Zinsdifferenz

Die Einführung des Euro vor knapp drei Jahren wurde auch in der Schweiz breit diskutiert. Selbst die populäreren Medien befassten sich ausführlich mit den möglichen Konsequenzen der neuen Währung für unser Land.

Eine grosse Sorge war stets die Wechselkursstabilität. Viele Beobachter erwarteten, dass mit grossen Schwankungen des Euro-Franken Kurses zu rechnen sei, wenn die Nationalbank auch in Zukunft eine eigenständige Politik betreiben wolle. Sie gingen davon aus, dass die EZB nicht mit der Bundesbank gleichgesetzt werden könne, und dass damit die Schwankungen zwischen dem Euro und dem Schweizer Franken stärker sein würden als diejenigen zwischen der D-Mark und dem Franken.

Wie sich herausstellte, bewahrheitete sich diese Befürchtung nicht. Wohl hatte die Nationalbank anfänglich signalisiert, dass sie grössere Bewegungen des Frankenkurses in der Einführungsphase der neuen Währung unterbinden werde. Der Kurs blieb aber auch nach dem ersten Quartal 1999 weitgehend stabil. Insgesamt veränderte sich der Aussenwert des Frankens vom Zeitpunkt der Einführung des Euro Anfang 1999 bis ins Frühjahr 2001 kaum. Anschliessend stieg er leicht an und liegt heute – nach einem kurzen und scharfen Ausschlag unmittelbar nach den Terroranschlägen vom 11. September – um gut 7% über dem Stand vor knapp drei Jahren. Da die Inflation in der Eurozone im gleichen Zeitraum etwas höher lag als in der Schweiz, ist die reale Wechselkursveränderung jedoch nur etwa halb so gross wie die nominelle. Die Schwankungen des realen Wechselkurses des Frankens gegenüber dem Euro fielen

somit bis heute moderat aus. Insgesamt waren sie sogar etwas geringer als die Schwankungen, die wir von 1973 bis 1998 zwischen dem Franken und der D-Mark zu verzeichnen hatten.

Eine andere Befürchtung war vor drei Jahren oft zu hören: Dass nämlich die Zinsdifferenz zwischen Euro- und Frankenanlagen nach und nach verschwinden würde. In den letzten dreissig Jahren lag das Zinsniveau der Schweiz, von kürzeren Ausnahmephasen abgesehen, stets unter dem Zinsniveau der übrigen europäischen Länder. Selbst Deutschland, das über diesen Zeitraum eine ähnliche Inflationsentwicklung aufweist wie die Schweiz, sah sich in der Regel mit deutlich höheren Zinssätzen konfrontiert.

Die Sorge um eine Angleichung des schweizerischen Zinsniveaus an das ausländische war im Grunde das Gegenstück zur Befürchtung einer höheren Wechselkursvolatilität. Sie basierte vor allem auf der Überlegung, die Schweiz könne sich letztlich grosse Wechselkursschwankungen zwischen Franken und Euro nicht erlauben. Die Nationalbank werde – so diese Überlegung – ihre Geldpolitik deshalb stark an jene der EZB anlehnen. Entsprechend gering werde das Wechselkursrisiko sein, was sich zwangsläufig in einer allmählichen Anhebung des schweizerischen Zinsniveaus auf jenes in der Eurozone niederschlagen müsse.

Entgegen dieser Prognose hat sich die Zinsdifferenz jedoch recht gut gehalten. Unsere kurzfristigen Zinssätze liegen um rund 1,5 Prozentpunkte unter den Sätzen am Euro Geldmarkt. Bei den langfristigen Staatsanleihen, die für einen Vergleich aussagekräftiger sind, liegt die Differenz in einer ähnlichen Grössenordnung. Der Zinsunterschied zwischen dem Franken und dem Euro ist somit nach wie vor bedeutend.

Die fortdauernde Zinsdifferenz zwischen Franken und Euroanlagen zeigt, dass die verhältnismässig geringe Wechselkursvolatilität zwischen dem Franken und dem Euro nicht auf eine gezielte Anlehnung der schweizerischen Geldpolitik an die Politik der EZB zurückzuführen ist. Der Grund ist vielmehr in ähnlichen Fundamentaldaten zu suchen. So wie die Konjunktur in der Eurozone wurde auch die schweizerische Konjunktur Ende der neunziger Jahre von der weltweiten Beschleunigung des Wirtschaftswachstums relativ spät erfasst. Beide Währungen werteten sich daher gegenüber dem Dollar ab, schwankten aber untereinander während längerer Zeit nur wenig. Solche Phasen grosser Wechselkursstabilität waren auch früher schon zwischen Franken und D-Mark festzustellen gewesen.

Da die Schweiz wirtschaftlich eng mit der Eurozone verflochten ist, dürften die konjunkturellen Verhältnisse unseres Landes auch in Zukunft oft ähnlich sein wie jene in der Eurozone. Aus diesem Grund dürfte auch die Nationalbank häufig eine vergleichbare Geldpolitik verfolgen wie die EZB. Dennoch sollte der Wert unserer geldpolitischen Autonomie nicht unterschätzt werden. Sie erlaubt uns, den spezifischen Bedürfnissen der Schweizer Wirtschaft Rechnung zu tragen. Dies wäre uns nicht mehr möglich, wenn wir den Franken an den Euro binden und die Geldpolitik nach Frankfurt delegieren würden. Es ist deshalb weiterhin davon auszugehen, dass wir uns bei der Nationalbank veranlasst sehen könnten, einen von der EZB abweichenden Kurs zu steuern. Die Zinsdifferenz zwischen dem Franken und dem Euro zeigt, dass auch die Märkte sich dieser Sachlage bewusst sind.

Geldpolitisches Konzept

Wir haben Ende 1999, d.h. ein knappes Jahr nach der Einführung des Euro, unser geldpolitisches Konzept angepasst. Für diese Erneuerung waren andere Gründe als die Europäische Einheitswährung ausschlaggebend. Dennoch möchte ich kurz darlegen, was wir unter einer eigenständigen Politik verstehen und welche Rolle der Wechselkurs im unserem Konzept spielt.

Im Zentrum des geldpolitischen Konzepts der Nationalbank steht eine Inflationsprognose über drei Jahre. Sie wird dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität gegenübergestellt, wobei wir Preisstabilität wie die EZB als Teuerung unter 2 Prozent definieren. Die geldpolitischen Leitzinsen werden so gesetzt, dass die Preisstabilität mittelfristig erhalten bleibt.

Die Inflationsprognose basiert auf einer breiten Erfassung aller relevanten Informationen. Dabei wird natürlich auch die Wechselkurslage berücksichtigt. Der Wechselkurs hat damit in der praktischen Geldpolitik den Stellenwert, der ihm im Hinblick auf das Ziel der mittelfristigen Erhaltung der Preisstabilität zukommt. Der Stellenwert ist in einer offenen Volkswirtschaft wie der schweizerischen zwar grösser als in einer verhältnismässig geschlossenen Volkswirtschaft, doch ist der Wechselkurs für sich weder ein Haupt- noch ein Nebenziel. Er fügt sich vielmehr in die Gesamtbeurteilung der Situation ein, die in die mittelfristige Inflationsprognose mündet. Er ist somit ein Element der geldpolitischen Rahmenbedingungen.

Im Einzelfall kann der Wechselkurs selbstverständlich eine wichtige oder gar ausschlaggebende Rolle spielen. Dies war beispielsweise beim jüngsten Zinsentscheid

der Nationalbank der Fall, den wir am 24. September aufgrund einer massiven und sehr raschen Höherbewertung des Frankens am Devisenmarkt fällten – nur eine Woche, nachdem bereits eine erste Zinssenkung um 50 Basispunkte erfolgt war. Die zweite Reduktion in gleichem Ausmass wurde von uns damit begründet, dass die Höherbewertung des Frankens – er wertete sich innerhalb einer Woche um 6% auf – vor dem Hintergrund einer deutlichen Konjunkturabschwächung die monetären Bedingungen in einem unerwünschten Masse verschärft habe.

Der Einfluss des Wechselkurses lässt sich auch an der Art und Weise ersehen, wie wir den operationellen Teil unseres geldpolitischen Konzepts ausgestaltet haben. So verwenden wir für die Bekanntgabe unserer geldpolitischen Entscheide nicht einen einzelnen Zinssatz, sondern ein Zinszielband. Das Band weist eine Breite von 100 Basispunkten auf und liegt gegenwärtig bei 1,75 bis 2,75 Prozent. Der Zinssatz ist zudem nicht wie in vielen anderen Ländern ein Tagesgeldzinssatz, sondern ein dreimonatiger Zinssatz, nämlich der dreimonatige Frankenzinssatz am Interbankenmarkt in London (3M-Libor). Beide Elemente – das Zinsband und die dreimonatige Laufzeit – schaffen einen gewissen Spielraum. Sie erlauben es, auf Störungen am Devisenmarkt zu reagieren oder kleinere Störungen über die Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktzinsen zu absorbieren, ohne dass sogleich geldpolitisch relevante Zinsentscheide gefällt werden müssen.

Der Franken als nationale und als internationale Währung

Als nächstes möchte ich die Auswirkungen der Schaffung der Eurozone auf die Rolle des Frankens als Transaktions- und Investitionswährung erörtern. Gleich eingangs möchte ich betonen, dass unsere Fähigkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu betreiben, durch allfällige Veränderungen dieser Rolle nicht gefährdet ist. Seit wir keine geldmengenorientierte Geldpolitik mehr betreiben, ist die Stabilität der Frankennachfrage für die Umsetzung der Geldpolitik zudem nicht mehr von erstrangiger Bedeutung.

Dennoch hat eine veränderte Rolle des Frankens für unsere Arbeit natürlich eine Reihe direkter und indirekter Folgen, und wir beobachten die Entwicklung deshalb aufmerksam.

Was lässt sich über die Auswirkungen des Euro auf die Rolle des Frankens bisher sagen? Im internationalen Bereich deuten alle verfügbaren Indikatoren darauf hin, dass der Franken nach wie vor stark verwendet wird. An den Devisenmärkten hat sich der Anteil der Transaktionen mit Frankenbeteiligung zwar leicht verringert, doch bleibt der Franken in diesem Bereich gleich wie in der BIZ-Statistik der ausstehenden internationalen Schuldtitel

an fünfter Stelle hinter dem amerikanischen Dollar, dem Euro, dem Yen und dem britischen Pfund. Die Statistik der von Schweizer Banken verwalteten Wertschriftendepots von Kunden zeigt ein ähnliches Bild. Obwohl der Frankenanteil leicht gesunken ist, bleibt er nicht nur bei den Depots der inländischen, sondern auch bei jenen der ausländischen Kunden beträchtlich (61 Prozent bzw. 35 Prozent).

Es wäre falsch, die in den letzten drei Jahren beobachteten Veränderungen der Frankenanteile in erster Linie auf die Einführung des Euro zurückzuführen. Ein moderater Rückgang der internationalen Bedeutung des Frankens hat sich bereits früher abgezeichnet. Der Grund liegt wohl vor allem darin, dass das internationale Währungssystem in den letzten zehn Jahren sicherer geworden ist. Damit verbunden hat die Wechselkursstabilität zwischen den wichtigsten Währungen – Dollar, Yen und Euro (bzw. früher D-Mark) – zu- und die Nachfrage nach Diversifikationswährungen abgenommen.

Man wird sich ferner die Frage nach der Rolle des Euro für die Geschäftstätigkeit der schweizerischen Unternehmungen stellen. Wir haben zu diesem Thema mit Vertretern von grossen und kleinen Firmen direkt und über unsere Zweigstellen immer wieder Gespräche geführt. Daraus ergibt sich ein recht differenziertes Bild.

Veränderungen brachte die Einführung des Euro vor drei Jahren zunächst vor allem für die Exporteure. Ähnlich wie für die Firmen in der Eurozone erleichtert der Euro auch für die schweizerischen Firmen den Preisvergleich. Die höhere Transparenz vereinfacht vor allem den Einkauf. Umgekehrt sind im Verkauf der Möglichkeit, die Preise nach Absatzland zu differenzieren, engere Grenzen gesetzt als früher.

Im Währungsmanagement brachte die Einführung des Euro ebenfalls eine Vereinfachung. Durch die Reduktion von zwölf auf eine Währung verringerte sich die Zahl der zu führenden Fremdwährungskonten. Gleichzeitig sind die Möglichkeiten besser geworden, ein natürliches *hedging* zu betreiben, also Zahlungseingänge und Zahlungsausgänge in einer gegebenen Währung gegenseitig zu verrechnen, womit sich der einem Währungsrisiko ausgesetzte Restbetrag verkleinert.

Bei der Rechnungsstellung sind die Exportfirmen in den letzten Jahren vermehrt dem Wunsch nach gekommen, in Euro zu fakturieren. Dies ist allerdings keine fundamentale Änderung, da bereits früher in D-Mark oder in anderen europäischen Währungen fakturiert worden war. Viele Unternehmungen gehen aber davon aus, dass dieser Prozess noch

nicht abgeschlossen ist und sich in den nächsten Jahren noch verstärken wird. Die Absicherung des Wechselkursrisikos bleibt damit für die Firmen eine wichtige Aufgabe.

Wie sind die Erwartungen nun im Hinblick auf die bevorstehende Einführung des Eurobargeldes? Für die Import- und Exportunternehmungen ändert sich damit nichts. Konsequenzen ergeben sich vor allem für das Gastgewerbe und den Detailhandel in den Grenz- und den Tourismusregionen. Allerdings sind die Folgen nicht so schwerwiegend, wie oft angenommen wird. Zum einen wird ein wesentlicher Teil der Transaktionen mit Kreditkarten und damit bargeldlos abgewickelt. Zum anderen hat man in den Grenz- und Tourismusregionen schon bisher oft ausländische Noten akzeptiert. Mit der Reduktion der Anzahl Fremdwährungen bringt der Euro auch hier eine willkommene Vereinfachung der Liquiditätshaltung. Insgesamt wird aber mit einer deutlichen Zunahme der Gäste und Kunden gerechnet, die in Euro bezahlen wollen. Die Praxis wird zeigen, ob die Geschäfte verbindliche Preise nicht bloss in Franken, sondern auch in Euro nennen werden, oder ob der Europreis bloss indikative Bedeutung haben und der definitive Preis vom aktuellen Wechselkurs abhängen wird.

Der Euro bringt somit für die Importeure und Exporteure ebenso wie für die Geschäfte in Grenz- und Tourismusgebieten eine Umstellung. Dies bedeutet aber keineswegs, dass der Schweizer Franken verschwinden wird. Letztlich geht es hier allein um die Frage, welche Partei das Währungsrisiko trägt. Firmen, die bereit sind in Euro abzurechnen, tragen ein Wechselkursrisiko, das unter anderen Umständen die Gegenpartei getragen hätte. Sie müssen sich deshalb mit der Frage beschäftigen, wie sie das Wechselkursrisiko unter Kontrolle halten wollen. Als Währung wird der Euro im Verkehr zwischen In- und Ausländern eine wichtige und vermutlich wachsende Rolle spielen. Im Verkehr zwischen Schweizern wird jedoch weiterhin der Schweizer Franken dominieren.

Schlussbemerkung

Wo stehen wir also knapp drei Jahre nach der Einführung des Euro? Nach unserer Erfahrung hat die Schaffung des Euro die Möglichkeiten der Schweizerischen Nationalbank, einen eigenständigen geldpolitischen Kurs zu verfolgen, nicht grundlegend verändert. Ich glaube auch nicht, dass der Euro die Vorteile einer eigenständigen Geldpolitik in Frage stellt. Er konfrontiert uns aber, im Zusammenspiel mit den bilateralen Verträgen zwischen der Schweiz und der EU, die in Kürze in Kraft treten sollten, mit einer neuen Situation. Er bedeutet somit für alle Beteiligten eine Herausforderung.

Aus Sicht der Nationalbank waren die Erfahrungen der ersten drei Jahre überwiegend positiv. Die Befürchtungen hinsichtlich Wechselkursvolatilität und Zinsdifferenz, welche die Diskussion vor drei Jahren massgeblich prägten, sind zwar nicht verstummt, sie sind aber doch deutlich relativiert worden. Zudem haben sich die wichtigsten Schweizer Wirtschaftsdaten günstig entwickelt. Die Produktion wuchs per Saldo ungefähr im Gleichschritt mit dem Produktionspotenzial, Vollbeschäftigung wurde wieder erreicht und die Inflation blieb im Rahmen der Zielsetzung. Auch wenn die Schweiz diesen Herbst mit ähnlichen Problemen fertig werden muss wie die meisten Länder, so bleiben die langfristigen Aussichten doch gut. Wir beabsichtigen deshalb, den Weg, den wir in den letzten Jahren verfolgten, fortzusetzen und den geldpolitischen Spielraum, den flexible Wechselkurse bieten, auch künftig behutsam auszuschöpfen.