

# **Unabhängige Geldpolitik inmitten der Eurozone**

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der

Schweizerischen Nationalbank

7. Internationales Finanz- und Wirtschaftsforum ifw

Wien

Donnerstag, 29. November 2001

Zuerst möchte ich mich bedanken, für die Gelegenheit die mir gegeben ist, heute in Wien 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. Die Schweiz – wie Sie wissen – 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 weiterhin 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 vorher 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 Ausnahmephase abgesehen, permanent 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 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 vergleichbaren 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. Ich bin mir bewusst, dass sich die Lage seit dem 11. September auch in dieser Hinsicht – zumindest phasenweise – geändert hat: der Franken wurde zeitweise wieder vermehrt als sicherer Hafen gesehen, was uns zu geldpolitischen Gegenmassnahmen gezwungen hat. Ich gehe davon aus, dass diese Entwicklung

aussergewöhnlichen Umständen zuzuschreiben ist. Sie dürfte deshalb vorübergehenden Charakter haben.

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 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.

## **Der Franken als nationale und als internationale Währung**

Wie hat sich die Schaffung der Eurozone auf die Rolle des Frankens als Transaktions- und Investitionswährung ausgewirkt? 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, deshalb beobachten wir die Entwicklung aufmerksam.

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.

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 nachgekommen, in Euro zu fakturieren. Dies ist allerdings keine fundamentale Änderung, da bereits früher in D-Mark oder in anderen europäischen Währungen fakturiert wurde. 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 nur indikative Bedeutung haben und der definitive Preis vom aktuellen Wechselkurs abhängen wird.

## **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 echte 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 bis vor kurzem 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. Wenn die Probleme in diesem Herbst auch ähnlich sind wie überall, 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.