

**ZINSEN UND WECHSELKURSE ALS THEMEN DER
SCHWEIZERISCHEN GELDPOLITIK**

Prof. Dr. Niklaus Blattner

Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank

Eröffnungssymposium Finanz-Institut Thurgau FITg

Euregio-Institut für monetäre Ökonomik und
Finanzmanagement an der Universität Konstanz

Kreuzlingen, 31. März 2003

Einleitung

Es gäbe ruhigere Momente, sich mit den Zinsen und Wechselkursen als Themen der schweizerischen Geldpolitik auseinanderzusetzen als heute. Gerade jetzt sind Wirtschaft und Finanzmärkte grossen Belastungsproben ausgesetzt. Dasselbe gilt natürlich auch für die Geldpolitik. Doch hätte es wohl kaum einen besseren Zeitpunkt für das Eröffnungssymposium des Finanz-Instituts Thurgau FITg, d.h. des Euregio-Instituts für monetäre Ökonomik und Finanzmanagement an der Universität Konstanz, geben können. Niemand wird jetzt nämlich behaupten können, er nähme an einer Veranstaltung von Glasperlenspielern teil. Damit wird der richtige Akzent gesetzt. Das neue Institut steht für den Praxisbezug. Bearbeitet werden unmittelbar relevante Fragen. Die Antworten sollen nicht bloss aus dem Augenblick heraus gegeben werden, sondern gestützt auf die wesentlichen theoretischen Zusammenhänge und auf die wirtschaftliche Erfahrung. Meine Ausführungen haben diesen Ansprüchen ebenfalls zu genügen.

Weshalb interessieren wir uns für Zinsen und Wechselkurse? Beide wirken auf die Produktion, die Beschäftigung und die Preise, und beide können rasch auf geldpolitische Impulse reagieren.

Deshalb wird die Schweizerische Nationalbank (SNB) immer wieder aufgefordert, auf die Zins- oder Wechselkursfront einzuwirken. Solche Forderungen häufen sich, wenn die Konjunktur nachlässt und ein tieferes Zinsniveau oder ein schwächerer Franken eine Entlastung verspricht.

Ich befasse mich mit Zinsen und Wechselkursen aus einer mittel- bis langfristigen Perspektive. Damit will ich nicht vor der Aktualität fliehen. Vielmehr ist es geradezu das Wesen der Geldpolitik, Entscheide im Licht ihrer mittel- bis langfristigen Auswirkungen zu fällen. Aus aktuellem Anlass werde ich mich ausserdem mit der Geldpolitik bei sehr tiefen Zinssätzen befassen. Ebenso werde ich mich den Möglichkeiten der Deflationsbekämpfung zuwenden.

Wechselkurse

Der Schweizer Frankenwechselkurs bereitete in den letzten Monaten Sorge. Grund war einerseits die deutliche Höherbewertung des Frankens gegenüber dem Dollar und andererseits die Tatsache, dass sich der Franken gegenüber dem Euro seit über einem Jahr auf einem Niveau bewegt, das vielen Exporteuren das Leben schwer macht.

Zwischen diesen aktuellen Sorgen und dem, was der längerfristige Vergleich zeigt, besteht allerdings ein gewisser Kontrast. Zwischen Januar 1999, dem Zeitpunkt der Einführung des Euro, und Dezember 2002 ist der handelsgewichtete nominelle Aussenwert des Frankens zwar um 7% gestiegen. Real, d.h. bereinigt um die Inflationsdifferenz zum Ausland, betrug die Aufwertung des Frankens indessen bloss 2,5%. Dies entspricht einer Aufwertung, die ungefähr im langfristigen Durchschnitt liegt (0,6% pro Jahr seit 1980). Allerdings hat sich im Januar die reale Aufwertung akzentuiert, doch liegt der Franken real nach wie vor unter früheren Höchstständen.

Positiv ist im übrigen, dass der handelsgewichtete reale Frankenkurs seit der Einführung des Euro deutlich weniger stark schwankt als in früheren Perioden.

Nun kann man natürlich einwenden, die Vergangenheit sei kein Massstab und das Niveau und die Volatilität des Frankens seien eben schon damals zu hoch gewesen. Was ist davon zu halten?

Vor 30 Jahren brach das Festkurssystem von Bretton Woods zusammen. Die Schweiz gehörte damals, im Januar 1973, zu den ersten Ländern, die ihre Wechselkursbindung aufgaben und zu flexiblen Wechselkursen übergingen. Der Anlass waren eine massive Überhitzung der Konjunktur und ein Anstieg der Inflationsrate, die bald zweistellig werden sollte. Solange die SNB die festen Wechselkurse verteidigen musste, hatte sie keine Möglichkeit, sich gegen Überhitzung und Inflation zu wehren. Diese Möglichkeit gewann sie erst mit dem Übergang zu einem flexiblen Wechselkurs, der es ihr erlaubte, eine eigenständige Geldpolitik zu führen.

In der Zwischenzeit sind verschiedene Länder – einige vorübergehend, andere dauerhaft – zu einer Wechselkursbindung zurückgekehrt. Ausserdem wurde der Euro eingeführt. Die Frage, ob die Schweiz ihre Währung an den Euro binden solle, wird angesichts der starken Verflechtung unserer Wirtschaft mit dem Euro-Raum immer wieder gestellt.

Was wäre damit gewonnen? Sicher ist, dass die Exporteure in diesem Fall mit einem festen Eurokurs kalkulieren könnten. Die Wechselkursstabilität würde zunehmen. Stabile Wechselkurse sind für die Exporteure vorteilhaft.

Allerdings wird dabei oft zu wenig auf den Unterschied zwischen nomineller und realer Stabilität geachtet. Auf die Dauer wichtiger als der nominelle ist der reale Wechselkurs. Je geringer die Inflation in der Schweiz ist, desto geringer ist real die Aufwertung. Wenn die Inflation in der Schweiz geringer ist als im Ausland, kann der Exporteur von einer tieferen Kostenbasis profitieren. Einer nominellen Aufwertung des Wechselkurses – die ihm

selbstverständlich zunächst Kosten verursacht – kann er die tieferen Arbeits-, Kapital- und Materialkosten in der Schweiz erfolgreich entgegensetzen.

Welche Folgen hätte ein fixer nomineller Wechselkurs für den realen handelsgewichteten Wechselkurs? Hier interessieren zwei Aspekte, erstens die Volatilität und zweitens das Niveau des realen Wechselkurses. Als Folge einer nominellen Anbindung des Frankens an den Euro würde die Volatilität des realen Frankenkurses sinken. Dies wäre wohl der einzige Vorteil eines solchen Schritts. In einem System flexibler Wechselkurse ist die Volatilität des realen Wechselkurses höher als in einem System fester Wechselkurse. Der Grund liegt darin, dass nominelle Wechselkurse volatiler sind als die sehr viel trägeren Güter- und Dienstleistungspreise, welche die realen Wechselkurse bestimmen. Ein fester nomineller Wechselkurs vermindert also die Schwankungen des realen Wechselkurses. Trotzdem kann und wird sich der reale Wechselkurs weiter verändern.

Auf den Trend des realen Wechselkurses hätte die Bindung des Frankens an den Euro demgegenüber jedoch keinen Einfluss. Der reale Wechselkurs wird langfristig nicht durch monetäre, sondern durch reale Faktoren bestimmt. Dazu zählt insbesondere der Ertragsbilanzüberschuss der Schweiz, der beispielsweise im Jahr 2002 rund 12% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) betrug. Der Ertragsbilanzüberschuss drückt den Wechselkurs des Frankens nach oben. Das damit verbundene, beachtliche und wachsende Auslandsvermögen der Schweiz ist Ursache einer ständigen Zusatznachfrage nach Schweizer Franken. Sie ergibt sich als Folge der normalen Repatriierung mindestens eines Teils der Erträge. In Zeiten zunehmender Unsicherheit wird die Bewegung in den Franken erfahrungsgemäss akzentuiert, da es dann darum geht, einen zusätzlichen Teil des Auslandsvermögens gegen wachsende Wechselkursrisiken abzusichern.

Hinter dem traditionell hohen Ertragsbilanzüberschuss steht eine lange Geschichte erfolgreichen schweizerischen Exportierens und Investierens im Ausland. Für beides sind eine hohe Sparneigung, eine hohe Erwerbsquote und eine ständige Bereitschaft, die Produktivität zu steigern die Voraussetzung. Der anhaltende Anstieg des realen Frankenkurses, den wir in den letzten 30 Jahren beobachtet haben, widerspiegelt die Stärke der Schweizer Wirtschaft, d.h., sie ist Ausfluss eines überdurchschnittlichen Willens zur Leistung. Die reale Aufwertung ist also ein Kennzeichen des Erfolgs und kein Schaden für die Volkswirtschaft. Sie ist ein Indikator unseres überdurchschnittlichen Wohlstands. Wir alle profitieren als Konsumenten wie als Produzenten davon, indem wir im Tausch für ausländische Güter weniger eigene Güter und Dienstleistungen hingeben müssen als noch vor 10, 20 oder 30 Jahren. Wenn wir uns von dieser Leistungsbereitschaft und

-fähigkeit verabschieden würden, blieben uns reale Aufwertungen zwar «erspart». Kein Exporteur, der über ein paar Quartale hinausblickt und der sowohl betriebswirtschaftlich als auch volkswirtschaftlich denkt, kann sich dies wünschen.

Ich fasse zusammen und ergänze. Die Vorteile einer Anbindung an den Euro mögen Manchen auf den ersten Blick als verführerisch erscheinen, sie sind aber eine Illusion: Zwar würde der nominelle Wechselkurs fixiert, und die Volatilität des realen Wechselkurses nähme ab. Trotzdem könnte sich kein Exporteur zurücklehnen und sich mit dem Erreichten zufrieden geben, wenn er dauerhaft überleben möchte. Hinzu kämen die Nachteile des Verzichts auf eine eigenständige Geldpolitik. Die SNB wäre nicht mehr in der Lage, die Zinssätze so zu setzen, wie dies den hiesigen Konjunktur- und Inflationsaussichten entspricht. Wie schwer die Preisgabe einer eigenständigen Geldpolitik wiegen kann, zeigt sich gerade heute in Deutschland. Deutschland hängt von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ab. Diese muss sich nach der Inflationsgefahr im ganzen Euroraum ausrichten. Auf die konkreten Bedürfnisse der deutschen Volkswirtschaft, die zur Zeit keine Inflation kennt, kann die EZB nur höchst begrenzt eingehen. Schliesslich ist beizufügen, dass für die Schweiz eine Anbindung des Frankens an den Euro ein gänzlich einseitiger Akt wäre, der keinerlei Mitwirkungsrechte in der EZB mit sich brächte. Der berühmte «autonome Nachvollzug» ist auch für die Geldpolitik kein Erfolgsrezept.

Über die negativen Folgen einer solchen Politik auf die Zinsen in der Schweiz komme ich noch speziell zurück.

Zinsen

Die SNB steuert die Liquiditätsversorgung über die kurzfristigen Zinssätze. Im Vordergrund stehen die Repozinssätze und der Dreimonats-Libor für Schweizer Franken – ein Interbankenzinssatz für Frankenanlagen in London. Mit unseren Geldmarktoperationen steuern wir diesen Zinssatz auf ein Niveau, das die Preisstabilität auf mittlere Sicht, also über zwei bis drei Jahre, gewährleisten soll. Wir wollen mit unserer Politik erreichen, dass weder Inflation noch Deflation auftreten.

Die Ausrichtung auf die Preisstabilität bedeutet keine Missachtung der Produktions- und Beschäftigungsentwicklung. Die SNB ist sich bewusst, dass es die Produktionsleistung ist, die hinter dem Wohlstand unseres Landes steht. Ausserdem können wir unsere Erwartungen über Inflation und Deflation ohne Annahmen über die Produktions- und Beschäftigungsentwicklung gar nicht bestimmen. Wir wissen: Würden wir den Zinssatz zu

hoch ansetzen, so würden wir eine Rezession auslösen und eine Deflation riskieren. Würden wir den Zinssatz zu tief ansetzen und die Wirtschaft mit Liquidität überfluten, so würde uns mittelfristig eine konjunkturelle Überhitzung und eine Inflation drohen.

Trotzdem richten wir die Geldpolitik niemals direkt auf die Beschäftigung und die Produktion aus. Der Grund liegt darin, dass ein «fine-tuning» der Geldpolitik gemäss Produktions- oder Beschäftigungszielen diese auf die Dauer hoffnungslos überfordern würde. Die Erfahrung zeigt, dass das Instrument der Geldpolitik zwar dafür geeignet ist, die Preisstabilität zu gewährleisten. Zur Erreichung hochfliegender Beschäftigungs- und Wachstumsziele ist es dagegen nicht tauglich. Trotzdem leistet die Geldpolitik einen unverzichtbaren Beitrag zu den guten Rahmenbedingungen des schweizerischen Wirtschaftens. Preisstabilität, d.h. die Absenz von Inflation ebenso wie Deflation, ist eine wesentliche Voraussetzung für Vollbeschäftigung und Wachstum. Hinzu kommt, dass sie zur Verteilungsgerechtigkeit beiträgt. Liegt hingegen das Wachstum tief, weil sich die Produktivität nur schleppend entwickelt, weil es z.B. an Wettbewerb mangelt, besteht Arbeitslosigkeit, weil der Arbeitsmarkt versagt, oder fehlt es an der Nachfrage, weil ganz einfach die Weltkonjunktur darbt, dann ist dagegen auch mit der besten Geldpolitik nichts auszurichten.

Trotz ihrer Grenzen verkörpert die Geldpolitik aber viele wertvolle Möglichkeiten. Sie folgen aus dem Wirkungszusammenhang von Zinsen, Wechselkursen, Beschäftigung und Produktion und aus den sich daraus ergebenden Folgen für die Preisstabilität, welche den Handlungsspielraum der SNB letztlich bestimmen.

Im Jahre 2000 haben wir die Zinssätze etwas langsamer als die US-amerikanische Zentralbank (Fed), aber schneller als die EZB erhöht. Als wir im Jahre 2001 Gegensteuer geben mussten, haben wir dies wiederum deutlich schneller und auch stärker getan als die EZB, die in ihrem Währungsgebiet mit einer hartnäckigen Teuerung kämpfen musste. Unsere Entscheidung, am 6. März 2003 das Zinsband nochmals um 0,5%-Punkte zu senken, fiel zwar gleichzeitig mit jener der EZB, war aber wiederum grosszügiger.

Die kurzfristigen Frankenzinsen (3 Monate, Euromarkt) bewegen sich derzeit um rund 0,25%. Dies sind gut 2 Prozentpunkte weniger als die entsprechenden Eurozinsen. Auch bei den langen Laufzeiten liegen die Frankenzinsen deutlich unter den entsprechenden Eurozinsen. Während sich die Kassazinssätze auf 10-jährigen Staatsobligationen im Euroraum deutlich über 4% bewegen, belaufen sie sich in der Schweiz auf etwas mehr als 2,5%. Das ist immer noch ein massiver Unterschied.

Diese Feststellung bietet Anlass, nochmals auf die Nachteile der Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro zurückzukommen. Der sog. Zinsbonus, d.h. die tieferen Geld- und Kapitalmarktsätze in der Schweiz, würde in der Folge der Anbindung weitgehend verschwinden, weil der bisherige Unterschied zwischen den Währungen Franken und Euro dahinfallen würde. Die Folgen wären weit reichend. Als erstes gälte es, die Erhöhung der schweizerischen Zinsen auf das Euroniveau zu verkraften. Die Ertragswerte der Anlagen würden drastisch sinken. Die Bonität vieler Firmen und Institutionen würde hart getestet. Die Kreditrisiken würden zunehmen. Nach dem Wechsel müssten zudem jene Unternehmen und Institutionen, welchen den Übergang geschafft hätten, mit den dauerhaft höheren Zinskosten leben. – Soviel zum nachzulieferndem Exkurs zu den Nachteilen einer Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro.

Die kurzfristigen Zinssätze liegen heute nur noch wenig über null. Heisst das, dass die SNB nun am Ende ihres geldpolitischen Lateins angekommen ist? Meine Antwort lautet klar: Nein! Die Geldpolitik beeinflusst die Wirtschaft keineswegs nur über einen einzigen kurzfristigen Zinssatz. Zusätzlich stehen ihr Käufe von Devisen offen. Die SNB kann somit einen Rückgang des Wechselkurses anstreben, obwohl der kurzfristige Zinssatz bereits bei null liegt. Durch Interventionen auf dem Devisenmarkt und, im Extremfall, durch Offenmarktoperationen auf den Wertschriftenmärkten kann die Liquiditätsversorgung der schweizerischen Volkswirtschaft weiterhin bedürfnisgerecht gesteuert werden.

Zugegeben, wir müssten uns unter solchen Umständen in ein neues, operationell schwierigeres geldpolitisches Gelände begeben. Konzeptionell würde sich dagegen nichts Grundlegendes ändern. Es bliebe dabei: Das Ziel der Preisstabilität bliebe massgebend, und die Geldpolitik würde weiterhin transparent und konsistent geführt. Die Geldpolitik bliebe weiterhin glaubwürdig und deshalb wirksam.

Deflation

Zum Schluss wende ich mich noch dem Thema «Deflation» zu. Deflation ist ebenso unerwünscht wie Inflation. Deflation erschwert die wirtschaftliche Entwicklung. Ihre Wirkungen auf die Produktion und die Beschäftigung lassen sich wie folgt beschreiben. Zunächst einmal führen Deflationserwartungen zu steigenden Realzinsen. Bei steigenden Deflationserwartungen erhöhen sich die Realzinsen trotz Nominalzinsen von null fortlaufend über null hinaus. Im Ausmass der effektiven Deflation wiegt die Rückzahlung nominell konstanter Schulden je später desto schwerer. Rein rechnerisch begünstigt Deflation die Gläubiger, so wie Inflation die Schuldner entlastet. Ein Teil der Schuldner

wird deshalb aber in Zahlungsschwierigkeiten kommen, und die Banken, die zunehmend unter faulen Krediten leiden, können in die Klemme geraten. Die Investitionen brechen angesichts steigender Realzinsen noch weiter ein. Nicht zuletzt führt Deflation aufgrund von oft rigiden Nominallöhnen zu steigenden Reallöhnen. Diese vermindern die Nachfrage nach Arbeitskräften. Die Arbeitslosigkeit nimmt weiter zu. Angesichts dieser Auswirkungen der Deflation sprechen wir zu Recht von der Gefahr einer «Deflationsfalle».

Wie gross ist aber nun die Gefahr einer Deflation in der aktuellen Realität? Zunächst möchte ich unterstreichen, dass wir heute in der Schweiz keinerlei Anzeichen einer Deflation feststellen müssen. Was wir beobachten, ist ein Rückgang der Preise einzelner Warengruppen des Konsumentenpreisindex (KPI). Was wir in den letzten Jahren manchmal feststellten, war ein Rückgang des KPI in einzelnen Monaten gegenüber der Vorperiode. Das ist aber noch keine Deflation, sondern vielmehr eine ganz natürliche Begleiterscheinung von Preisstabilität. Preisstabilität impliziert, dass ein Teil der Preise fallen muss, solange ein anderer Teil der Preise steigt.

Deflation ist ein trendmässiger Rückgang des Preisniveaus. Die letzte Deflation, welche die Schweiz erlebte, liegt schon lange zurück. Sie war so massiv, dass sie in der Erinnerung bis heute nachwirkt. Es ist die Deflation, welche die grosse Weltwirtschaftskrise in den 30er Jahren begleitete. Damals fielen die Konsumentenpreise in wenigen Jahren um 20%, die Grosshandelspreise gar um 40%. Ursache waren dauerhafte Nachfrageschwächen und Überkapazitäten, die durch eine verfehlte Geld- und Wirtschaftspolitik noch verschärft wurden.

Es gibt aber eine Reihe von Faktoren, welche die damalige Situation von der heutigen deutlich unterscheiden. Ich beschränke mich auf jene, die mit Geldpolitik zu tun haben. Die wichtigste ist die Rolle des Goldstandards. Der Goldstandard wirkte, in den Worten von Barry Eichengreen, wie eine Deflationsmaschine. Auf der einen Seite führten die fixen Wechselkurse des Goldstandards zur internationalen Übertragung der Deflation auf die ganze Welt. Zum anderen führte der Goldstandard dazu, dass eine zunächst kaum aussergewöhnliche Rezession zur Grossen Depression wurde.

Die Ungewissheit über die Zukunft der Goldparitäten der Währungen, welche damals die Wechselkurse bestimmten, führte dazu, dass Private ebenso wie Zentralbanken ihre Devisenreserven in Gold umtauschten. Die Zentralbanken, die Gold verloren, waren gezwungen, ihre Zinssätze zu erhöhen, um ihre Goldparität zu verteidigen. Die Zentralbanken, die Goldzuflüsse erhielten, erhöhten die Golddeckung ihres Notenumlaufs und wirkten damit ebenfalls restriktiv. Ein Land nach dem anderen wurde von

Währungskrisen erschüttert. Dazu kamen Bankenkrise, die mit den Währungskrisen Hand in Hand gingen. Firmen und Haushalte zogen ihre Bankeinlagen ab und hielten ihre Liquidität stattdessen in Form von Noten. Die Banken wiederum erhöhten ihre Liquiditätsreserven, um gegen den Abzug von Einlagen gewappnet zu sein. Als Folge davon bildete sich die Geldmenge weltweit zurück. Deflation war die Konsequenz.

Keinem Land gelang es damals, eine wirtschaftliche Erholung einzuleiten, bevor es vom Goldstandard abgerückt war, d.h. entweder seine Währung abgewertet oder Kapitalverkehrskontrollen eingeführt hatte. Dies gilt auch für die Schweiz. Auch in der Schweiz setzte die Erholung erst ein, nachdem der Franken im Jahre 1936 um 30% abgewertet worden war.

Im Unterschied zu damals haben wir heute keinen Goldstandard und keine festen Wechselkurse. Die Notenbanken haben also grundsätzlich die Hände frei, die Deflation zu bekämpfen. Umso erstaunlicher ist daher die aktuelle Situation in Japan, wo es trotz aller Fortschritte bisher noch nicht gelungen ist, das Gespenst der Deflation definitiv zu verscheuchen. Offenbar ist der Wegfall des Goldstandards und der festen Wechselkurse allein noch keine Garantie für die Verhinderung von Deflation. Zwar wirkt eine moderne Geldpolitik der Deflation entgegen. Doch in der Praxis ist die Option der Devisenmarktintervention vor allem in einem grossen Exportland wie Japan beschränkt. Eine systematische Abwertung des Yen würde von den Konkurrenten schon bald einmal als «beggar-thy-neighbour»-Politik, d.h. als eine Art von «dumping» bekämpft. Es bleiben die Möglichkeiten der Offenmarktpolitik bzw. des Erwerbs von Aktiven aller Art zwecks Steigerung der Liquidität und der Beseitigung der deflatorischen Erwartungen. Doch damit wachsen die Verlustrisiken der Zentralbank bzw. des Steuerzahlers. Vor allem aber wirkt wohl der Reformstau in der japanischen Wirtschaft, insbesondere im Bankwesen, einer raschen konjunkturellen Erholung entgegen. Ohne Reform, d.h. mit den Mitteln der Geldpolitik allein, ist die Deflation in diesem Fall kaum zu zähmen.

Schlussbemerkungen

Doch nun zurück in die Schweiz. Womit, werden Sie fragen, rechnet die SNB, wenn sie sich schon nicht vor einer Deflation fürchtet? Aufgrund der Auseinandersetzungen um den Irak ist die Unsicherheit derzeit gross. Das Szenario, das wir als das wahrscheinlichste ansehen, zeigt für das laufende Jahr ein Wachstum des realen BIP von knapp 1%. Dies impliziert ein leichtes Anziehen der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte. Sofern uns der Ölpreis und der Wechselkurs keinen Strich durch die Rechnung machen, dürfte die

Teuerung weiterhin keine Probleme bereiten. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einer durchschnittlichen Konsumententeuerung von ebenfalls knapp 1%. Für den Fall, dass uns der Wechselkurs unerwartet herausfordern würde, schliessen wir, wie schon öfters unterstrichen, Devisenmarktinterventionen nicht aus.