

**GELD- UND WÄHRUNGSPOLITIK:  
LAGE UND ENTWICKLUNG**

Prof. Dr. Niklaus Blattner  
Vizepräsident des Direktoriums  
der Schweizerischen Nationalbank

economiesuisse

Direktoren- und Geschäftsführerkonferenz

Zürich, 19. August 2003

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich, heute in Ihrem Kreis mitzuwirken. Meine Aufgabe besteht in einem Kommentar zur aktuellen Wirtschaftslage und zu jüngsten Marktbewegungen aus Sicht der Schweizerischen Nationalbank. Vor allem aber möchte ich mich mit dem Thema «Geldpolitik und Wechselkurs» befassen. Diese Thematik wird gerade auch aus Ihrem Kreis regelmässig kritisch begleitet, zuweilen mit der Aufforderung, die Nationalbank solle direkt auf das eine oder andere Währungspaar einwirken.

## **Wirtschaftslage und Marktbewegungen**

Es kann kein Zweifel daran bestehen, dass ein nachhaltiger Aufschwung in der Schweiz eine vorangehende Erholung im Ausland voraussetzt. Die Aussichten dafür haben sich jüngst, zumindest mit Blick auf die USA, zwar etwas verbessert. Vorsicht ist aber nach wie vor angezeigt, denn die Indikatoren sind noch keineswegs eindeutig. Immerhin zeigen sie ein ausgeglicheneres Bild als noch vor wenigen Monaten. Die kräftigen geldpolitischen und fiskalischen Impulse trugen nicht unwesentlich zur Aufhellung des Bildes in den USA bei. Einige vorlaufende Indikatoren verbesserten sich. Erstmals seit langem stiegen zudem im 2. Quartal die Investitionen in den USA wieder an. Anders präsentiert sich die Lage in Europa. Die da und dort geäusserte Erwartung einer anstehenden Erholung ebenfalls in Europa basiert noch weitgehend auf Stimmungsindikatoren und weniger auf effektiv verbesserten Daten.

In der Schweiz haben wir noch wenig Anhaltspunkte für eine verbesserte Situation. Im 2. Quartal dürfte ein weiterer Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität stattgefunden haben. Wir erwarten eine Stabilisierung im laufenden Quartal und eine leichte Erholung frühestens im 4. Quartal, wahrscheinlich aber erst im Frühjahr 2004. Die Voraussetzung dafür ist, dass die erwartete Erholung in den USA dauerhaft ist und auch den europäischen Ländern Impulse verleiht.

Die internationalen Finanzmärkte signalisieren Zuversicht. Die Erholung der Aktienmärkte setzte schon im März ein. Seit Juni steigen auch die Renditen an den Kapitalmärkten. Dazu trug auch die amerikanische Notenbank bei: Ende Juni senkte sie die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte, allerdings begleitet von einer gemischten Stellungnahme. Tiefe Leitzinsen, Deflationsgefahren und Aufschwungserwartungen bildeten ein merkwürdiges Gespann. Dies war offenbar für die Märkte schwierig zu interpretieren. Schliesslich stiegen die Langfristzinsen sehr deutlich an. Unter dem Strich waren die effektiven monetären

Bedingungen, d.h. die Summe von Zinsen und Veränderungsrate der Wechselkurse nach der Leitzinssenkung restriktiver als vor dem Entscheid.

Diese Episode illustriert zweierlei: Erstens das Risiko, das mit dem Versuch eines feinen «Erwartungsmanagement» seitens der Notenbanken eingegangen wird, zweitens die bekannte Tatsache, dass die Geldpolitik mit ihrem traditionellen Instrumentarium nur die kurzfristigen Zinssätze direkt beeinflussen kann.

Auch die Frankenzinsen konnten sich dem globalen Zinsanstieg im übrigen nicht entziehen. Während wir den Geldmarkt weiterhin grosszügig mit Liquidität versorgten, stiegen die Renditen am Kapitalmarkt auch hierzulande an. Allerdings war der Anstieg relativ moderat. Historisch sind die nominellen Kapitalmarktzinsen immer noch tief. Sie reflektieren die moderaten Teuerungsaussichten.

## **Geldpolitik und Wechselkurse**

Wechselkursseitig nahmen wir in den letzten Monaten mit einer gewissen Genugtuung die Erholung des Euro gegenüber dem Franken zur Kenntnis. Dazu trug zweifellos auch unsere Tiefzinspolitik bei. Darüber hinaus wurde von den Märkten sehr wohl verstanden, dass wir angesichts der gedrückten Wirtschaftslage keine Aufwertungen des Frankens zulassen würden, welche zu einer unerwünschten Verschärfung der monetären Bedingungen führen würden. Eine Verschärfung der monetären Bedingungen, d.h. eine Erhöhung der Summe von Zinssätzen und Aufwertungsrate ist insbesondere solange unerwünscht, als sich, wie heute, keine Inflationsgefahren abzeichnen.

Der Euro-Frankenkurs hat sich also, nach der lange anhaltenden Verzerrung im Anschluss an die Terroranschläge vom September 2001, wieder normalisiert. Besonders gut illustriert dies der reale, also um die unterschiedlichen Inflationsraten bereinigte Wechselkurs. Dieser befindet sich nun wieder auf jenem Niveau, wo er bei der Einführung des Euro Anfang 1999 war. Nach allem, was wir zwischenzeitlich erlebt haben, ist dies eine bemerkenswerte Feststellung.

Neben dem Euro bereitete, und bereitet noch, der Wertverlust des US-Dollar Sorgen. Bisweilen wird die Nationalbank aufgefordert, auch dagegen etwas zu unternehmen.

Wir verstehen natürlich die Probleme, die sich aus dem Dollarrückgang ergeben. Umgekehrt haben wir während der früheren Dollarhausse mehrfach die Meinung vertreten, dass ein so starker Dollar angesichts der massiven Ungleichgewichte der US-Wirtschaft

längerfristig nicht haltbar sei. In diesem Sinn war die Dollarkorrektur mindestens zum Teil eine durchaus erwünschte Normalisierung.

Wir leben in einem System der flexiblen Wechselkurse und halten daran fest. Dies mag dem Einen oder Andern als Widerspruch erscheinen, nachdem ich doch eben ganz präzise Aussagen zum Euro-Franken-Wechselkurs gemacht habe. Ich bitte Sie aber nicht zu übersehen, wie ich argumentiert habe. Ich sagte, dass die Nationalbank darauf achten müsse, dass die monetären Bedingungen angemessen bleiben würden. Die Wechselkursveränderungen bestimmen die monetären Bedingungen mit. Die Nationalbank beachtet sie daher sehr genau. Aber sie fixiert keine Wechselkursziele und bindet den Franken weder an den Euro noch an den US-Dollar an.

Niemand bestreitet, dass die Devisenmärkte immer wieder zu Übertreibungen neigen. Kursbewegungen fallen oft stärker aus, als fundamental gerechtfertigt wäre. Dies ist vor allem dann ein Problem, wenn die Kursentwicklung in eine Richtung läuft, die geldpolitisch nicht erwünscht ist. Ein Beispiel dafür ist die Aufwertung des Frankens im Anschluss an die Terroranschläge im September 2001. In solchen Situationen muss die Geldpolitik Gegensteuer geben. Wir taten das, indem wir die Zinssätze mehrfach und deutlich zurücknahmen. Ich habe darüber bereits gesprochen. Ein solches Berücksichtigen der Wechselkursentwicklung in der Geldpolitik ist nicht nur unproblematisch, sondern geradezu Pflicht. Wenn man jedoch argumentieren würde, dass speziell für die international stark verflochtene Schweizer Wirtschaft gelte, dass geldpolitische Impulse oft schneller über den Wechselkurs- als über den Zinskanal wirken würden und dass daher eine explizite Steuerung des Wechselkurses durch die Notenbank die bessere Medizin als die Zinspolitik wäre, ginge man viel zu weit. Wechselkursbewegungen sind erfahrungsgemäss unberechenbar. Eine Geldpolitik, welche sich auf die Wechselkurssteuerung einlässt, birgt das Risiko starker und unerwünschter Nebenwirkungen.

Es lohnt sich, dass wir uns wieder einmal die grundsätzlichen Probleme einer Wechselkurssteuerung in Erinnerung zu rufen:

- Bei einer Anbindung des Frankens übernimmt die Schweiz automatisch die Geldpolitik der Zentralbank der Leitwährung. Diese nimmt selbstverständlich keine Rücksicht auf die Erfordernisse der Schweiz. Wie heikel es ist, wenn ein Land auf eine eigene Geldpolitik verzichtet, zeigt sich momentan im Euroraum.

- Eine glaubwürdige Fixierung eines Wechselkurses hat eine Angleichung des Zinsniveaus an jenes der Leitwährung zur Folge. Gegenüber dem Euroraum (z.B. Deutschland) würde dies eine Erhöhung des Zinsniveaus in der Schweiz um etwa zwei Prozentpunkte nach sich ziehen.
- Wenn von den Märkten das fixierte Wechselkursniveau als nicht mehr nachhaltig beurteilt wird, muss mit massiven spekulativen Attacken gerechnet werden. Im Falle einer Haussespekulation hat die Nationalbank nur zwei Möglichkeiten: Entweder grosse Mengen Fremdwährung aufzukaufen, dadurch die Frankengeldmenge massiv auszuweiten und das Ziel der Preisstabilität zu gefährden, oder das Wechselkursziel anzupassen oder ganz aufzugeben. Entsprechende Erfahrungen machte die Nationalbank in den Jahren nach 1978.
- Fixiert werden kann nur der nominelle Wechselkurs. Der für die langfristige Wirtschaftsentwicklung relevante reale, d.h. inflationsbereinigte Wechselkurs ergibt sich aus der Veränderung der relativen Preisniveaus. Er ist auch bei stabilem nominellen Wechselkurs keineswegs konstant. Ein allenfalls vorhandener, fundamentaler Aufwertungsdruck zugunsten des Frankens setzt sich unabhängig von einer nominellen Anbindung des Frankens an eine andere Währung immer durch und zwar so, dass das Preis- und damit auch das Kostenniveau in der Schweiz eben stärker steigt als im für die Anleger weniger attraktiven Ausland. Oder, anders ausgedrückt: Ein fixer Wechselkurs eliminiert die Unterschiede in der internationalen Wettbewerbsfähigkeit nicht.
- Schliesslich: Der Wechselkurs kann immer nur gegenüber einer Währung stabil gehalten werden. Damit werden die Schwankungen dieser Leitwährung gegenüber anderen Währungen eins zu eins übernommen. Im hypothetischen Fall, in welchem z.B. 1999 der Franken gegenüber dem US-Dollar auf dem damaligen Niveau von Fr. 1.37 fixiert worden wäre, hätten wir über die ganze Zeit der ausgeprägten Dollarstärke gegenüber dem Euro bis Anfang 2003 Eurokurse von bis zu Fr. 1.15 in Kauf nehmen müssen.

## **Schlussbemerkung**

Vor diesem Hintergrund bleibt der Nationalbank keine realistische Alternative zum bisherigen pragmatischen Weg. Wir beschreiten ihn im Wissen darum, dass die stabilitätsorientierte Steuerung der monetären Bedingungen eine Gratwanderung ist. Das

Ziel muss sein, die Preisstabilität sicherzustellen und dabei Rücksicht auf die Bedürfnisse der gesamten Wirtschaft zu nehmen. Auf externe Störungen ist angemessen zu reagieren, die langfristige Optik ist nie aus den Augen zu verlieren. Hier geht es um die Risiken und Nebenwirkungen unserer Politik. Geldpolitische Beschlüsse werden immer unter Unsicherheit gefällt. Es ist nicht selbstverständlich, dass unsere Entscheidungen, so sorgfältig sie im einzelnen immer auch vorbereitet und erwogen worden sind, sich im Nachhinein bewähren.