

Geldpolitik im Banne des Euro?

Prof. Dr. Thomas J. Jordan
Stellvertretendes Mitglied des Direktoriums
Leiter Finanzmarktoperationen
Schweizerische Nationalbank

„Bundesfachtagung der Volkswirtschaftsprofessorinnen und -professoren an Fach- und
Gesamthochschulen aus Deutschland, Österreich und der Schweiz“

ZHW Winterthur, 19. Mai 2005

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne bin ich der Einladung der Zürcher Hochschule Winterthur nachgekommen und freue mich, an der Fachtagung der Volkswirtschaftsprofessorinnen und –professoren teilnehmen zu können. Das Thema Ihrer Tagung lautet „Wirtschaftliche Strukturprobleme in Deutschland, Österreich und der Schweiz“. Professor Armin Jans hat mich gebeten, zum Thema Geldpolitik und Euro zu sprechen. Ob er den Euro als Strukturproblem für die drei Länder betrachtet, weiss ich nicht genau. Tatsache ist, dass der Euro aus dem Prozess der wirtschaftlichen und politischen Integration Europas heute nicht mehr wegzudenken ist. Auch für die Schweiz - obwohl nicht Mitglied der Europäischen Währungsunion – hat der Euro die währungspolitische Lage stark verändert. Inwieweit die Schweiz und die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank (SNB) durch den Euro beeinflusst oder gar in den Bann gezogen werden, versuche ich in den nächsten 40 Minuten darzulegen. Ich werde in meinem Referat zuerst einige generelle Bemerkungen zur Europäischen Währungsunion machen. Danach analysiere ich, wie der Euro die Schweiz und den Schweizer Franken in verschiedenen Bereichen tangiert. Insbesondere werde ich auf die Frage eingehen, ob die SNB weiterhin eine autonome Geldpolitik führen kann. Mit einem konjunkturellen und geldpolitischen Ausblick sowie einigen Konklusionen schliesse ich mein Referat ab.

Europäische Währungsunion

Ein gemeinsamer Währungsraum bringt den teilnehmenden Ländern Vor- und Nachteile. Ein gewichtiger wirtschaftlicher Vorteil ist, dass Transaktionskosten insgesamt reduziert und eine effiziente Faktorallokation gefördert werden. Es müssen keine Wechselkursrisiken abgesichert werden und der Vergleich von Preisen sowie die Abwicklung von Zahlungen über die Landesgrenzen hinweg werden vereinfacht. Eine einheitliche Währung führt zudem zu integrierten und liquiden Kapitalmärkten. Dies alles erhöht die Transparenz und den Wettbewerb, führt somit zu effizienteren Güter- und Kapitalflüssen zwischen den Mitgliedsländern und sollte demnach das Wirtschaftswachstum im gesamten Währungsraum positiv beeinflussen.

Eine Einheitswährung hat aber auch wirtschaftliche Nachteile. In einer Währungsunion gibt es nur noch eine einzige Geldpolitik. Erforderliche Anpassungen an Einflüsse, die die

Länder unterschiedlich treffen, können in einer Währungsunion nicht mehr durch eine Veränderung der nominellen Wechselkurse und eine unterschiedliche Festsetzung der Zinssätze erfolgen. Vielmehr müssen die Anpassungen über Veränderungen der Güterpreise und der Löhne oder über die Migration von Arbeitskräften geschehen. Solche Anpassungen sind oft mit konjunkturellen Schwankungen verbunden, solange die Flexibilität der Arbeits- und Gütermärkte eingeschränkt ist.

Damit sich eine gemeinsame europäische Währung wirtschaftlich lohnt, müssen die Vorteile einer Währungsunion die Nachteile insgesamt überwiegen. Inwieweit dies auf die Europäische Währungsunion zutrifft ist eine offene Debatte. Heute ist die Eurozone noch immer eine recht heterogene Gemeinschaft. Ein künftiger Beitritt der neuen EU-Mitglieder zur Europäischen Währungsunion dürfte die Heterogenität innerhalb der Eurozone zumindest vorübergehend noch vergrößern. Die zunehmende Integration der Märkte in Europa sollte aber die Voraussetzungen für einen gut funktionierenden Währungsraum über die Zeit verbessern. Für Europa hat die Währungsunion aber auch noch eine politische Dimension: Die einheitliche Währung ist eine starke Kraft in Richtung weiterer Integration und hat deshalb für die Europäische Union (EU) auch grossen symbolischen Charakter.

Die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone verlief bisher insgesamt eher enttäuschend. Das reale Wachstum des BIP der Eurozone betrug zwischen 1999 und 2004 nur knapp 2.0%, während es in den USA rund 3% betrug. Die Arbeitslosigkeit hat sich seit der Einführung des Euro kaum vermindert und betrug im Durchschnitt über 8%. Das unbefriedigende Wachstum und die hohe Arbeitslosigkeit in der gesamten Eurozone sind aber im Grossen und Ganzen weder auf eine falsche Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) noch auf die fehlende Möglichkeit, die nominellen Wechselkurse zwischen den Ländern anzupassen, zurückzuführen. Vielmehr ist es der Rückstand bei den strukturellen Reformen in Europa gegenüber anderen Wirtschaftsräumen, der dafür vor allem verantwortlich ist.

Betrachtet man die Mitgliedsländer einzeln, so fällt auf, dass die wirtschaftlichen Unterschiede innerhalb der Europäischen Währungsunion in den letzten Jahren erheblich waren. Seit der Einführung des Euro betrug beispielsweise in Irland das durchschnittliche

Wachstum des realen BIP 7% und die durchschnittliche Inflationsrate belief sich auf rund 4%. Deutschland hingegen verzeichnete ein Wachstum beim realen BIP von etwa 1% und eine Inflationsrate von durchschnittlich 1.4%. (Grafik 1).

Unterschiede bei den Inflations- und Wachstumsraten zwischen den Mitgliedsländern sind aber nicht zwangsläufig ein Zeichen eines schlecht funktionierenden Währungsraums in Europa. Zum einen haben wir einen Konvergenzprozess, bei dem die wirtschaftlich schwächeren Länder über die Zeit aufholen. Wachstum und Inflation sind in dieser Zeit höher als der Durchschnitt. Dieser Konvergenzprozess war für einige Peripherie-Länder wie Irland und Griechenland besonders stark. Unterschiede in den Wachstums- und Inflationsraten aufgrund von Aufholeffekten einzelner Länder stellen für die Geldpolitik kein wesentliches Problem dar. Zum anderen sind temporäre Wachstums- und Inflationsunterschiede auch zwischen Mitgliedsländern mit ähnlichem Entwicklungsstand nötig, um Ungleichgewichte innerhalb der Währungsunion - etwa wegen unterschiedlichen Produktionsstrukturen - ausgleichen zu können. Problematisch für die Geldpolitik ist, wenn diese Anpassungsvorgänge infolge ungenügender Flexibilität der Güter- und Arbeitsmärkte zu wenig rasch ablaufen und die Boom- und Rezessionsphasen in einzelnen Mitgliedsländern aufgrund fehlender geldpolitischer Instrumente verlängert werden. Langanhaltende Unterschiede bei Wachstum und Inflation wären in diesem Fall ein Zeichen für eine schlecht funktionierende Währungsunion.

Die anhaltenden Unterschiede beim Wachstum innerhalb der Eurozone bestehen aber nicht nur wegen Konvergenz- und langsam ablaufenden Anpassungsvorgängen. In verschiedenen Mitgliedsländern werden nötige Strukturreformen nur zögernd vollzogen, so dass das Wachstum in diesen Ländern im Vergleich zu den reformfreudigeren tief bleibt. Wachstumsunterschiede innerhalb der Eurozone, die darauf zurückzuführen sind, haben nichts mit der einheitlichen Geldpolitik zu tun. Trotzdem sieht sich die EZB vermehrt unter dem Druck, ihre Geldpolitik zur Lösung der vielfältigen Strukturprobleme einzusetzen, was für die Zukunft des Euro nicht ungefährlich ist.

Eurozone und die Schweiz

Was bedeutet nun die Europäische Währungsunion für die Schweiz? Die Schweiz ist als sehr offene Volkswirtschaft stark mit dem Ausland verflochten. Deutlich über 40% der Schweizer Wirtschaftsleistung gehen in den Export. Die Eurozone ist für die Schweiz der mit Abstand wichtigste Handelspartner. So gingen 2004 mehr als die Hälfte der schweizerischen Exporte in die Eurozone und die Schweiz bezog über 70% ihrer Importe aus diesen Ländern (Grafik 2). Es erstaunt daher nicht, dass der Konjunkturzyklus der Schweiz mit demjenigen der Eurozone stark korreliert.

Vergleicht man die Schweiz mit den verschiedenen Ländern der Eurozone, so fällt Folgendes auf: Beim Wachstum des realen BIP gesellt sich die Schweiz zu den wachstumsschwachen Ländern der Europäischen Währungsunion. Sie hat zudem in den letzten Jahren im Vergleich zur Eurozone insgesamt fast immer leicht schlechter abgeschnitten (Grafik 3). In der Schweiz ist es der immer noch teilweise geschützte Binnensektor, der vor allem für das tiefe Wachstum verantwortlich ist. Die Schweiz hat aber eine sehr geringe Teuerung. Die Inflation in der Schweiz ist meistens sogar tiefer als im Land mit der geringsten Teuerung in der Europäischen Währungsunion (Grafik 4). Die SNB hat sich aufgrund einer über eine lange Zeit glaubwürdigen Geldpolitik eine hohe Reputation auf den Märkten erworben, die für die Erhaltung der Preisstabilität sehr wichtig ist. Die EZB als junge Institution muss sich diese Reputation noch aufbauen. Auch in Bezug auf den Arbeitsmarkt steht die Schweiz verglichen mit der Eurozone gut da. Die Arbeitslosigkeit bewegte sich während der letzten sechs Jahre durchgehend am unteren Rand der entsprechenden Raten der Eurozone (Grafik 5). Dies ist vor allem eine Folge des deutlich flexibleren Arbeitsmarktes in der Schweiz.

Die Auswirkungen des Euro auf die Schweiz und den Franken wurden im Vorfeld der Einführung des Euro unterschiedlich beurteilt. Während einige Marktbeobachter den Untergang der monetären Autonomie der Schweiz prophezeiten, warnten andere vor einer massiven Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro und den damit verbundenen Problemen für die schweizerische Exportwirtschaft. Die bisherige Entwicklung hat aber gezeigt, dass diese Befürchtungen nicht gerechtfertigt waren. Die Einführung des Euro hat sich durchaus positiv auf die Schweiz ausgewirkt und hat die Eigenständigkeit des Frankens nicht gefährdet. Lassen Sie mich dies nun etwas ausführlicher erläutern.

Stabilere Währungsverhältnisse

Während die erste Hälfte der Neunzigerjahre durch abrupte und massive Kursanpassungen einiger europäischer Währungen gegenüber dem Schweizer Franken gekennzeichnet war, brachte die Einführung des Euro den schweizerischen Exporteuren deutlich stabilere Währungsverhältnisse (Grafik 6). Mit dem Euro existiert heute in einem Grossteil Europas eine Währung, deren Qualität der alten DM entspricht. Es erstaunt deshalb nicht, dass in den letzten sechs Jahren keine klare Auf- oder Abwertungstendenz des Frankens gegenüber dem Euro zu beobachten war. Bei temporären Schwankungen wertete sich der Franken zwischen Januar 1999 und April 2005 nominal um etwa 3.8% auf. Real ist eine Abwertung von rund 1.5% zu verzeichnen (Grafik 7). Auch die Volatilität des exportgewichteten Wechselkurses des Frankens gegenüber den Ländern der Europäischen Währungsunion hat seit der Einführung des Euro deutlich abgenommen (Grafik 8). Der Euro-Franken-Kurs gehört generell zu den Wechselkursen mit der tiefsten Volatilität überhaupt. Die Volatilität des Euro-Franken-Kurses ist deutlich tiefer als diejenige des Euro-Pfund-Kurses oder des Euro-Krone-Kurses, obwohl sowohl England als auch Schweden Mitglied der EU sind (Grafik 9).

Betrachtet man die kumulierte Abweichung der Teuerungsrate eines Mitgliedlandes von der Inflation in der gesamten Europäischen Währungsunion, so zeigt sich, dass sich die realen Wechselkursverhältnisse innerhalb der Eurozone über die Zeit recht deutlich verändern. Die extremsten Beispiele sind Irland und Deutschland: Seit der Einführung des Euro verzeichnete Irland eine reale Aufwertung von mehr als 10% gegenüber der Eurozone, Deutschland hingegen eine Abwertung von gegen 4%. Der reale Wechselkursindex des Frankens gegenüber der Eurozone ist über diesen Zeitraum wesentlich stabiler verlaufen (Grafik 10). Der schweizerische Aussenhandel ist somit im internationalen Vergleich, sogar im Vergleich zu einzelnen Ländern der Eurozone, relativ moderaten realen Wechselkursschwankungen ausgesetzt.

Verwendung des Euro als Zahlungsmittel in der Schweiz

Eine vieldiskutierte Frage ist, ob der Euro den Franken als Zahlungsmittel in der Schweiz mit der Zeit verdrängen kann, oder ob der Euro das Potenzial hat, in der Schweiz zu einer Parallelwährung zu werden. Die bisherige Erfahrung zeigt, dass beides nicht der Fall ist. Der Euro wird zwar in sehr vielen Geschäften und in praktisch allen Hotels der Schweiz als

Zahlungsmittel akzeptiert. Die Verwendung des Frankens in der Schweiz sowohl als Zahlungsmittel als auch als Wertaufbewahrungsmittel hat aber durch die Einführung des Euro nicht abgenommen.

Bei den Barzahlungen scheint der Anteil des Euro in etwa demjenigen der abgelösten europäischen Währungen zu entsprechen. Dabei konzentriert sich die Verwendung des Euro vor allem auf die Grenzregionen und den Tourismus. Auch im bargeldlosen Zahlungsverkehr können wir keinen Trend zu einer vermehrten Abwicklung von Zahlungen innerhalb der Schweiz in Euro feststellen. Bei den Depositen von Kunden bei inländischen Geschäftsstellen von Schweizer Banken konnte der Euro bisher nicht auf Kosten des Frankens zulegen und der Anteil des Frankens an den Finanzanlagen bei Schweizer Banken ist ebenfalls nicht rückläufig.

Damit der Euro zu einer Parallelwährung würde, müssten in der Schweiz wichtige Verträge wie Arbeitsverträge, Kreditverträge oder Mietverträge in Euro abgeschlossen und der Euro im grösseren Ausmass für binnenwirtschaftliche Transaktionen verwendet werden. Bis heute werden derartige Verträge praktisch ausschliesslich in Franken abgeschlossen und relativ wenig Binnentransaktionen in Euro durchgeführt. Es gibt kaum Anzeichen, dass sich diese Situation in absehbarer Zeit ändern wird. Im Gegenteil, der Franken wird in der Eurozone als Währung bei der Aufnahme von Hypothekarkrediten verwendet. Dieses Phänomen beschränkt sich aber vor allem auf Österreich.

Euro und Franken auf den Finanzmärkten

Ich habe vorher dargelegt, dass der Euro den Franken in der Schweiz bisher nicht verdrängen konnte. Wie ist nun die Situation auf den internationalen Finanzmärkten? Liess sich dort eine Verdrängung des Frankens durch den Euro feststellen?

Lassen Sie mich zuerst anmerken, dass der Schweizer Franken auf den internationalen Finanzmärkten eine weitaus wichtigere Rolle einnimmt, als man aufgrund der wirtschaftlichen Grösse der Schweiz erwarten würde. Der Franken gehört zu den wichtigsten Währungen der Welt, was sich nicht nur positiv auf die Liquidität in den Franken-Finanzmärkten auswirkt, sondern auch wesentlich zur Bedeutung des schweizerischen Finanzplatzes beiträgt. Für die Schweiz hat die internationale Rolle des Frankens jedoch auch eine Kehrseite. In Krisenzeiten kann es zu grossen Fluktuationen

beim Wechselkurs des Frankens kommen, die für unseren Aussenhandel zu gravierenden Problemen führen können. Ich werde später auf diese „Safe Haven“-Problematik zurückkommen.

Wie bereits angesprochen, ist der Franken aufgrund des tiefen Zinsniveaus für die Kapitalaufnahme attraktiv. Dies sieht man exemplarisch an den an der Schweizer Börse SWX kotierten Franken Anleihen: Beinahe die Hälfte der gehandelten Anleihen stammt von ausländischen Emittenten, wovon wiederum rund 60% auf die Eurozone entfallen (Grafik 11). Die Franken Anleihen konnten vom starken Wachstum der Bondmärkte in den letzten Jahren nicht profitieren und haben betragsmässig nur wenig zugelegt. Der Euro hingegen hat in den letzten Jahren im internationalen Vergleich auf den Anleihenmärkten stark an Bedeutung gewonnen. Seit dem erstem Quartal 2004 stehen betragsmässig (in US-Dollar) sogar mehr Bonds in Euro als in Dollar aus.

Auf den Devisenmärkten gehört der Franken nach dem US-Dollar, dem Euro, dem japanischen Yen und dem britischen Pfund zu den Top-Five der gehandelten Währungen. Eine Erhebung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) zeigt, dass der Franken 2004 an über 6% des gesamten Umsatzvolumens der meldenden Devisenmärkte beteiligt war. Der Anteil des Euro lag bei etwa 37%. Damit ist der Euro die zweit-häufigst gehandelte Währung nach dem US-Dollar. Der US-Dollar ist aber auf den Devisenmärkten nach wie vor die dominierende Währung: Er war im Jahr 2004 bei fast 90% der Devisentransaktionen involviert. Sowohl der Euro als auch der Franken haben seit der letzten Erhebung im Jahre 2001 auf den Devisenmärkten leicht an Marktanteil verloren (Grafik 12). Wir sehen also, dass sich der Euro als eine führende Währung auf den internationalen Finanzmärkten etablieren konnte, der Franken aber dadurch nicht verdrängt wurde.

Für internationale Investoren hat der Franken lange Zeit eine Rolle als sicherer Hafen in Krisen gespielt. Damit verbunden waren rasche und massive Aufwertungsschübe des Frankens. Für die Schweiz als kleine und sehr offene Volkswirtschaft waren diese abrupten Aufwertungen immer ein grosses Problem. Sie konnten über Nacht die Wettbewerbsfähigkeit bestimmter Exportbranchen stark beeinträchtigen. Verschiedentlich

wurde die Befürchtung geäussert, dass sich dieses Problem mit der Einführung des Euro noch verschärfen könnte.

In den letzten Jahren hat sich allerdings gezeigt, dass der Rolle des Frankens als sicherer Hafen tendenziell eine geringere Bedeutung zukommt. Eine mögliche Erklärung ist, dass der Euro wie oben ausgeführt auf den internationalen Finanzmärkten an Bedeutung und Glaubwürdigkeit gewonnen hat. So kommt es nun während Krisen vermehrt zu Anpassungen zwischen dem Dollar und dem Euro, und es fliesst weniger Finanzkapital in den Franken. Für die Schweiz ist das eine positive Entwicklung, weil damit die Möglichkeiten einer autonomen Geldpolitik der SNB – auf die ich gleich zu sprechen komme - gestärkt werden.

Autonome Geldpolitik der SNB

Die SNB setzt das Band für den Dreimonats-Libor mit dem Ziel fest, mittelfristig Preisstabilität in der Schweiz aufrechtzuerhalten; sie verfolgt kein Wechselkursziel. Die Erfahrung der letzten sechs Jahre macht deutlich, dass die SNB gegenüber der EZB eine unabhängige Politik verfolgen und ihren Spielraum weiterhin ausnützen kann: Sie hat in dieser Zeit eine insgesamt dezidiertere Veränderung der Leitzinssätze vorgenommen als die EZB. So hat die SNB im Jahr 2000 die Zinsen früher und entschiedener angehoben und in der Zeit 2001 bis 2003 haben wir die Zinsen früher und stärker gesenkt. Während die EZB ihren Leitzinssatz seit Juni 2003 unverändert belassen hat, nahm die SNB im Jahre 2004 zwei Zinserhöhungen von je 25 Basispunkten vor (Grafik 13). Bei diesem Vergleich ist zu beachten, dass die Inflation in der Eurozone in dieser Zeit meistens ausserhalb des Bereichs der Preisstabilität war, was die Flexibilität der EZB einschränkte.

Die SNB wird auch in Zukunft eine autonome Geldpolitik führen. Dies bedeutet indessen nicht, dass die SNB den Euro ignoriert. Der Euro-Franken-Kurs und die Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone haben einen starken Einfluss auf die Entwicklung der schweizerischen Wirtschaft und auf die Preise in der Schweiz. Sie stellen daher wichtige Elemente bei der Festlegung des geldpolitischen Kurses der SNB dar.

Lassen Sie mich den Einfluss des Euro auf unsere geldpolitischen Entscheidungen kurz im Detail erläutern (Grafik 14). Der Euro-Franken-Kurs lag während des ganzen Jahres 1999 in der Nähe von 1.60. Die Einführung des Euro führte entgegen den Erwartungen zu keinen Turbulenzen. Die Konjunktur legte dann zu Beginn des Jahres 2000 deutlich zu. Gleichzeitig wertete sich der Franken gegenüber dem Dollar ab. Dies führte zu einer unerwünschten Lockerung der monetären Rahmenbedingungen. Die SNB reagierte darauf mit einer schrittweisen Erhöhung des Zielbandes für den Dreimonats-Libor. Im Gegensatz dazu wertete sich der Euro gegenüber dem Franken bis Mitte 2000 von 1.60 auf 1.52 auf. Diese Aufwertung des Frankens war angesichts der damaligen Konjunkturlage aus Sicht der Geldpolitik vertretbar.

Nachdem sich Anfang 2001 eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums und eine Zunahme der konjunkturellen Risiken abzeichneten, senkte die SNB im März 2001 das Zielband für den Dreimonats-Libor um 25 Basispunkte. Nach den Ereignissen des 11. Septembers wertete sich der Franken gegenüber dem Euro rasch und stark auf. Der abrupte Anstieg des Frankens gegenüber dem Euro bei gleichzeitigem Nachlassen des Wirtschaftswachstums zwang die SNB zu einem raschen Handeln. Sie senkte daher im September 2001 innerhalb einer Woche das Zielband für den Dreimonats-Libor um insgesamt 100 Basispunkte.

Auch die Leitzinssenkungen im Dezember 2001, Mai 2002 und Juli 2002 waren wesentlich in den Aufwertungsrisiken des Frankens gegenüber dem Euro begründet, der sich mittlerweile zwischen 1.45 und 1.48 bewegte. Wegen der schwachen Konjunktur wäre damals eine weitere Aufwertung gegenüber dem Euro höchst problematisch gewesen. Die SNB machte den Märkten klar, dass sie aufgrund der grossen Unsicherheiten und möglichen Deflationsrisiken jederzeit auf eine erneute Aufwertung des Frankens reagieren würde. Dies tat sie im März 2003 mit einer überraschenden Senkung des Zielbandes um 0.5 Prozentpunkte. Die kurzfristigen Zinsen waren damit auf einem historischen Tiefpunkt angelangt. Dieser im Rückblick taktisch wohl optimal gewählte Zinsschritt war nicht ohne Wirkung. Die Wechselkursituation entspannte sich deutlich und der Euro wertete sich von 1.46 im März 2003 auf über 1.58 im März 2004 ab. Angesichts der unsicheren Konjunkturaussichten und des geringen Teuerungsdruckes konnte die sehr expansive Geldpolitik bis Juni 2004 fortgesetzt werden.

Da sich im Verlauf des Jahres 2004 die Konjunkturerholung gefestigt und das Deflationsrisiko vermindert hatte, konnte die Geldpolitik im Juni und September 2004 leicht gestrafft werden. Der Kurs blieb aber seither mit einem Zielband von 0.25% - 1.25% weiterhin sehr expansiv. Die SNB ist bei diesen Zinserhöhungen sehr vorsichtig vorgegangen und der Euro-Franken-Kurs blieb praktisch unverändert.

Gründe für eine autonome Geldpolitik

Es gibt immer wieder Stimmen, die für eine Anbindung des Schweizer Frankens an den Euro votieren. Welches sind die Gründe, die aus Sicht der SNB gegen eine solche Anbindung sprechen? Dank ihrer Autonomie kann die SNB eine für die Schweiz massgeschneiderte Geldpolitik betreiben. Sie kann mit entsprechenden Mitteln auf Einflüsse reagieren, die die Schweiz anders treffen als die Eurozone. Dies wäre bei einer Anbindung des Frankens an den Euro nicht mehr möglich.

Zwischen Franken- und Euroanlagen besteht eine Zinsdifferenz in der Grössenordnung von zirka 1.5 Prozentpunkten (Grafik 15). Eine Anbindung des Frankens würde diesen Zinsvorteil rasch zum Verschwinden bringen. Dies würde die schweizerischen Unternehmen und Haushalte stark belasten und die Investitionstätigkeit in der Schweiz über lange Zeit hemmen. Ein Verschwinden des Zinsbonus hätte auch klar negative Auswirkungen auf die Liegenschafts-, Aktien- und Obligationenpreise in der Schweiz. Die Persistenz des Zinsbonus nach der Einführung des Euro ist ein klarer Beweis dafür, dass die Märkte nicht von einer Anbindung des Frankens an den Euro ausgehen.

In den letzten Jahrzehnten hatte der Franken eine Tendenz, sich gegenüber den Währungen in der Eurozone real leicht aufzuwerten. Diese Aufwertung hat aber auch gegenüber anderen wichtigen Währungen stattgefunden. Sie hat nichts mit der Geldpolitik zu tun und ist vor allem eine Folge des starken Produktivitätsfortschrittes der schweizerischen Exportwirtschaft (Grafik 16). Eine Anbindung des Frankens an den Euro kann diese auf realen Faktoren beruhende Aufwertung nicht unterbinden. Die langfristige reale Aufwertung des Frankens würde sich im Falle einer Anbindung einfach in Form einer entsprechend höheren Inflationsrate in der Schweiz manifestieren.

Konklusion und Ausblick

Ich komme zum Abschluss meiner Ausführungen. Neben einer Schlussfolgerung zum Einfluss des Euro auf die Schweiz möchte ich Ihnen einen kurzen konjunkturellen und geldpolitischen Ausblick geben.

Die Schweiz kann nach sechs Jahren Erfahrungen mit dem Euro eine sehr positive Bilanz ziehen. Der Franken spielt auf den internationalen Finanz- und Devisenmärkten nach wie vor eine wichtigere Rolle. Es kam auch zu keiner Verdrängung des Frankens durch den Euro als Zahlungsmittel in der Schweiz. Dafür haben wir heute in Europa deutlich stabilere Währungsverhältnisse als vor der Einführung des Euro, und die Entwicklung zwischen Euro und Franken ist bisher recht ruhig verlaufen. Das Wechselkursrisiko hat sich für den Schweizer Aussenhandelssektor durch die Einführung des Euro erheblich vermindert. Gleichzeitig genießt die Schweiz weiterhin die Möglichkeit, eine eigenständige Geldpolitik zu führen, die auf die wirtschaftlichen Begebenheiten der Schweiz eingehen kann. Der Euro hat somit weder die Schweiz noch die schweizerische Geldpolitik in den Bann gezogen. Wir behalten aber den Euro und die Entwicklung in der Eurozone stets gut im Auge und reagieren wenn nötig, mit den uns zur Verfügung stehenden Instrumenten. Eine Anbindung des Frankens an den Euro kommt aber für die SNB unter den heutigen Umständen nicht in Frage, denn sie wäre für die Schweiz mit beträchtlichen Risiken und Nachteilen verbunden.

Wie sieht nun der konjunkturelle und geldpolitische Ausblick aus? Im letzten Jahr hat sich die Konjunkturerholung etwas gefestigt und die Deflationsrisiken haben sich deutlich verringert. Dies erlaubte uns, das Zielband für den Dreimonats-Libor leicht anzuheben und uns von der Null-Zins-Politik zu verabschieden. Noch immer ist aber die Geldpolitik mit negativen realen Kurzfristzinsen äusserst expansiv. Gleichzeitig hat allerdings die Dynamik des Aufschwunges etwas nachgelassen. Dieser Verlust an Dynamik in den letzten beiden Quartalen ist vor allem auf eine bescheidene Entwicklung der Exporte und der Ausrüstungsinvestitionen zurückzuführen, was wiederum eine Folge der leichten Abschwächung des weltwirtschaftlichen Wachstums im Zusammenhang mit den höheren Ölpreisen war. Die SNB hat daher seit letztem Dezember eine Pause bei der Normalisierung ihrer Geldpolitik eingelegt. Wir verfügen über diesen Spielraum, weil die

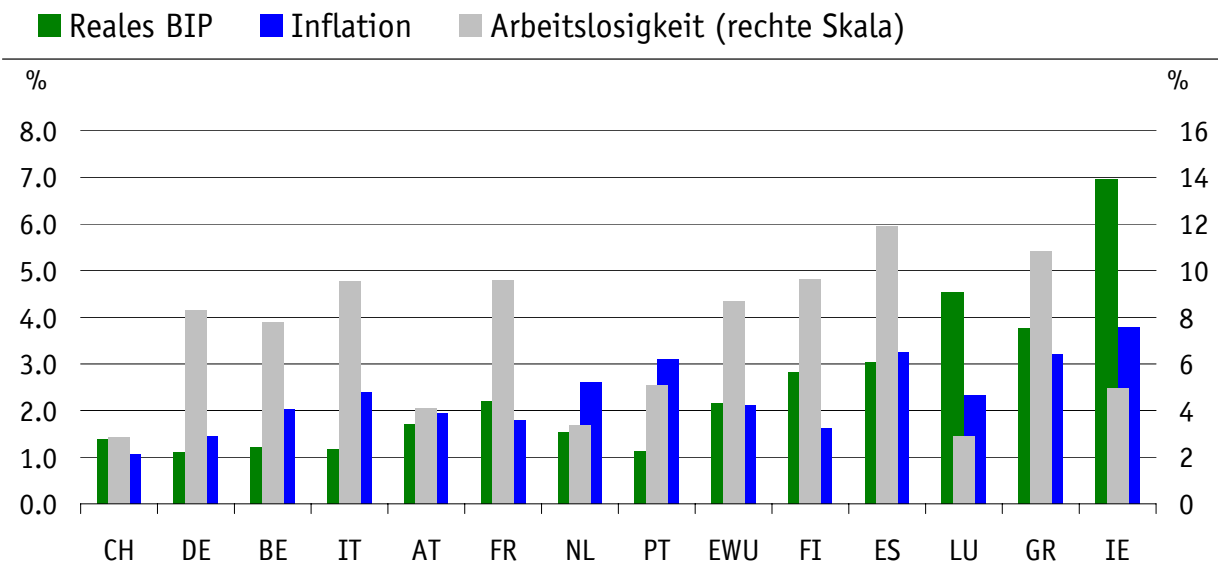
Inflationsrisiken im Moment trotz bereits lang anhaltender expansiver Geldpolitik und höheren Ölpreisen in der Schweiz immer noch moderat sind.

Die in diesem Jahr bisher insgesamt eher enttäuschenden Konjunkturindikatoren lassen für 2005 auf ein im Vergleich zu 2004 tieferes BIP-Wachstum in der Schweiz schliessen. Allerdings dürfte das Verlaufswachstum ab dem zweiten oder dritten Quartal wieder etwas zulegen und der Aufschwung sollte sich dann erneut deutlicher fortsetzen. Entscheidend für dieses Szenario ist, dass die Weltwirtschaft nicht weiter an Dynamik verliert und dass die schweizerischen Exporte wieder stärker wachsen. Die Risiken sind dabei im Moment eher gegen unten gerichtet. Die SNB unterstützt deshalb die Konjunkturerholung weiterhin und wird bei der weiteren Normalisierung der Geldpolitik vorsichtig vorgehen. Die expansive Geldpolitik muss aber früher oder später korrigiert werden, um die Preisstabilität nicht zu gefährden und um Verzerrungen bei den Vermögenspreisen zu vermeiden. Die SNB beobachtet daher die Entwicklung in der Wirtschaft und auf den Finanzmärkten sehr genau und wird alles daran setzen, beim Normalisierungsprozess das richtige Timing zu verfolgen.

Ich danke Ihnen für die Aufmerksamkeit.

Grafik 1

Wachstum, Inflation und Arbeitslosigkeit: Grosse Unterschiede in der EWU

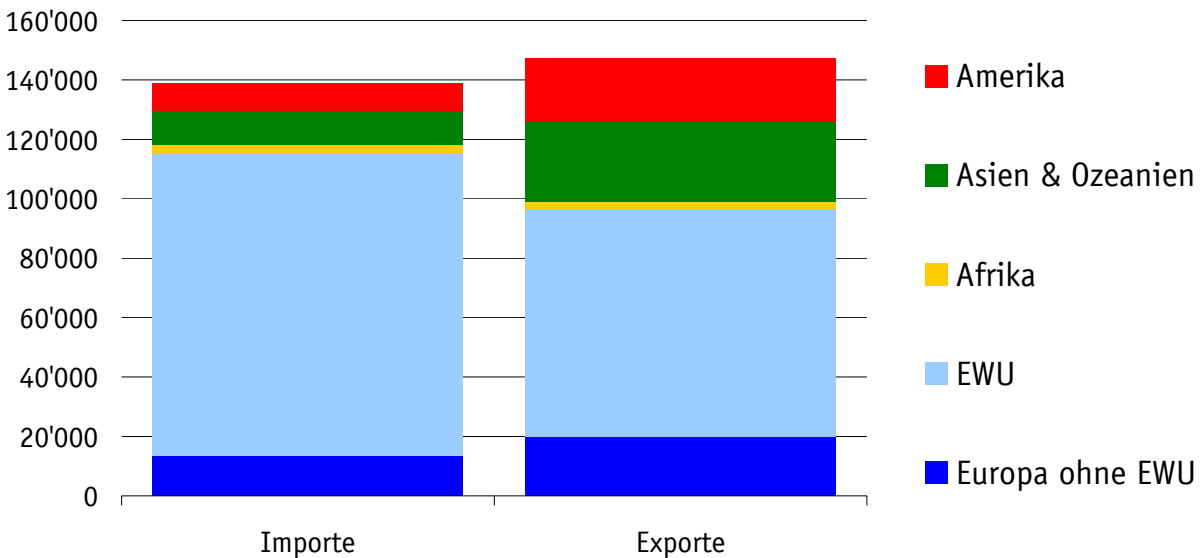


Reales BIP und Inflation: Geometrisches Mittel der QoQ-Wachstumsraten 99-04, Arbeitslosigkeit: Durchschnitt 99-04

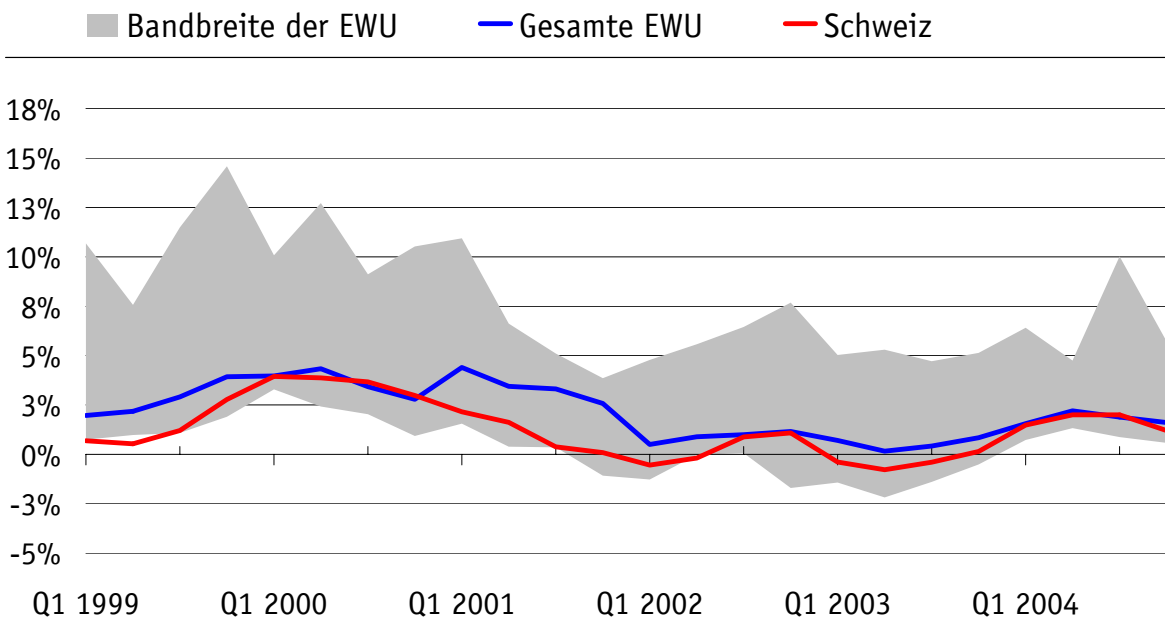
Grafik 2

Importe und Exporte: EWU wichtigster Handelspartner der Schweiz

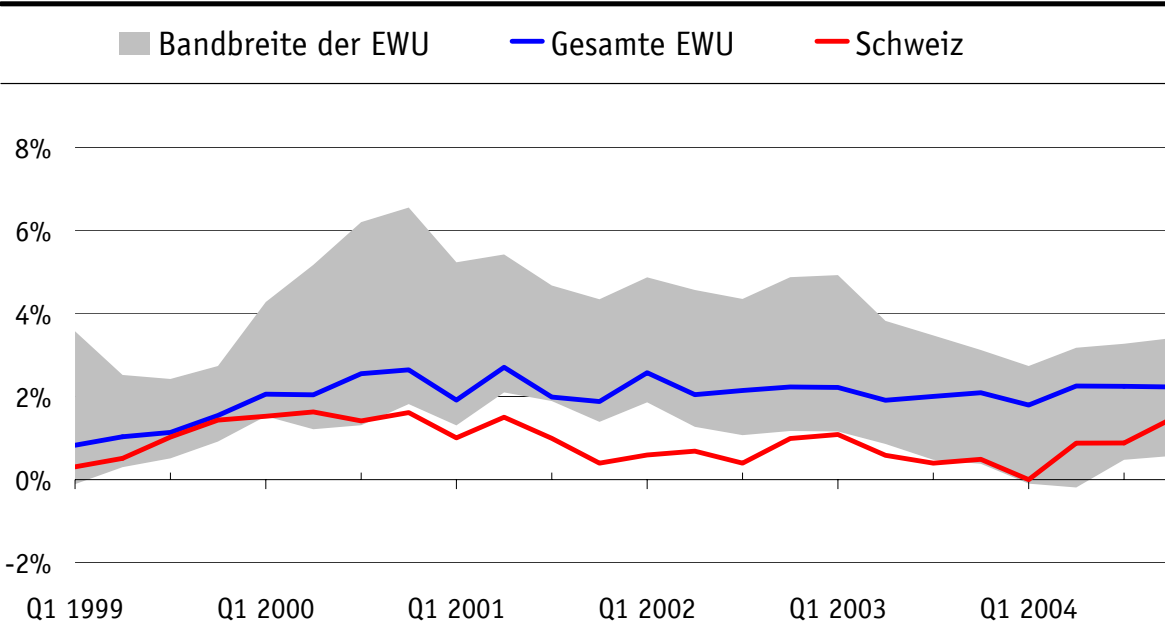
in Mio. CHF, 2004



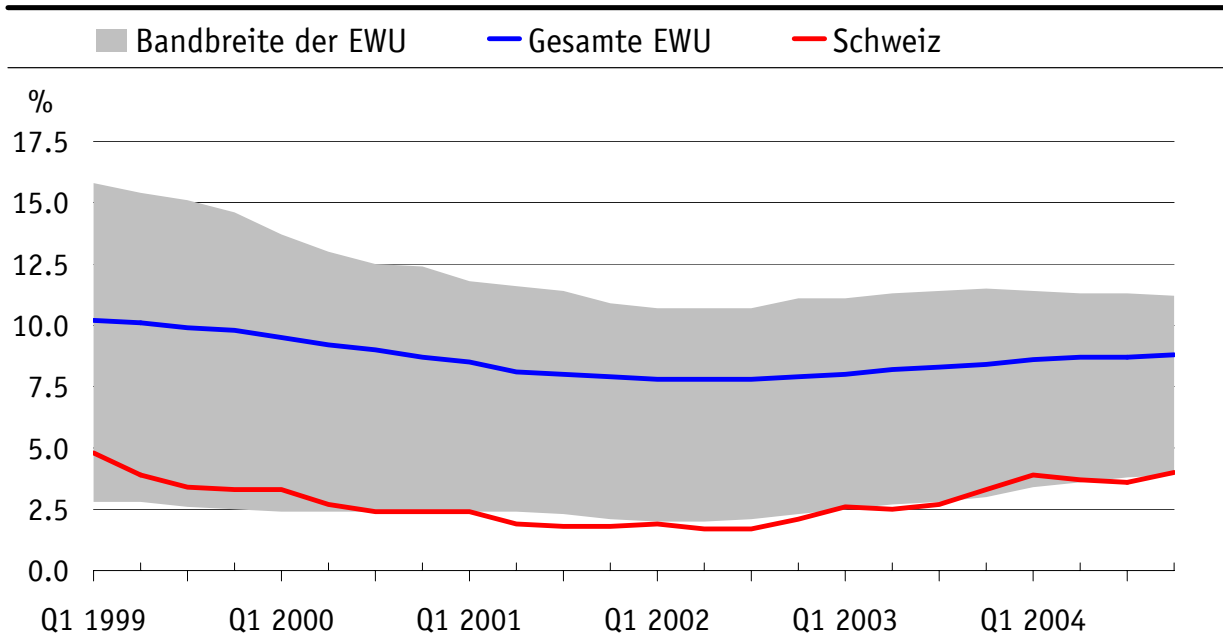
Grafik 3
 Vergleich Schweiz und EWU: Reales BIP-Wachstum



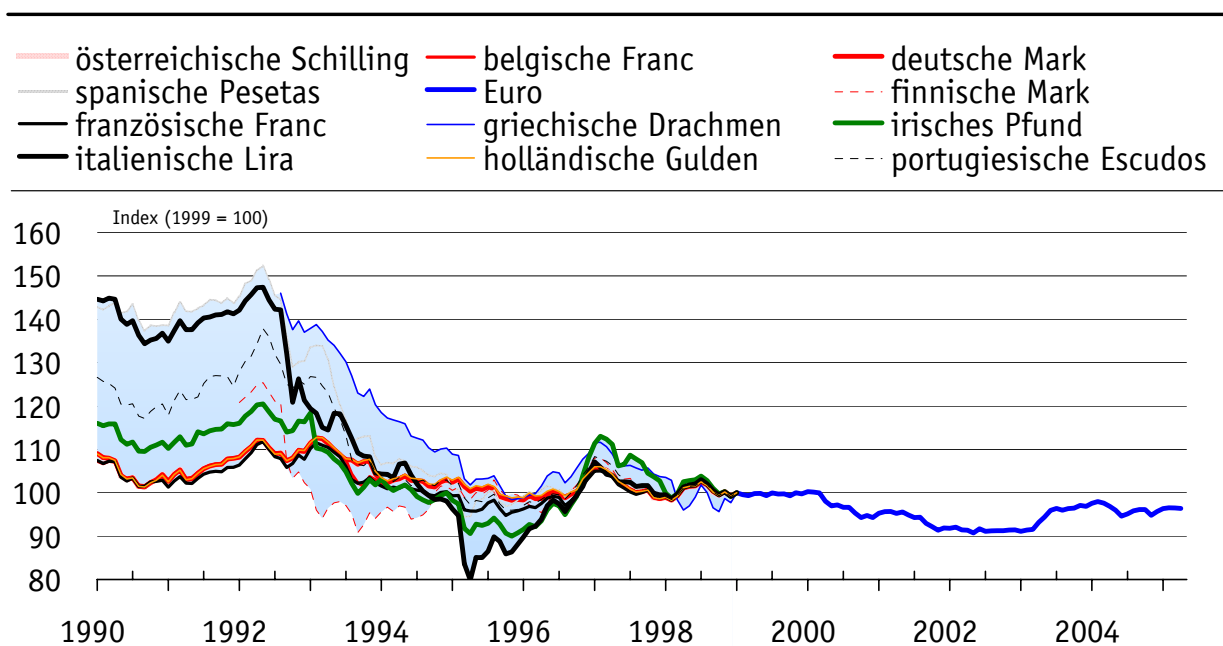
Grafik 4
 Vergleich Schweiz und EWU: Inflationsraten



Grafik 5
 Vergleich Schweiz und EWU: Arbeitslosenraten

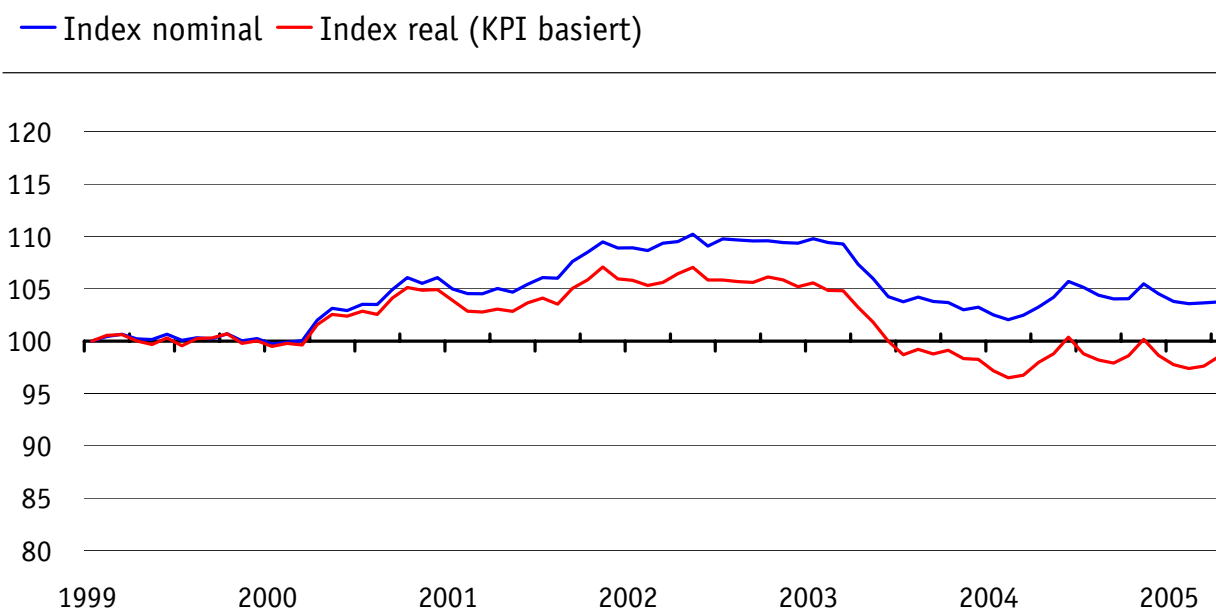


Grafik 6
 Stabilere Währungsverhältnisse für die Schweiz



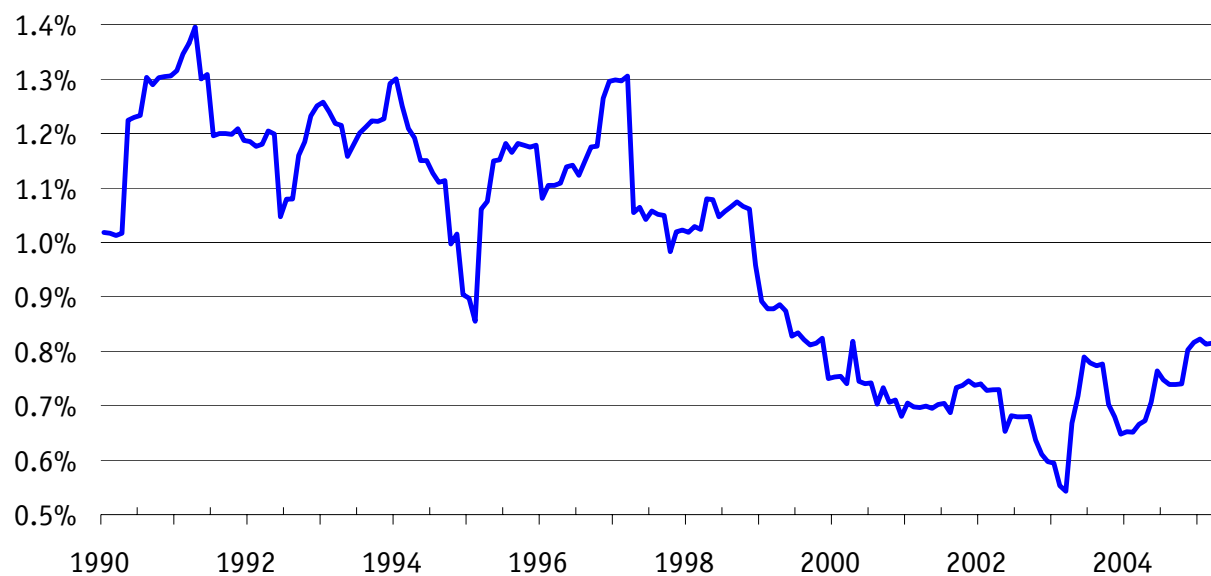
Grafik 7

Wechselkursindizes der Schweiz zur Eurozone (1999 = 100)



Grafik 8

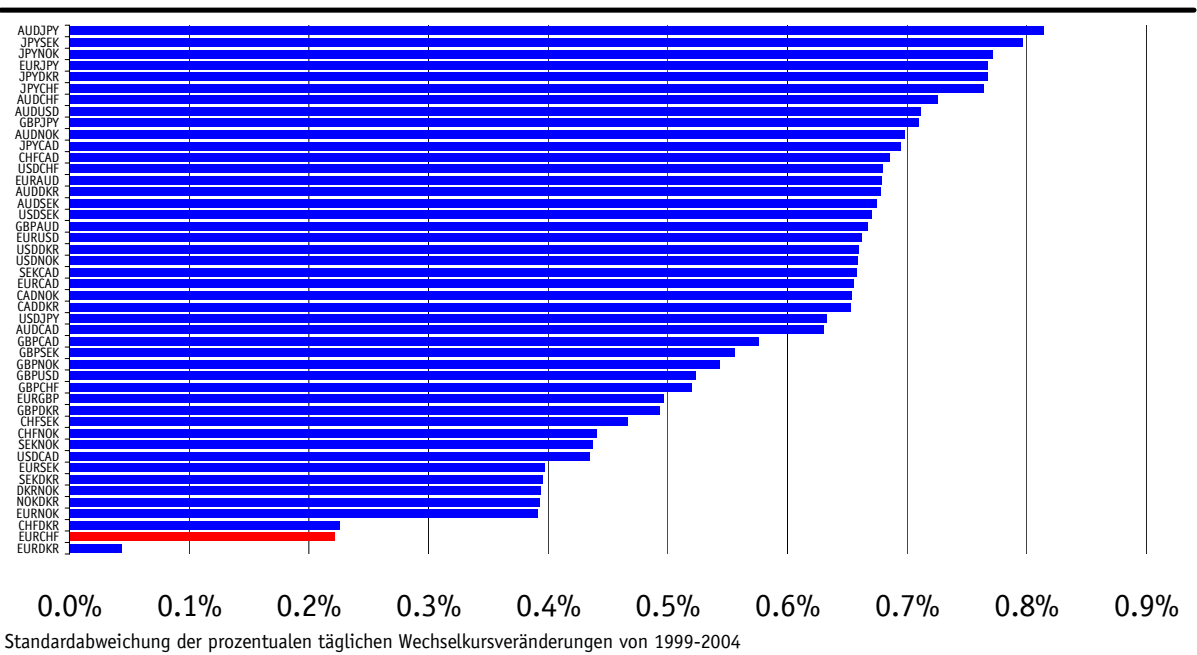
Wechselkursindex der Schweiz zur Eurozone: Rückgang der Volatilität



Standardabw. der vergangene 24 Monate der MoM Wachstumsraten

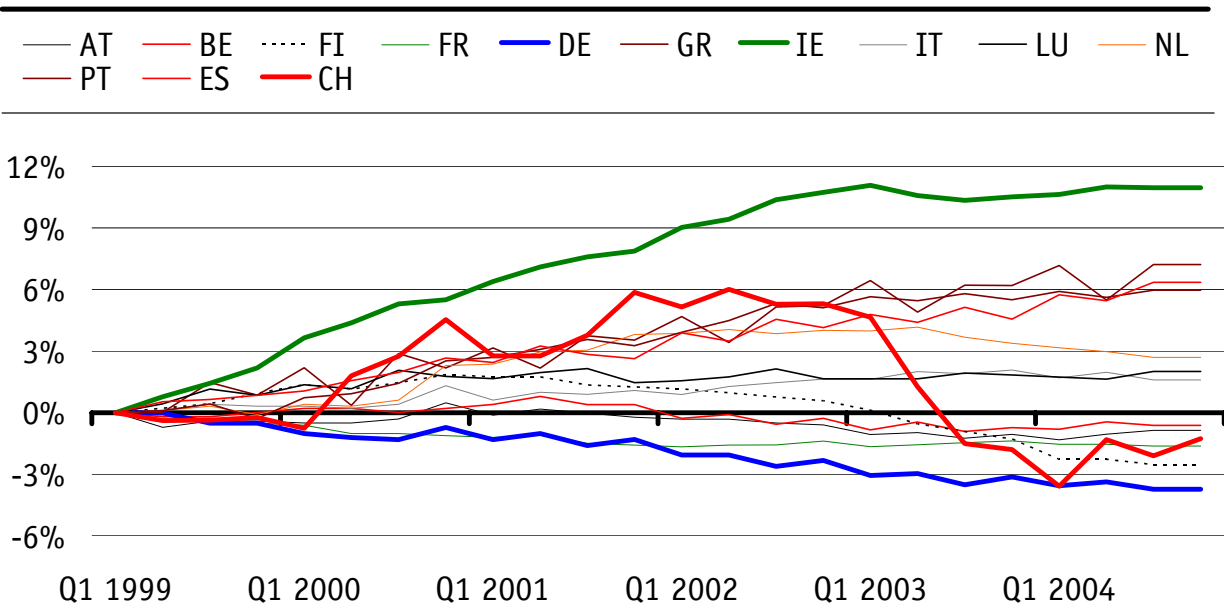
Grafik 9

Wechselkurse: Tiefe Volatilität des EURCHF



Grafik 10

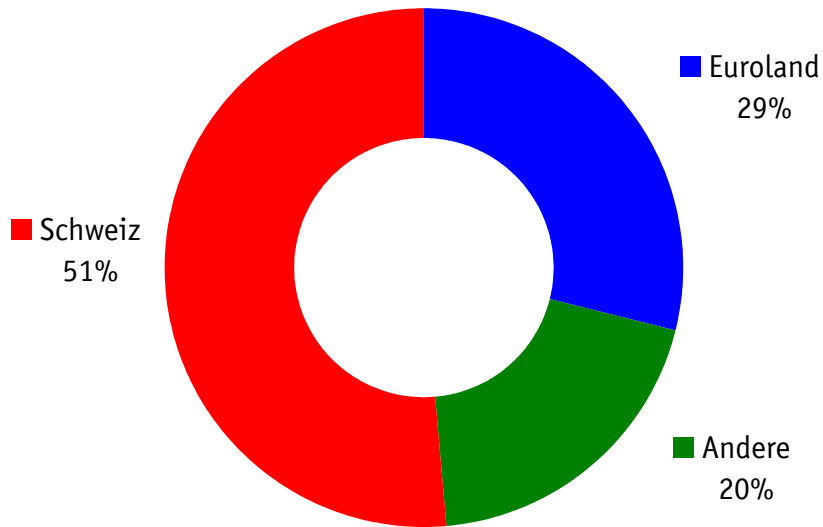
Reale Auf-/Abwertung gegenüber dem EWU-Total



Grafik 11

SWX: Fast die Hälfte der Frankenanleihen von ausländischen Emittenten

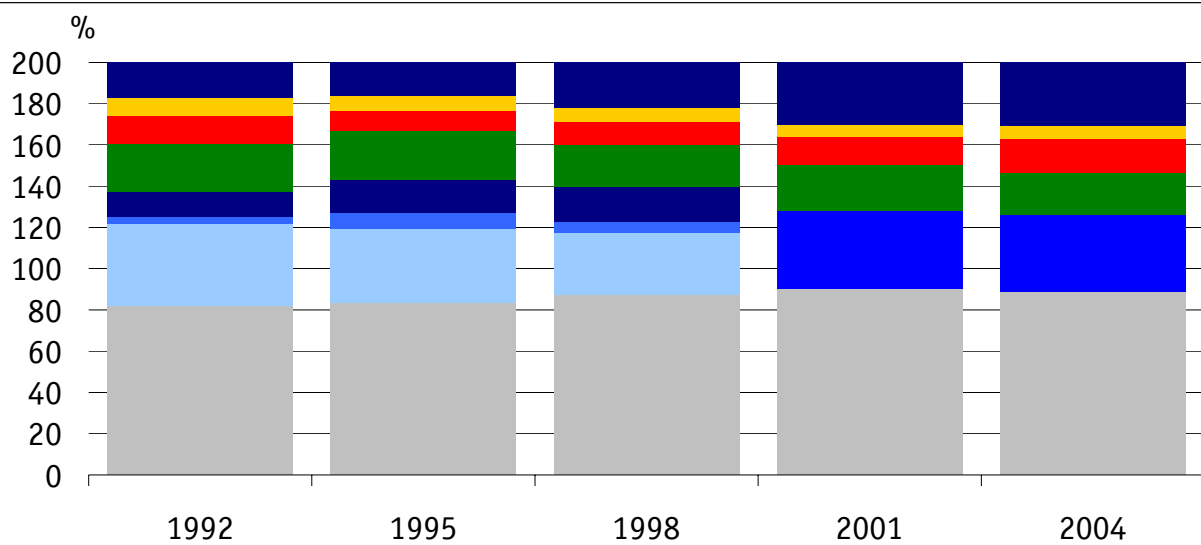
Stand 22.3.05



Grafik 12

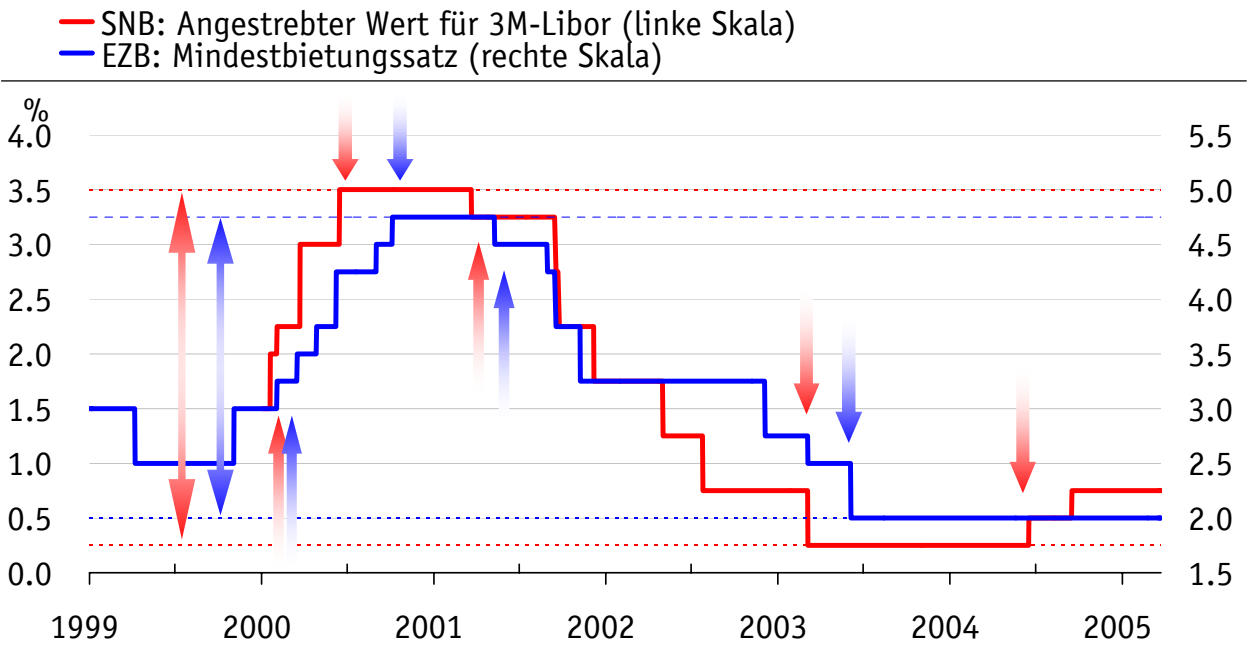
Umsatz auf den Devisenmärkten: Franken nach wie vor in den Top-5

Legend: USD (grey), EUR (blue), DEM (light blue), FRF (medium blue), ECU (dark blue), JPY (green), GBP (red), CHF (yellow), andere (dark blue)



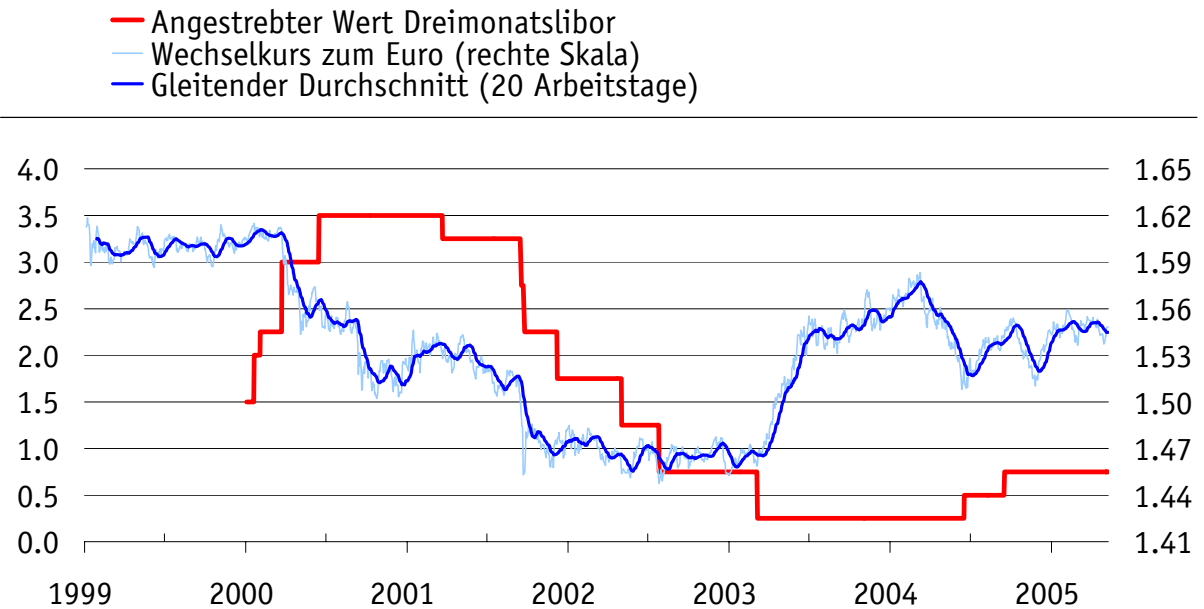
Grafik 13

Leitzinsen: Frühere und stärkere Reaktion der SNB im Vergleich zur EZB



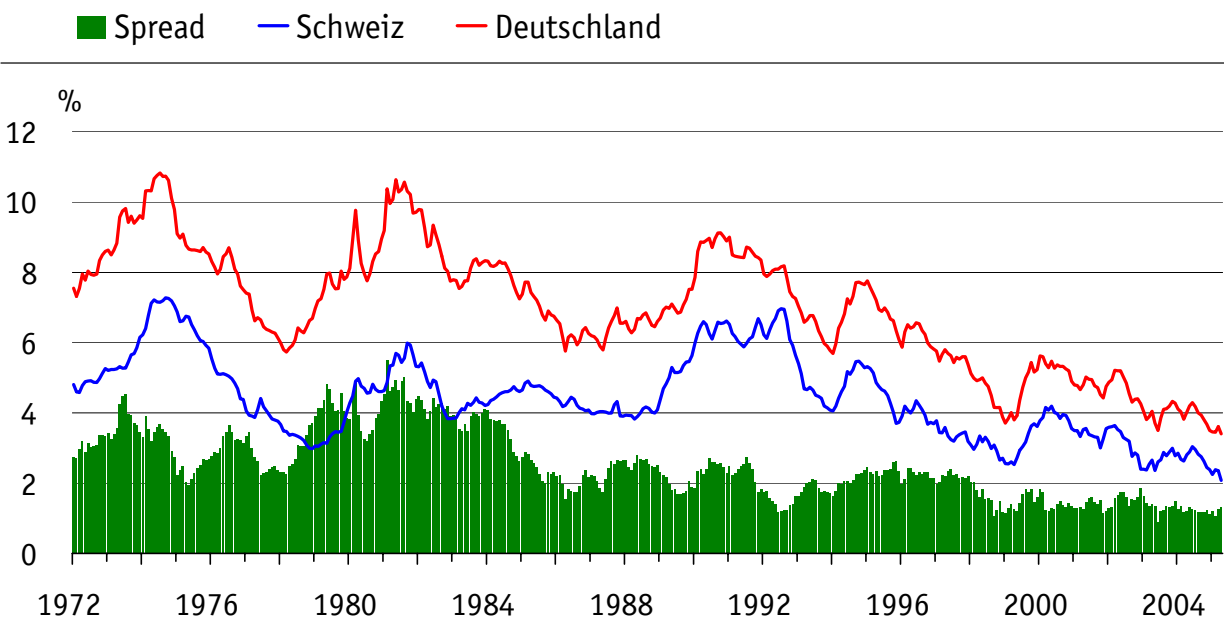
Grafik 14

Schweizerische Geldpolitik und Eurofrankenkurs



Grafik 15

Rendite langfristiger Staatsanleihen: Zinsbonus der Schweiz



Grafik 16

Langfristig: Reale Aufwertung des Schweizer Franken

