

Soll die Schweizerische Nationalbank den Franken an den Euro binden?

Ernst Baltensperger, Andreas M. Fischer und Thomas J. Jordan*

With the introduction to stage three of European Monetary Union in 1999, the question arises whether an exchange rate peg to the euro is an optimal monetary strategy for the Swiss National Bank. This article analyses the pros and cons of such a strategy. It is argued that the claimed advantages of a fixed peg – reduction in exchange rate volatility and the elimination of an appreciating trend – are only marginal. However, the costs of a pegging strategy – the effects arising from higher interest rates and the National Bank's lost reputation – are substantial. Furthermore, successful implementation of such a strategy may be difficult. The article concludes by arguing that the current strategy of a flexible and independent monetary policy is preferred to the option of pegging the exchange rate.

JEL Classification: E20, E42, E50, F20, F30.

Keywords: Monetary Policy, Exchange Rate System, Euro, Switzerland.

1 Einleitung

Nach dem Übergang zur dritten Stufe der Europäischen Währungsunion auf Beginn dieses Jahres stellt sich für die schweizerische Geldpolitik die Frage, ob eine Anbindung des Frankens an den Euro eine optimale Strategie darstellen würde. Mitunter wird in Politik und Wissenschaft argumentiert, dass ein Anbinden des Frankens an den Euro keine nennenswerten Nachteile für die schweizerische Volkswirtschaft zur Folge habe, dafür aber umso gewichtigere Vorteile bringe, indem die Wechselkursvolatilität eliminiert und der historische Aufwertungsdruck auf den Schweizerfranken zum Stillstand gebracht würde. Dieser Aufsatz argumentiert, dass solche Überlegungen zu kurz greifen. Die Konsequenzen eines Anbindens sind wesentlich vielschichtiger und problematischer als dies die Befürworter einer solchen Strategie wahrhaben wollen. Ein sorgfältiges Abwägen der Auswirkungen der verschiedenen geldpolitischen

* Ernst Baltensperger ist ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern und externer Berater der Schweizerischen Nationalbank. Andreas M. Fischer und Thomas J. Jordan sind wissenschaftliche Berater der Schweizerischen Nationalbank und Privatdozenten an der Universität Bern. Die Autoren vertreten ihre persönliche Meinung.

Optionen spricht im gegenwärtigen Zeitpunkt und auf absehbare Zeit klar für eine Fortführung der bisherigen flexiblen und autonomen Geldpolitik der Nationalbank und gegen eine Anbindung des Frankens an den Euro.

Der Aufsatz ist wie folgt aufgebaut: In Abschnitt 2 werden die propagierten Vorteile einer Anbindung analysiert. Abschnitt 3 diskutiert die Kosten, die mit einer Anbindungsstrategie verbunden sind. In Abschnitt 4 wird auf die Realisierbarkeit einer Kursfixierung eingegangen und in Abschnitt 5 werden die geld- und währungspolitischen Schlussfolgerungen gezogen.

2 Propagierte Vorteile einer Anbindung

Die Anbindung des Frankens an den Euro soll gemäss den Verfechtern einer solchen Strategie zwei gewichtige Vorteile gegenüber der Fortführung einer autonomen Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank besitzen: Ein fester Wechselkurs zwischen Franken und Euro würde – in Bezug auf das Verhältnis zwischen der Schweiz und den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion – zum einen die Wechselkursvolatilität eliminieren und zum anderen den historisch beobachteten realen Aufwertungsdruck des Schweizerfrankens zum Stillstand bringen.¹ Die Anbindung des Frankens sollte gemäss dieser Argumentation für den Exportsektor der schweizerischen Wirtschaft eine grosse Erleichterung darstellen und somit zu einer Erhöhung der Produktion, des Handels und des Wohlstandes in der Schweiz führen.

Im Folgenden wollen wir die Stichhaltigkeit dieser Argumentation untersuchen. Für eine solche Analyse ist es zuerst wichtig, klar zwischen nominellen und realen Wechselkursen zu unterscheiden. Der nominelle Wechselkurs ist als Preis einer ausländischen Geldeinheit, ausgedrückt in inländischer Währung, definiert. Der reale Wechselkurs hingegen widerspiegelt die Kaufkraft einer inländischen Geldeinheit im Inland relativ zu deren Kaufkraft im Ausland und misst somit die relativen Kosten eines vergleichbaren Waren- oder Faktorenbündels im In- und Ausland. Für die Konsum- und Investitionsentscheidungen der Wirtschaftsteilnehmer spielen die realen und nicht die nominellen Wechselkurse die entscheidende

1 Zum Teil wird das Phänomen einer Aufwertung pauschal mit einer Überbewertung gleichgesetzt. Vergleiche z.B. Brunetti und Hefeker (1998).

Rolle.² Notenbanken können grundsätzlich nur nominelle Grössen über längere Horizonte beeinflussen und kontrollieren und somit nur die nominellen, nicht aber die realen Wechselkurse fixieren. Allerdings bewegen sich in der kurzen Frist die realen Wechselkurse nicht unabhängig von den nominellen Wechselkursen. Als Folge der trägen Anpassung der Preise verlaufen die nominellen und die realen Wechselkurse in der kurzen Frist relativ parallel. Mittel- und langfristig hingegen werden die realen Wechselkurse durch unterschiedliche Entwicklungen in den realen Bereichen der verschiedenen Volkswirtschaften und die nominellen Wechselkurse durch eine unterschiedliche Geldpolitik der Staaten bestimmt.

2.1 Auswirkungen der Wechselkursvolatilität

Wenden wir uns zunächst den Auswirkungen der Wechselkursvolatilität bei trendmässig konstanten realen Wechselkursen zu. Mit einer Anbindung des Frankens an den Euro würden die kurzfristigen nominellen Wechselkursschwankungen eliminiert. Da die Bewegungen der realen Wechselkurse in der kurzen Frist stark mit denjenigen der nominellen Wechselkurse korreliert sind, würde eine Anbindung des Frankens an den Euro die Volatilität der realen Wechselkurse stark einschränken, wenn auch nicht völlig eliminieren. Eine gängige theoretische Argumentation lautet, dass eine hohe reale Wechselkursvolatilität den internationalen Handel vermindere und somit die volkswirtschaftlichen Vorteile aus der internationalen Arbeitsteilung schmälere.³ Für den Exportsektor der schweizerischen Volkswirtschaft sollte die Eliminierung der nominellen Wechselkursschwankungen daher theoretisch eine positive Wirkung haben, da dies die realen Wechselkursschwankungen ebenfalls stark einschränkt. Die entscheidende Frage ist jedoch, wie stark Wechselkursschwankungen den internationalen Handel tatsächlich einschränken. Empirische Untersuchungen zeigen nämlich, dass die Wechselkursvolatilität nur einen geringen oder gar keinen Einfluss auf das Ausmass des

2 Während für Direktinvestitionen in erster Linie die Kosten eines Faktorenbündels wichtig sind, hängen Konsumentscheide von den Kosten eines Warenbündels ab. Die realen Wechselkurse werden üblicherweise auf Grund des Preisniveaus der Konsumgüter berechnet. Da jedoch die Veränderung der Löhne oft stark von der Veränderung der Konsumentenpreise bestimmt wird, stellt der Verlauf des Konsumentenpreisindex in vielen Fällen eine akzeptable Proxyvariable für die Veränderung der Faktorkosten dar.

3 Côté (1994) zeigt, dass dieses Ergebnis jedoch von einer Reihe z.T. sehr restriktiver Annahmen abhängt. Die theoretischen Aussagen über die Wirkung der Wechselkursvolatilität auf das Ausmass des internationalen Handels können uneindeutig werden, sobald diese Annahmen aufgehoben werden.

internationalen Handels hat.⁴ Dies wird auch für die Schweiz durch eine neue Studie von Fischer (1998) bestätigt.⁵ Es gibt verschiedene Gründe für dieses empirische Ergebnis: Wichtig ist einmal zu nennen, dass sich die Exporteure relativ einfach und günstig gegen Wechselkursrisiken absichern können (Hedging des Wechselkursrisikos), so dass flexible Wechselkurse sie nicht vom internationalen Handel abhalten. Für Firmen mit einem längerfristigen Horizont gilt zudem, dass sich die Wechselkursverluste und -gewinne über die Zeit auch ohne Hedging ausgleichen. Wechselkursvolatilität hat bei solchen Firmen daher kaum einen Einfluss auf ihre internationalen Handelsaktivitäten. Zu betonen ist auch, dass die Wechselkursvolatilität nur einen von vielen Risikofaktoren für international tätige Unternehmen darstellt. Das Wechselkursrisiko ist für diese Firmen im Vergleich zu anderen Risiken möglicherweise relativ klein. Ausserdem enthalten Wechselkursrisiken auch grundsätzlich Chancen für Gewinne. Je nach Nutzenfunktion und Risikoaversion der Firmen kann es sogar vorteilhaft sein, bei flexiblen Wechselkursen mehr internationalen Handel zu betreiben als bei fixen Wechselkursen.

Mitunter wird argumentiert, dass nicht nur die oben erwähnten direkten Einflüsse, sondern vor allem gewisse indirekte Wirkungen der Wechselkursvolatilität der schweizerischen Volkswirtschaft schaden könnten.⁶ Dabei wird speziell das Argument von möglichen Hystereseeffekten betont: Hohe Kosten für Markteintritte und -austritte bewirken, dass Firmen auf kleinere Wechselkursveränderungen nicht reagieren. Schweizerische Firmen, welche sich als Folge eines ungünstigen Wechselkurses aus einem ausländischen Markt zurückgezogen haben, würden dann nicht mehr versuchen, in diesen Markt zurückzukehren, auch wenn der reale Wechselkurs wieder auf sein ursprüngliches Niveau zurückgekehrt ist. Direktinvestitionen, welche aus der Schweiz als Folge eines überbewerteten Frankens abgezogen worden sind, würden nicht wieder rückgängig gemacht, auch wenn der Franken an den Devisenmärkten gemäss den ökonomisch fundamentalen Grössen wieder korrekt bewertet würde.

Die Argumentation, dass die Wechselkursvolatilität wegen der Nichtreaktion von Unternehmungen bei kleineren Wechselkursveränderungen die Exportchancen der schweizerischen Wirtschaft und die Direktinvestitionen in der Schweiz systematisch behindere, ist jedoch wenig überzeugend.

4 Vergleiche z.B. die Literaturübersicht in Côté (1994).

5 Fischer (1998) verwendet moderne Zeitreihenmethoden im Rahmen von GARCH-Modellen, um die Effekte der Wechselkursvolatilität zu bestimmen.

6 Siehe z.B. Brunetti und Hefeker (1998).

Diese Nichtreaktion bedeutet nämlich ebenso, dass die Marktanteile nicht so rasch verloren gehen und Direktinvestitionen nicht so rasch abwandern, wenn einmal die Bedingungen vorübergehend schlecht sind. Die Nichtreaktion auf kleinere Wechselkursänderungen besagt im Wesentlichen, dass Wechselkursschwankungen relativ geringe Realwirkungen erzeugen, solange es sich um reine Schwankungen handelt. Temporäre Wechselkursschwankungen werden daher kaum zu einem Rückzug von schweizerischen Firmen aus ausländischen Märkten oder zu einem Abzug von Direktinvestitionen aus der Schweiz führen.

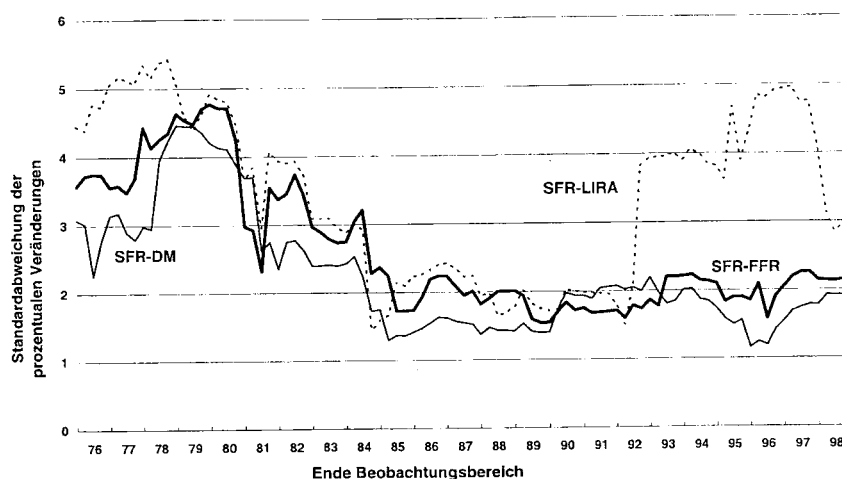
Eine genauere Analyse der Bedeutung von Wechselkursrisiken deutet also insgesamt darauf hin, dass temporäre Schwankungen des Franken-Euro-Wechselkurses im langfristigen Durchschnitt kaum grosse Wirkungen auf die Verteilung von Marktanteilen und auf die Chancen der schweizerischen Exporteure in den europäischen Märkten haben werden. Zu vermerken ist ausserdem, dass sich die Wechselkursschwankungen für die schweizerischen Exporteure nach dem Übergang zur dritten Stufe der Währungsunion und nach der Einführung des Euro insgesamt mit grosser Wahrscheinlichkeit bereits wesentlich verringern werden, da die volatilsten Währungen in Europa verschwinden. Insbesondere sind innerhalb der Währungsunion keine Abwertungen von einzelnen Ländern aus Wettbewerbsgründen mehr möglich, welche einzelnen Ländern temporär einen Wettbewerbsvorteil verschaffen würden. Ein extremes Beispiel für eine solche Situation stellt die italienische Lira dar. Zwischen Mai 1992 und April 1995 wertete sich der Franken gegenüber der Lira real um über 70 Prozent auf. Der grösste Teil dieser Aufwertung war allerdings bis Ende 1996 wieder verschwunden.⁷ *Grafik 1* zeigt den Verlauf der Volatilität – gemessen als Standardabweichung der prozentualen Veränderungen des realen Wechselkurses – des Schweizerfrankens gegenüber Deutschland, Frankreich und Italien.⁸ Gegenüber der Deutschen Mark weist der Franken normalerweise eine kleinere Volatilität aus als gegenüber dem französischen Franc und der italienischen Lira. Die Volatilität des Euro gegenüber dem Franken sollte in der gleichen Grössenordnung sein wie die Volatilität des Frankens gegenüber der Deutschen Mark. In *Grafik 2* ist die Volatilität des realen Wechselkurses des Frankens und der Deutschen Mark jeweils gegenüber dem Dollar abgebildet. Beide Währungen

7 Trotz hoher Volatilität gegenüber der Lira kann seit dem Beginn der 80er-Jahre kaum von einem systematischen realen Aufwertungsstrend des Frankens gegenüber der Lira gesprochen werden. Vergleiche dazu die untenstehenden Ausführungen.

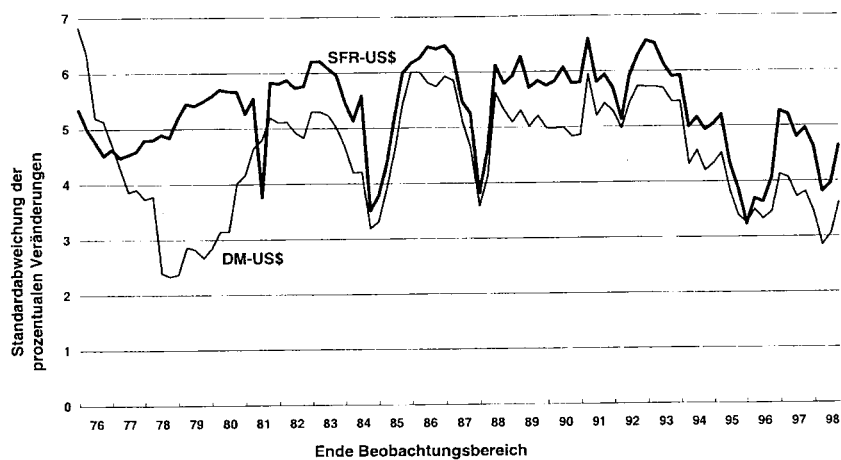
8 Die Standardabweichung ist jeweils auf Grund einer Periode von 12 Quartalen berechnet. Der für das 1. Quartal 1976:1 angegebene Wert entspricht der Standardabweichung der prozentualen Veränderungen vom 2. Quartal 1973 bis zum 1. Quartal 1976.

weisen gegenüber dem Dollar eine viel stärkere Volatilität aus als untereinander. Für Unternehmen, die in Länder ausserhalb des Euro-Raumes exportieren, würden demnach auch bei einer Anbindung des Frankens an den Euro Währungsrisiken etwa im bisherigen Ausmass existieren.

Grafik 1: Reale Wechselkursvolatilität des Schweizer Frankens



Grafik 2: Reale Wechselkursvolatilität gegenüber dem Dollar



Insgesamt kommen wir zum Schluss, dass die Existenz von Wechselkurschwankungen bei einem im Durchschnitt über lange Zeit konstanten realen Wechselkurs kein allzu grosser Nachteil für die schweizerische Volkswirtschaft sein sollte. Die Existenz von Wechselkursschwankungen stellt daher für sich alleine betrachtet keinen sehr gewichtigen Grund für eine Anbindung des Frankens an den Euro dar.

2.2 Probleme des Aufwertungstrends des Frankens

Bedeutsamer scheint uns die Frage, ob eine Anbindung des Frankens an den Euro den historisch beobachteten Aufwertungstrend des realen Wechselkurses des Frankens brechen und dadurch der Exportwirtschaft günstigere Bedingungen verschaffen könnte, denn es sind die bleibenden Änderungen des Wechselkurses, welche für die Struktur der internationalen Arbeitsteilung längerfristig verantwortlich sind.

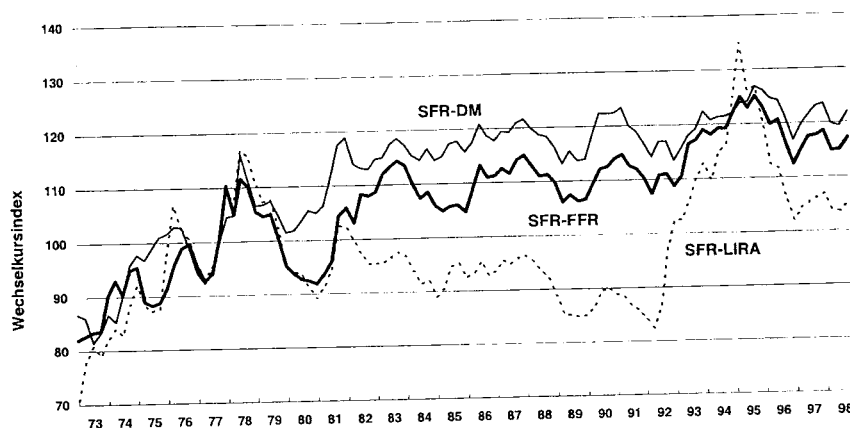
Um diese Frage zu analysieren, müssen wir auf drei Punkte näher eingehen. Wir müssen uns erstens mit dem Ausmass der eingetretenen realen Aufwertung auseinandersetzen. Wir müssen zweitens die Ursache der realen Aufwertung des Frankens analysieren und untersuchen, inwiefern diese Aufwertung tatsächlich ein Problem für die schweizerische Exportwirtschaft ist. Und drittens müssen wir auf die Frage eingehen, ob eine Fixierung des nominellen Wechselkurses die Aufwertungstendenz des realen Frankenkurses überhaupt brechen könnte.

Die reale Aufwertung des Frankens

Wenn die reale Wechselkursentwicklung des Schweizerfrankens in den letzten 25 Jahren betrachtet wird, so fallen zwei wesentliche Punkte auf: Zum einen ist die Aufwertung des Frankens gegenüber den verschiedenen europäischen Währungen sehr unterschiedlich verlaufen. Zum anderen hat sich der Franken gegenüber der wichtigsten europäischen Währung, der Deutschen Mark, vor allem in den 70er-Jahren aufgewertet, währenddem seither kaum mehr von einer trendmässigen Aufwertung gesprochen werden kann. Der Verlauf der realen Wechselkurse gegenüber Deutschland, Frankreich und Italien ist in *Grafik 3* abgebildet. Die Grafik zeigt, dass nach einer starken realen Aufwertung des Schweizerfrankens gegenüber allen drei Währungen in den 70er-Jahren der trendmässige Verlauf der realen Wechselkurse seither unterschiedlich war. Eine eigent-

liche trendmässige Aufwertung ist seit dem Beginn der 80er-Jahre am ehesten gegenüber dem französischen Franc sichtbar. Der Begriff «trendmässige Aufwertung des Frankens» ist daher mit Vorsicht zu interpretieren. Wie hoch der potentielle langfristige Aufwertungsdruck gegenüber der neuen Währung Euro sein wird, ist *a priori* nicht zu bestimmen.

Grafik 3: Realer Wechselkurs des Schweizer Frankens



Die Ursachen der Aufwertungstendenz

Befassen wir uns nun mit der Ursache der Aufwertungstendenz einer Währung. Balassa (1964) und Samuelson (1964) haben überzeugend dargestellt, dass der gleichgewichtige reale Wechselkurs in der langen Frist durch die realen Unterschiede zwischen den verschiedenen Volkswirtschaften, d.h. durch unterschiedliche relative Produktivitätsfortschritte zwischen den Sektoren der handelbaren und der nichthandelbaren Güter in den verschiedenen Ländern, bestimmt wird.⁹ Die Währung eines Landes wertet sich trendmässig gegenüber anderen Währungen real auf, wenn das Produktivitätswachstum des Exportsektors (Sektor der handelbaren Güter) relativ zum Produktivitätswachstum des Binnensektors (Sektor der nichthandelbaren Güter) im Inland grösser ist als im Ausland. Der langfristige Verlauf des realen Wechselkurses wird deshalb durch eine unterschiedliche Entwicklung der relativen Preisverhältnisse

⁹ Vergleiche dazu auch Niehans (1984) und Obstfeld und Rogoff (1996); für die Schweiz siehe Aebersold und Brunetti (1998).

zwischen handelbaren und nichthandelbaren Gütern im In- und Ausland bestimmt.

Eine trendmässige Aufwertung einer Währung, welche allein eine solch unterschiedliche Produktivitätsentwicklung widerspiegelt, entspricht daher einem ökonomischen Gleichgewicht. Ein hoher realer Wechselkurs, der auf eine unterschiedliche Produktivitätsentwicklung zurück zu führen ist, hat deshalb nichts mit einer Überbewertung einer Währung zu tun. Eine trendmässige Aufwertung des realen Wechselkurses als Folge realwirtschaftlicher Ursachen stellt daher, wie Niehans (1984) zeigt, auch keine Verletzung der relativen Kaufkraftparitätstheorie dar.

Wird die Produktivitätsentwicklung im schweizerischen Binnensektor (Sektor der nichthandelbaren Gütern) durch institutionelle Faktoren gehemmt (insbesondere durch die Einschränkung des Wettbewerbs), so würde eine Liberalisierung im Binnensektor zu einer realen Abwertung des Frankens führen. Diese Liberalisierung sollte insgesamt für die schweizerische Volkswirtschaft wohlfördernd sein, indem sie die Effizienz und die Produktion im Binnensektor erhöhen würde. Der Exportsektor selber wird aber von diesen Massnahmen nur am Rande betroffen, da durch den Abbau der Wettbewerbshindernisse in erster Linie das Preisniveau der nichthandelbaren Güter gesenkt würde und weder der nominelle Wechselkurs noch der Preis der handelbaren Güter betroffen wären.¹⁰

Für den Exportsektor stellt der Wechselkurs nur dann ein Problem dar, wenn die trendmässige Entwicklung des realen Wechselkurses von der trendmässigen Entwicklung des gleichgewichtigen Wechselkurses abweichen würde. Für die Schweiz insgesamt gibt es kaum Anzeichen dafür, dass dies über längere Zeit der Fall gewesen wäre. Der Exportsektor gehörte während den letzten 25 Jahren zu den wirtschaftlich starken Sektoren der Schweiz und war keiner tendenziellen Schrumpfung unterworfen. Dies deutet darauf hin, dass die trendmässige Entwicklung des Frankens die Produktivitätsdifferenziale reflektiert und nicht Ausdruck einer Überbewertung ist.

¹⁰ Es wäre möglich, dass durch die Verbilligung von nichthandelbaren Gütern auch bestimmte Inputfaktoren für den Exportsektor günstiger werden. Falls dies jedoch einen positiven Einfluss auf die Produktivität des Exportsektors ausübt, würde dadurch die reale Abwertung des Frankens als Folge der Binnenmarkliberalisierung tendenziell vermindert.

Die Anbindung des Frankens und die Entwicklung des realen Wechselkurses

Verfechter eines Anbindens des Frankens möchten die reale Aufwertungstendenz durch die Fixierung des nominellen Wechselkurses brechen. Es stellt sich grundsätzlich die Frage, ob dies überhaupt möglich wäre. Die Geldpolitik hat langfristig keinen Einfluss auf die relativen Produktivitätsfortschritte zwischen dem Binnen- und dem Exportsektor und folglich auch nicht auf die relativen Preise zwischen den handelbaren und den nichthandelbaren Gütern. Die Geldpolitik resp. das Wechselkurs-system hat daher langfristig auch keinen Einfluss auf den Verlauf des realen Wechselkurses. Eine Anbindung des Frankens an den Euro würde somit einen möglichen realen Aufwertungstrend des Frankens nicht beeinflussen und auch die Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors nicht grundsätzlich tangieren.¹¹ Hingegen würde die Fixierung des nominellen Wechselkurses bedeuten, dass die reale Aufwertung nur über ein höheres Preisniveau resp. über eine höhere durchschnittliche Inflationsrate in der Schweiz erfolgen könnte.¹² Die Anbindung des Frankens hätte in diesem Fall nicht nur keinen Vorteil, sondern würde der schweizerischen Volkswirtschaft zusätzlich die Kosten einer höheren Inflationsrate auferlegen.

Die Situation bei einer tatsächlichen Überbewertung

Zu betonen ist auch, dass die Anbindung nicht nur im Falle einer realwirtschaftlich bedingten trendmässigen Aufwertung, sondern auch im Falle einer tatsächlichen Überbewertung unklug wäre. Es ist durchaus denkbar, dass zur Zeit die Preise der nichthandelbaren Güter relativ zu den Preisen der handelbaren Gütern in der Schweiz als Folge der kürzlich eingeleiteten Liberalisierungen in der Binnenwirtschaft gegenüber ihrem langfristigen Gleichgewicht zu hoch sind. Dies würde bedeuten, dass der reale Wechselkurs in der nahen Zukunft sinken muss. Eine Anbindung des Frankens würde die Möglichkeit der Anpassung über den nominellen Wechselkurs von vornherein verhindern. Die Anpassung hätte vollumfänglich über eine Senkung der normalerweise nicht sehr flexiblen Binnenpreise zu erfolgen, was den Anpassungsprozess zusätzlich behindern würde.

11 Die langfristige Wettbewerbssituation des Exportsektors würde durch ein Anbinden des Frankens nur dann verbessert, wenn der nominelle Wechselkurs in einem System von flexiblen Wechselkursen die Tendenz hätte, systematisch von seinem Gleichgewichtstrend abzuweichen.

12 Vergleiche dazu auch Svensson (1997).

Die Ausführungen in diesem Abschnitt zeigen insgesamt, dass eine trendmässige reale Aufwertung einer Währung nicht grundsätzlich ein Problem für die Exportwirtschaft sein muss, solange die Aufwertung auf Grund von unterschiedlicher Produktivitätsentwicklung erfolgt. Ein Anbinden des Frankens an den Euro würde die Aufwertungstendenz des realen Wechselkurses nicht brechen, falls die Aufwertung reale Ursachen hat. Ein Anbinden würde aber die Inflation in der Schweiz erhöhen, sofern eine reale Aufwertungstendenz existieren sollte. Mit einer Wechselkursfixierung verliert die Nationalbank grundsätzlich die Möglichkeit, einen Anker für die Preisstabilität festzulegen. Für den Fall, dass der Franken tatsächlich überbewertet ist, d.h. von seinem Gleichgewichtswert abweicht, müsste die langfristig notwendige Abwertung vollständig über die Anpassung der Preise der Binnengüter erfolgen. Eine mögliche reale Aufwertungstendenz stellt also ebenfalls keinen zwingenden Grund für ein Anbinden des Frankens an den Euro dar.

3 Kosten einer Anbindung

Wie immer man die Vorteile einer Anbindungsstrategie beurteilt, es dürfte unbestritten sein, dass damit für die Schweiz auch eine Reihe von Kosten und Nachteilen verbunden wären. Eine sorgfältige Analyse muss auch diese gebührend berücksichtigen. Uns erscheinen insbesondere zwei Aspekte wichtig: Der Verlust des Zinsvorteils, den der Schweizerfranken traditionellerweise geniesst, und der mögliche Verlust von Reputation der Nationalbank, der damit einhergehen dürfte. Im vorliegenden Abschnitt analysieren wir diese beiden Aspekte. Ein weiterer Nachteil, der oft genannt wird, besteht im Verlust der Möglichkeit, auf asymmetrische Schocks zu reagieren. Die Nationalbank wäre nicht mehr in der Lage, eine Politik zu verfolgen, die auf spezifisch schweizerische Schocks Rücksicht nähme. Wir beurteilen aber diesen Nachteil als weniger gravierend. Die aktive Verwendung der Geldpolitik zur Steuerung der Konjunktur ist allgemein heikel. Wichtig ist aber auch, dass asymmetrische Schocks in den meisten Fällen nicht ganze Länder treffen, sondern vor allem bestimmte Industrien oder Regionen. Die Geldpolitik in den diversifizierten Industriestaaten war deshalb schon bisher nur beschränkt in der Lage, auf solche asymmetrische Schocks adäquat zu reagieren.¹³

¹³ Vergleiche dazu auch Baltensperger und Jordan (1993).

3.1 Verlust der Zinsinsel

Die Zinssätze sind in der Schweiz seit langem tiefer als in Deutschland und den anderen europäischen Staaten. Dieser Zinsvorteil stellt für die schweizerische Volkswirtschaft einen nicht zu unterschätzenden Vorteil dar und spielt daher eine wichtige Rolle als Argument für die Ablehnung einer Bindung des Frankens an den Euro.¹⁴ Unter der Voraussetzung, dass die Nationalbank den Frankenkurs glaubwürdig gegenüber dem Euro fixieren kann, würde dieser nominelle Zinsbonus rasch verschwinden, da das Wechselkursrisiko wegfiel und Euro- und Frankenanlagen sehr nahe Substitute würden. Die Beibehaltung einer eigenständigen Geldpolitik hingegen würde es grundsätzlich erlauben, diesen Zinsvorteil, zumindest zum Teil, zu verteidigen. Diese Beurteilung entspricht auch der Vorstellung, dass die Zinssenkung, welche der Beitritt zur Währungsunion den bisherigen Hochzinsländern wie Italien gebracht hat, für diese einen wichtigen Vorteil darstelle.

In dieser einfachen Form ist diese Argumentation allerdings gewissen gerechtfertigten Einwänden ausgesetzt. Zunächst einmal sollte man sauber zwischen nominellen und realen Zinsdifferenzen unterscheiden. Soweit eine nominelle Zinsdifferenz zwischen Ländern einfach entsprechende Inflationsdifferenzen reflektiert, kann sie mit international identischen Realzinssätzen einhergehen und stellt keinen realen Vorteil dar (abgesehen von dem implizierten Vorteil einer niedrigeren Inflation), da für die Realwirtschaft die Realzinsen entscheidend sind. Gegenstück des nominalen Zinsvorteils wäre dann natürlich (im langfristigen Durchschnitt) auch eine entsprechende nominale Aufwertungserwartung für den Franken. Diese Komponente ist im übrigen in der jüngsten Zeit – relativ zu den meisten europäischen Ländern – weitgehend verschwunden.

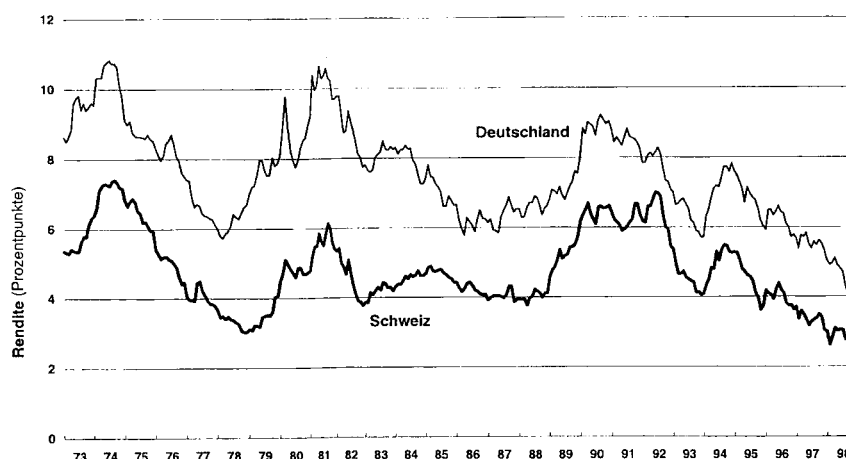
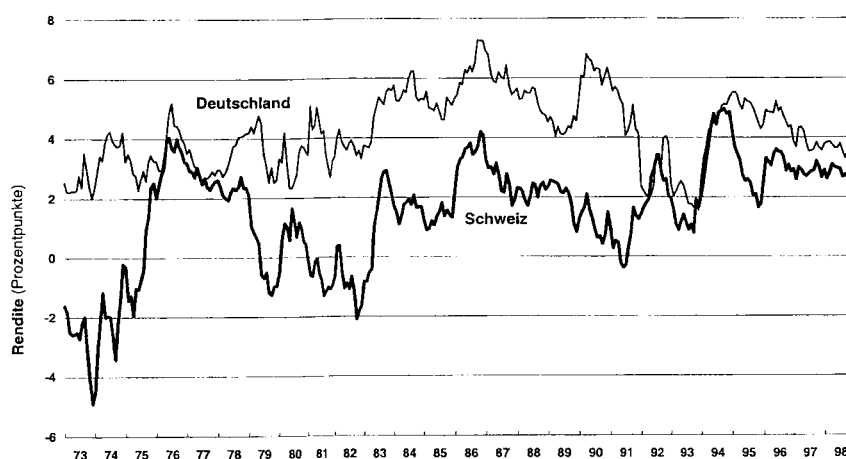
Entscheidend sind die Realzinsdifferenzen. Die Schweiz geniesst ebenfalls real gesehen einen Zinsvorteil. Nun kann man versucht sein, auch hier zu argumentieren, ein Realzinsvorteil reflektiere einfach eine entsprechende reale Aufwertungserwartung für den Schweizerfranken und stelle deshalb für die Schweizer Wirtschaft gar keinen echten Vorteil dar.¹⁵

14 Vergleiche dazu z.B. Baltensperger und Jordan (1993), Kommission für Konjunkturfragen (1996) und Rich (1999).

15 Dies wird z.B. in Brunetti und Hefeker (1998) postuliert. Allerdings müsste man dann umgekehrt auch folgern, dass die reale Aufwertung für die schweizerische Volkswirtschaft kein Problem darstellt, da sie ja durch einen entsprechenden Zinsvorteil kompensiert wird, im Gegensatz zu Brunetti und Hefeker, welche den Aufwertungsstrend als Nachteil verbuchen, anschliessend aber den Zinsvorteil als irrelevant beurteilen, weil er ja nur einen Aufwertungsstrend reflektiere.

Bei der Gegenüberstellung von Realzinsdifferenz und Aufwertungstrend und der Beurteilung ihrer ökonomischen Implikationen muss man aber aus zwei Gründen vorsichtig sein. Erstens ist die Schlussfolgerung, dass eine reale Zinsdifferenz, die allein eine Aufwertungstendenz widerspiegelt, keinen echten Vorteil für die Schweiz darstelle, höchst fragwürdig. Wenn wir davon ausgehen, dass eine reale Zinsparität erfüllt ist, d.h. dass der reale Zinsvorteil der Schweiz vollständig durch eine entsprechende reale Aufwertung des Frankens erklärt werden kann und dass diese reale Aufwertungstendenz einem Gleichgewicht entspricht, dann hat der reale Zinsvorteil der Schweiz nichts mit dem Wechselkurssystem zu tun. Bei gleichen nominellen Zinsen und festem nominellen Wechselkurs würde die reale Aufwertung des Frankens dann einfach über eine höhere Inflation in der Schweiz realisiert. Die Schweiz würde somit im Fall eines Anbindens den realen Zinsvorteil behalten, müsste jedoch auf die Bestimmung der heimischen Inflationsrate verzichten und die Kosten einer höheren Inflationsrate akzeptieren. Es ist jedoch klar, dass die reale Aufwertung in diesem Fall keineswegs pauschal als Nachteil aufgefasst werden darf. Zweitens geht aber der reale Zinsvorteil der Schweiz im Durchschnitt wesentlich über die trendmässige reale Aufwertung hinaus. Die einfache reale Zinsparität gilt daher nicht. Eine Anbindung des Frankens würde in diesem Fall nicht nur die nominellen Zinssätze und die Inflationsrate in der Schweiz tangieren, sondern auch die realen Zinssätze in der Schweiz erhöhen, unabhängig davon, ob eine reale Aufwertungstendenz des Frankens existiert oder nicht.

Grafik 4 und 5 zeigen den Verlauf der nominellen und realen Renditen für deutsche und schweizerische Staatsobligationen mit 10-jähriger Laufzeit im Zeitraum 1973–1998. Der nominelle Zinsvorteil für die Schweiz ist relativ konstant und entspricht fast 200 Basispunkten. Hingegen ist der (mit den realisierten Inflationsraten *ex post* berechnete) reale Zinsvorteil variabel und schwankt zwischen 0 und 500 Basispunkten. Die reale Zinsdifferenz schwankt stark, weil sie durch *ex post* Inflationsraten berechnet wurde. Eine Zinsdifferenz, die auf erwarteten *ex ante* Inflationsraten beruht, würde wesentlich weniger volatil sein. Im Durchschnitt der letzten 25 Jahre betrug der reale Zinsvorteil rund 2,5 Prozentpunkte und verringerte sich in den letzten Jahren auf ungefähr 1 Prozentpunkt. Der reale Aufwertungstrend des Frankens gegenüber der Deutschen Mark betrug zwischen dem 1. Quartal 1982 und dem 4. Quartal 1998 im Durchschnitt etwa 0,15 Prozentpunkte pro Jahr. Dies unterstreicht, dass der Realzinsvorteil der Schweiz weit über die durchschnittliche Aufwertung des Frankens hinausgeht.

Grafik 4: Nominelle Rendite für 10jährige Staatsobligationen**Grafik 5:** Reale Rendite für 10jährige Staatsobligationen

Zur Begründung dieses Zinsvorteils werden in der Literatur verschiedene Erklärungen angeboten. Brunetti und Hefeker (1998) behaupten, dass der reale Zinsvorteil hauptsächlich auf einer trendmässigen Realaufwertung des Frankens beruhen muss. Dieser Aufwertungstrend kann aber, wie oben gezeigt wird, nur einen Bruchteil des tatsächlichen Zinsvorteils erklären. Mauro (1995) begründet die tiefen realen Zinssätze in der Schweiz mit der hohen inländischen Sparquote. Laxton und Prasad

(1997) nehmen an, dass die tieferen inländischen Zinssätze mit einem Risikoabschlag verbunden sind. Ein weiterer Grund für den Zinsvorteil liegt in Existenz einer eigenständigen Währung und einer unabhängigen Geldpolitik. Vermutlich spielen alle Faktoren eine Rolle, doch ist empirisch schwer festzustellen, welcher dominant ist.

Die Konsequenzen einer realen Zinserhöhung für die Schweiz wären vielschichtig. Man sollte dabei klar unterscheiden zwischen langfristigen Auswirkungen auf der einen Seite und (temporären) Anpassungsproblemen auf der anderen Seite, welche mit einem Übergang von einem niedrigen zu einem höheren realen Zinsniveau verbunden wären.

Betrachten wir zuerst die langfristigen Auswirkungen. Hier müssen wir zwischen den Wirkungen auf die Produktion und den Kapitalbestand in der Schweiz und bestimmten Umverteilungswirkungen zwischen Gläubigern und Schuldner unterscheiden. Mit einem einfachen neoklassischen Wachstumsmodell zeigen Peytrignet, Jordan und Kleinewefers Lehner (1998), dass ein realer Zinsanstieg tendenziell eine negative Wirkung auf das schweizerische Bruttoinlandprodukt hätte. Der Grund für diese Verminderung der Produktion liegt in der Abnahme des Kapitalbestandes in der Schweiz als Folge des erhöhten realen Zinsniveaus. Auf Grund der geringeren Kapitalausstattung wird die Arbeitsproduktivität sinken, so dass auch die Löhne in der Schweiz tendenziell zurückgehen müssen. Da bei einer Anbindung Franken- und Euroanlagen sehr nahe Substitute werden, würde bei einer weiterhin hohen Sparquote in der Schweiz vermehrt schweizerisches Kapital ins Ausland exportiert. Ungewiss ist, inwiefern neben einem negativen Niveaueffekt auch der langfristige Wachstumspfad der schweizerischen Volkswirtschaft durch ein dauerhaft höheres Zinsniveau negativ beeinträchtigt würde.

Eine Erhöhung des realen Zinsniveaus würde auch zu einer permanenten Umverteilung zwischen Schuldnern und Gläubigern führen. Die Schuldner hätten dauernd eine höhere Zinslast zu tragen, während die Gläubiger von einer höheren Rendite profitieren könnten. In der Schweiz sind vor allem der Staat, Unternehmen mit einem hohen Fremdkapitalanteil und die Hypothekarschuldner negativ betroffen. Eine Zinserhöhung würde den Staat, als grössten Schuldner in der Schweiz, wesentlich belasten.¹⁶ Die in der Schweiz traditionell hohe Hypothekarverschuldung würde aber auch die Hauseigentümer und als Folge der gesetzlichen Überwäl-

16 Vergleiche Peytrignet, Jordan und Kleinewefers Lehner (1998).

zungsmöglichkeiten z.T. auch die Mieter treffen. In der langen Frist würden von der Zinserhöhung vor allem grosse Gläubiger, insbesondere die Pensionskassen, profitieren.

Neben diesen langfristigen Wirkungen gibt es auch eine Reihe von Anpassungskosten. Die mit der Verminderung der gleichgewichtigen Produktion notwendigen Lohnreduktionen sind erfahrungsgemäss nur schwer durchzusetzen. Ein solcher Anpassungsprozess ist daher üblicherweise mit einer Rezession verbunden, bei welcher die Beschäftigung zurückgeht und die Arbeitslosigkeit steigt. Je nach Flexibilität der Wirtschaft kann diese Anpassung länger oder kürzer sein.

Mit einer Zinserhöhung ist auch eine Verminderung der Preise für Kapitalgüter verbunden. Der Preis einer Anlage entspricht im Prinzip dem Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Erträge dieser Anlage. Je stärker nun der Anstieg des Zinssatzes ist, um so grösser wird die Wirkung auf die abdiskontierten Erträge und damit den Preis einer Anlage sein. Diese betrifft in erster Linie Immobilien und Realkapitalanlagen. In zweiter Linie sind auch Finanzaktiva betroffen, wobei hier die Preisveränderung von der Restlaufzeit der Anlage abhängt. Eine Verminderung der Preise von Vermögensaktiva kann die Konsumentscheide der Betroffenen über eine gewisse Zeit beeinflussen. Dies kann die Rezession während der Anpassungsphase verstärken. Wichtig ist auch festzuhalten, dass Kapitaleigentümer, die in der langen Frist von höheren Zinsen profitieren können, in der kurzen Frist einen Verlust erleiden.

Die Verminderung der Preise von Vermögensaktiven könnte aber auch Firmen betreffen, die ihre Immobilien als Sicherheiten für Bankkredite verwenden. Der Wertverlust der Immobilien reduziert den Grad der Kreditdeckung und die Kredite werden für die Banken riskanter. Ausserdem könnte ein Zinsanstieg bestimmte Kreditschuldner in Rückzahlungsschwierigkeiten bringen, was zu einer Zunahme der faulen Kredite führen würde. Die Banken wären dadurch gezwungen, entsprechende Rückstellungen vorzunehmen und müssten ihre Kreditvergabepolitik überprüfen. Es werden weniger Mittel für die Gewährung neuer Kredite zur Verfügung stehen, was den Konsum und die Investitionen in der kurzen und mittleren Frist negativ beeinflussen dürfte.

3.2 Risiko eines Reputationsverlustes der Nationalbank

Die Stabilität des Euro auf mittlere und längere Frist ist durch erhebliche Ungewissheiten charakterisiert. Ein stabiler, mit den Zielsetzungen des Maastrichter Vertrags konsistenter Euro ist zwar durchaus denkbar und gerade aus schweizerischer Sicht auch zu erhoffen, aber andere Szenarien besitzen ebenfalls eine nicht unerhebliche Realisierungswahrscheinlichkeit. Das Engagement der EU-Staaten für monetäre und fiskalische Stabilität könnte erlahmen und zwischen wichtigen Teilnehmerländern divergieren. Angesichts der unterschiedlichen Ausgangsbedingungen der Mitgliedsländer, etwa bezüglich Arbeitslosigkeit oder Verschuldungsgrad, und auf Grund von differierenden Vorstellungen über die angemessenen wirtschaftspolitischen Reaktionen auf Arbeitslosigkeit, konjunkturelle Rückschläge, wachsende Verschuldungslast und zunehmende Transferwünsche könnten wirtschaftliche und politische Spannungen entstehen, welche zu einer Belastung und Destabilisierung der Währungsunion, im schlimmsten Fall gar zu ihrer Bedrohung, führen. Dasselbe könnte auch auf dem Hintergrund gravierender politischer Meinungsverschiedenheiten über die anzustrebende Integrationspolitik im Allgemeinen geschehen.

Natürlich wären solche Entwicklungen auch aus der Sicht der Schweiz äusserst problematisch und alles andere als wünschbar. Allein deswegen vor solchen Risiken die Augen zu verschliessen, wie es manche Beobachter unter Berufung auf den Wortlaut des Maastrichter Vertrags und den ergänzenden Stabilitätspakt vom Dezember 1996 gerne zu tun pflegen, wäre jedoch leichtfertig. Die Europäische Zentralbank muss bei aller formeller Unabhängigkeit wie jede andere Zentralbank in einem ihr gegebenen politischen und gesellschaftlichen Umfeld operieren und letztlich auf dieses Rücksicht nehmen, und für die Fiskalpolitik sind ohnehin in erster Linie die nationalen Regierungen der nach wie vor souveränen Teilnehmerstaaten verantwortlich.

Unter solchen Bedingungen könnte nach einer vorausgehenden Anbindung des Frankens an den Euro der Wunsch nach einer Rückkehr der Schweiz zur monetären Selbständigkeit rasch einmal wiedererwachen. Mit einer Anbindung an den Euro und der dadurch implizierten Aufgabe ihrer geldpolitischen Autonomie verliert aber die Nationalbank weitgehend ihre Reputation als selbständige geldpolitische Institution. Dieser Reputationsverlust wiegt umso schwerer, je höher die Wahrscheinlichkeit für eine ungünstige Entwicklung der Währungsunion veranschlagt wird. Die Reputation einer Notenbank reflektiert das über lange Zeit durch

konsistentes geldpolitisches Verhalten geschaffene Vertrauen der Öffentlichkeit in die Stabilitätsorientierung der Notenbankpolitik. Sie dient in entscheidender Weise der Verankerung und Stabilisierung der Erwartungen. Eine geringe Reputation kann die Notenbank zwingen, zur Realisierung ihres Stabilitätsziels eine übermässig restriktive Politik zu verfolgen. Zinserhöhungen und ein möglicherweise überhöhter Wechselkurs müssen in stärkerem Ausmass und über längere Phasen hinweg aufrechterhalten werden, um das Ziel einer niedrigen Inflation zu erreichen, als dies im Fall einer hohen Notenbankreputation notwendig wäre. Die Literatur über Zeitinkonsistenz in der Geldpolitik zeigt zudem, dass eine geringe Reputation zu einem Gleichgewicht mit einem – bezogen auf eine gegebene Zielfunktion für die Geldpolitik – schlechteren Ergebnis führen kann (höhere Inflation bei unveränderter Produktions- und Beschäftigungssituation). Ein möglicher Reputationsverlust der Notenbank stellt daher ein Kostenelement dar, welches von einer vollständigen und sorgfältigen Analyse der Vor- und Nachteile einer Anbindungsstrategie gebührend zur Kenntnis genommen werden muss. Zu beachten ist dabei, dass Reputation mit einem Kapitalgut zu vergleichen ist, welches durch einen Bruch im geldpolitischen Verhalten rasch zerstört, naturgemäss aber nur langsam und mit erheblichen Kosten wieder aufgebaut werden kann.¹⁷

Zusammenfassend zeigen die Überlegungen dieses Abschnittes, dass die mit einer Anbindung des Frankens an den Euro verbundenen Zinserhöhungen und der mögliche Reputationsverlust der Nationalbank für die schweizerische Volkswirtschaft potentiell erhebliche Kosten verursachen können.

4 Realisierbarkeit einer Kursfixierung: das Problem spekulativer Attacken

Im abschliessenden Abschnitt dieses Aufsatzes gehen wir auf die Problematik der praktischen Durchführbarkeit einer Anbindungsstrategie ein. Die praktische Schwierigkeit einer Wechselkursfixierung auf einem bestimmten Niveau oder innerhalb eines vorgegebenen Bandes ist in Theorie und Praxis wohlbekannt und in der einschlägigen Literatur klar doku-

¹⁷ Das Konzept der Reputation als über vergangenes Wohlverhalten akkumuliertes Kapitalgut ist insbesondere in der spieltheoretischen Literatur formalisiert worden. Vgl. z.B. Kreps und Wilson (1982) oder, angewendet auf das Notenbankverhalten, Barro und Gordon (1983), Backus und Driffill (1985), Barro (1986) oder Persson und Tabellini (1990).

mentiert.¹⁸ Es erstaunt deshalb, wie oberflächlich manche Beobachter mit diesem Aspekt einer Anbindungsstrategie für den Franken umgehen. In Wirklichkeit dürfte gerade im Fall der Schweiz in diesem Bereich eine zentrale Schwierigkeit liegen.

Selbstverständlich geht es dabei nicht um die technische Durchführbarkeit einer Anbindung. Diese ist grundsätzlich immer gegeben und verlangt «nur», dass Bevölkerung und Behörden bereit sind, die Konsequenzen dieser Anbindungsstrategie bedingungslos zu akzeptieren. Praktisch bedeutet dies den vorbehaltlosen Verzicht auf die nationale geldpolitische Autonomie und deren Übertragung auf die monetäre Behörde, welche für die Leitwährung zuständig ist, an die man sich bindet. Ist diese Bedingung aber nicht erfüllt, ist eine Anbindungsstrategie früher oder später zum Scheitern verurteilt. Dabei ist zu beachten, dass allein schon diesbezügliche Zweifel der Marktteilnehmer eine Anbindungsstrategie äusserst schwierig und kostspielig machen können, indem sie den Markt dazu herausfordern, die Standfestigkeit der Behörden zu testen, was sich in massiven spekulativen Attacken manifestieren kann. Die Glaubwürdigkeit einer angekündigten Politik – das heisst letztlich ihre Konsistenz mit den Präferenzen von Regierung und Bevölkerung – wird damit essentiell für die Durchführbarkeit und Kostspieligkeit einer Politik der Wechselkursanbindung.

Die Befürworter einer Anbindungspolitik für den Franken scheinen davon auszugehen, dass im Falle der Schweiz diese Schwierigkeiten kein grosses Gewicht einnehmen würden. Dabei wird einerseits auf die etablierte Glaubwürdigkeit der Nationalbank verwiesen, welche sicherstellen würde, dass eine von ihr deklarierte Wechselkursanbindung kaum spekulativen Attacken des Marktes ausgesetzt wäre.¹⁹ Andererseits scheint auch die Vorstellung eine Rolle zu spielen, dass es im Falle der Schweiz (jedenfalls gegenwärtig) eher um Aufwertungserwartungen als um einen Abwertungsdruck ginge, im Gegensatz zu dem üblicherweise in diesem Kontext im Vordergrund stehenden Fall von Schwachwährungsländern, welche einen überhöhten Wechselkurs zu verteidigen versuchen. In einer Aufwertungssituation müsse ein Land ja einfach eigene Wäh-

¹⁸ Vgl. dazu etwa Obstfeld und Rogoff (1995) und die dort referierte Literatur.

¹⁹ So etwa Brunetti und Hefeker (1998).

rung, die es unbegrenzt schaffen kann, gegen Fremdwährung anbieten. Dabei seien ihm praktisch keine Grenzen gesetzt.²⁰

Diese Argumentationen gehen allerdings am Problem der spekulativen Gefährdung eines Wechselkursziels vorbei und überzeugen deshalb nicht. Die Glaubwürdigkeit der Nationalbank bezieht sich bisher nämlich in erster Linie auf die Erhaltung der Preisstabilität und nicht auf die Aufrechterhaltung eines nominellen Wechselkurses. Die Tatsache, dass die Nationalbank grundsätzlich in beliebigem Umfang Franken schaffen kann, verhindert zudem nicht, dass dadurch Inflationserwartungen und Inflationsdruck ausgelöst und Zweifel an der längerfristigen Wünschbarkeit und politischen Durchhaltbarkeit einer solchen Politik geschaffen werden können, welche ihre Glaubwürdigkeit im Urteil der Marktteilnehmer in Frage stellen. Bei einem instabilen Euro würde die Anbindung des Frankens eine Angleichung der Inflationsrate an jene in Europa mit sich bringen, d.h. monetäre Instabilität und Teuerungsschübe würden importiert. Sollte die Inflationsrate im Euroraum die Zielvorstellungen der Nationalbank übersteigen, so werden die Devisenmärkte unweigerlich das Wechselkursziel der Nationalbank mit massiven Spekulationen testen. Sollte der Franken zudem eine Tendenz zur realen Höherbewertung aufweisen, wie es häufig befürchtet wird, so würde diese Problematik noch verschärft. Die Fixierung des nominellen Wechselkurses hätte dann nämlich zur Folge, dass die schweizerische Inflationsrate nicht nur gleich hoch ausfällt wie die europäische, sondern dass sie diese übersteigt. Dies würde die Spekulationen noch weiter anheizen und zu einem entsprechenden Kapitalzustrom in die Schweiz und damit verbunden zu einer zusätzlichen Geldmengenausweitung und zusätzlichem Inflationsdruck führen. Die Nationalbank wird in einem solchen Fall, angesichts der manifestierten Präferenzen der schweizerischen Bevölkerung für tiefe Inflationsraten, auf längere Frist die Anbindung des Frankens nur mit grösster Schwierigkeit aufrechterhalten können.

Ein sich über die Zeit veränderndes Wechselkursziel (*crawling peg*), wie es von Weizsäcker (1998) vorschlägt (kontinuierliche Aufwertung des Frankens im Ausmass der Euro-Inflationsrate), hätte demgegenüber den Vorteil, dass die Schweiz vor einem Inflationsimport aus Europa geschützt wäre (und den entsprechenden Druck stattdessen über eine Fran-

20 So etwa von Weizsäcker (1998), der im Übrigen nicht eine Anbindung zu einem festen, über die Zeit unveränderten Kurs vorschlägt, sondern eine solche zu einem Kurs, der gegenüber dem Euro von Monat zu Monat im Ausmass der momentanen Inflation im Euroraum steigt, so dass der Franken praktisch als kaufkraftstabiler Euro erscheinen würde – eine an sich attraktive Idee.

kenaufwertung auffängt). Der Vorschlag erscheint in diesem Sinne attraktiv. An der Schwierigkeit der Durchführung einer derartigen Kursfixierung ändert dies aber grundsätzlich nichts. Sie wäre in einem besonderen Mass gegeben im Fall einer Tendenz zur realen Höherbewertung des Frankens, würde diese doch trotz Frankenaufwertung im Umfang der Euro-Inflationsrate eine positive Inflationsrate in der Schweiz (im Ausmass der realen Aufwertungsrate) implizieren – eine Konstellation, die sehr rasch zu Unzufriedenheit und Zweifel an der Richtigkeit dieser Politik führen dürfte. Zu denken ist aber auch an Auseinandersetzungen und Mutmassungen über den richtigen Preisindex, welchen es über Wechselkursanpassungen zu neutralisieren gilt, und an Unsicherheiten in der Inflationsmessung von Monat zu Monat und Spekulationen über diesbezügliches zukünftiges Korrekturpotential. Die Etablierung der Glaubwürdigkeit eines solchen beweglichen Wechselkursziels wäre daher in der Praxis vermutlich mit grossen Schwierigkeiten verbunden.

5 Geld- und währungspolitische Schlussfolgerungen

Dieser Aufsatz diskutiert die Frage, ob die Schweizerische Nationalbank nach der Einführung der Europäischen Währungsunion den Franken an den Euro anbinden soll. Unsere Analyse der Vor- und Nachteile bringt uns zum Schluss, dass unter den jetzigen Verhältnissen ein Anbinden des Frankens nicht zu empfehlen ist. Dies würde nur geringe Vorteile, jedoch umso gewichtigere Nachteile bringen. Ratsam ist vielmehr die Fortführung der bisherigen pragmatischen Strategie der Nationalbank: Mit dieser Strategie behält die Nationalbank ihre über viele Jahre hinweg erworbene Reputation im Hinblick auf die Gewährleistung monetärer Stabilität. Gleichzeitig erlaubt es diese Strategie der Nationalbank, in der kurzen Frist flexibel auf wirtschaftliche Einflüsse zu reagieren.

Viele Entwicklungen im Euroraum sind ungewiss und mit Risiken verbunden. Die Schweiz ist in der Lage, die Entwicklung im Euroraum vorerst abzuwarten. Es ist durchaus möglich, dass sich auf mittlere und lange Frist und in Abhängigkeit von den politischen Integrationsvorstellungen der Schweiz eine stärkere Anbindung an den Euro als sinnvoll erweisen wird. Eine problemlose und glaubwürdige Anbindung dürfte aber aufgrund des historischen Hintergrunds nur mit einer institutionell flankierten, völligen Aufgabe der geldpolitischen Autonomie der Schweizerischen Nationalbank, d.h. praktisch durch die Einleitung eines Beitritts zur Europäischen Währungsunion, möglich sein. Vorerst bleibt daher die Fort-

führung der bisherigen autonomen Strategie der Nationalbank die einzige valable Option in der schweizerischen Geldpolitik.

Literaturverzeichnis

- Aebersold, C. und A. Brunetti; (1998); Die langfristige reale Aufwertung des Schweizer Frankens gegenüber der D-Mark – Nichthandelbare Güter und der Balassa-Samuelson-Effekt; *Aussenwirtschaft* 53(3); 365–386.
- Balassa, B.; (1964); The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal; *Journal of Political Economy* 72; 584–96.
- Backus, D. und J. Driffill; (1985); Inflation and Reputation; *American Economic Review* 75; 530–538.
- Baltensperger, E. und T. Jordan; (1993); Die Schweiz und die Bestrebungen zur Bildung einer Europäischen Währungsunion; Haupt; Bern.
- Barro, R.J.; (1986); Reputation in a Model of Monetary Policy with Incomplete Information; *Journal of Monetary Economics* 17; 3–20.
- Barro, R.J. and D.B. Gordon; (1983); Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy; *Journal of Monetary Economics* 14; 101–121.
- Brunetti, A. und C. Hefeker; (1998); Soll der Schweizer Franken an den Euro gebunden werden?; *Aussenwirtschaft* 53; 511–538.
- Côté, A.; (1994); Exchange Rate Variability and Trade; Bank of Canada Working Paper 94-5.
- Fischer, A.; (1998); The Impact of Exchange Rate Volatility on Swiss Trade: Estimates from a Multivariate Approach; mimeo Swiss National Bank.
- Kommission für Konjunkturfragen; (1996); Die Schweiz und die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion; Gutachten der Arbeitsgruppe Wirtschafts- und Währungsunion; Bern.
- Kreps, D. and R. Wilson; (1982); Reputation and Imperfect Information; *Journal of Economic Theory* 27; 253–279.
- Laxton, D. und E. Prasad; (1997); Possible Effects of European Monetary Union on Switzerland: A Case Study of Policy Dilemmas Caused by Low Inflation and the Nominal Interest Rate Floor; IMF Working Paper 97/23.
- Mauro, P.; (1995); Current Account Surpluses and the Interest Rate Island in Switzerland; IMF Working Paper 95/24.
- Niehans, J.; (1984); International Monetary Economics; The John Hopkins University Press; Baltimore.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff; (1995); The Mirage of Fixed Exchange Rates; *Journal of Economic Perspectives* 9; 73–96.
- Obstfeld, M. und K. Rogoff; (1996); Foundations of International Macroeconomics; The MIT Press; Cambridge, MA.

- Persson, T. und G. Tabellini; (1990); *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*; Harwood Academic Publishers; Chur.
- Peytrignet, M., T. Jordan und A. Kleinewefers Lehner; (1998); Auswirkungen einer Angleichung der schweizerischen Zinssätze an das europäische Zinsniveau nach einem Beitritt der Schweiz zur EU; mimeo Schweizerische Nationalbank.
- Rich, G.; (1999); Der Euro und die schweizerische Geldpolitik, in Senti, R. und Büsch W. (Hrsg.), *Schweizer-Franken oder Euro*, Schulthess, Zürich, 73–99.
- Samuelson, P.A.; (1964); Theoretical Notes on Trade Problems; *Review of Economics and Statistics* 46; 145–154.
- Svensson, L.E.O.; (1997); Exchange Rate Target or Inflation Target for Norway?; in: B. Christiansen und J.F. Qvigstad (Hrsg.); *Choosing a Monetary Policy Target*; 120–137; Scandinavian University Press; Oslo.
- Von Weizsäcker, C.-C.; (1998); Ein Vorschlag zur Wechselkurspolitik der Schweiz; *Neue Zürcher Zeitung* 219; 31.Jan./1.Feb.