

V e r t r a u l i c h

Schweizerische Nationalbank

---

Notiz zur Frage einer Beteiligung der Schweiz am europäischen  
Währungsverbund

Die Frage einer Beteiligung der Schweiz am europäischen Währungsverbund ist in den letzten zwei Jahren verschiedentlich aufgeworfen und von der Nationalbank geprüft worden.

Die Schlussfolgerungen fielen bis vor kurzem negativ aus. Der Grund hiefür lag hauptsächlich darin, dass bis zum Herbst 1974 kein Anlass bestand, in die Wechselkursbildung des Marktes einzugreifen und das Risiko von grösseren Devisenübernahmen durch die Nationalbank, verbunden mit einer entsprechenden Geldschöpfung, einzugehen. Der Ausrichtung der Geldmengenpolitik auf das Ziel der Inflationsbekämpfung kam im Rahmen der Notenbankpolitik die Priorität zu. Der Versuch, die früheren Kursrelationen insbesondere zur DMark (zeitweise 118 bis 125 Franken pro 100 DM) zu halten, hätte aller Voraussicht nach mit massiven Devisenzuflüssen bezahlt werden müssen. Er konnte daher nicht verantwortet werden.

Die Situation hat sich nun geändert. In den letzten Monaten hat der Franken nicht nur gegenüber dem Dollar, sondern auch gegenüber verschiedenen europäischen Währungen ein ausserordentlich hohes Niveau erreicht. Erfahrungsgemäss ist es überaus schwierig, zu beurteilen, ob eine Währung unterbewertet, überbewertet oder gerade auf dem richtigen Niveau ist. Das lässt sich erst im nachhinein, auf Grund der Wirkungen eines falschen Wechselkurses auf die Wirtschaft, feststellen. Die bekannten Schwierigkeiten unserer Exportwirtschaft, der zweifellos auch Probleme im Fremdenverkehr folgen werden, deuten aber doch darauf hin, dass die Entwicklung des Frankenkurses mindestens in eine kritische Zone geraten ist.

Eine Stabilisierung des Dollarkurses ist ein äusserst schwieriges, wenn nicht unter den herrschenden Verhältnissen unmögliches Unterfangen. Die Nationalbank hat es an Anstrengungen

nicht fehlen lassen, doch ist sie ganz einfach nicht in der Lage, das Ziel aus eigener Kraft zu erreichen. Der Markt ist angesichts eines Dollarpotentials von Hunderten von Milliarden stärker als die Nationalbank.

Unter diesen Umständen liegt der Gedanke an eine Stabilisierung des Frankenkurses wenigstens gegenüber den unter sich stabilen europäischen Währungen nahe, zumal die Kursrelationen nun ein Niveau erreicht haben, das nach Auffassung der Nationalbank verteidigt werden kann, und zwar mit einem Mitteleinsatz, der wahrscheinlich geringer ist als das für eine Stützung des Dollarkurses notwendige Interventionsvolumen.

In dem als kleine Währungsschlange bezeichneten europäischen Währungsverbund sind die DM, der holländische Gulden, der belgische Franc und die dänische Krone zusammengeschlossen; beteiligt sind ferner, als Nichtmitglieder der EG, Schweden und Norwegen mit ihren Währungen. Oesterreich hält, ohne spezielle Vereinbarung, den Schilling auf Parallelkurs zur Schlange. Das Pfund und die italienische Lira sind als zu schwache Währungen aus der Schlange ausgeschieden, desgleichen der französische Franc, der sich nun aber, mit zunehmender Festigkeit, wieder der Gruppe nähert.

Die Methode der Kursstabilisierung innerhalb der Schlange ist, abgesehen von technischen Einzelheiten, relativ einfach. Für die Relation zwischen den einzelnen Währungen sind sogenannte Leitkurse festgesetzt; daraus ergeben sich, im Abstand von  $\pm 2 \frac{1}{4} \%$ , die von den betreffenden Notenbanken angewandten und dem Markt bekanntgegebenen Höchst- und Tiefstkurse. Würde sich die Schweiz an der Schlange beteiligen, so müsste sie für die DM und die übrigen Währungen Kurse festsetzen und bereit sein, zum DM-Kurs von  $x$  DM zu kaufen und zum DM-Kurs von  $y$  DM zu verkaufen. Gleichzeitig würden die Deutsche Bundesbank sowie die andern beteiligten ausländischen Noteninstitute ihre entsprechenden An- und Verkaufskurse für Schweizerfranken bekanntgeben. Solange die Grenzkurse

- 3 -

im Markt nicht erreicht werden, passiert überhaupt nichts. Wenn aber die Kursentwicklung so verläuft, dass sich die Banken bei der Notenbank mit einer Währung billiger eindecken oder diese günstiger verkaufen können als im Markt, dann kommen die Notenbanken zum Zuge. Die Nationalbank müsste also gegebenenfalls DM kaufen, wenn der Tiefstkurs erreicht würde, und gleichzeitig würde die Bundesbank Franken verkaufen. Diese Franken müsste sie von der Nationalbank auf Swapbasis beziehen. Ueber die so entstandenen Salden wird monatlich abgerechnet. Im vorerwähnten Fall - Kauf von DM durch die Nationalbank und Verkauf von Franken durch die Bundesbank - würde die letztere die bei uns akkumulierten DM gegen Abtretung von Dollars zurückkaufen.

Der Rat der Notenbankgouverneure der Europäischen Gemeinschaft hat den Unterzeichneten an der Sitzung vom 11. März 1975 in Basel eingeladen, die schweizerischen Ueberlegungen hinsichtlich einer allfälligen Mitwirkung an der Währungsschlange vorzutragen. Eine erste Stellungnahme der Notenbankgouverneure war überwiegend positiv, besonders ausgeprägt von Seiten der Bundesrepublik und der Niederlande, da man sich bei diesen Notenbanken von einer Beteiligung der Schweiz eine Ausweitung der Stabilitätszone nicht nur im wechselkurspolitischen Bereich, sondern auch auf dem Gebiet einer disziplinierten Wirtschaftspolitik im Inneren erhofft. Die Notenbankleiter werden nun bei ihren Regierungen sondieren, ob eine Beteiligung der Schweiz - nach dem Muster Schwedens oder Norwegens - möglich und erwünscht erscheint, denn letzten Endes wird der Entscheid auf politischer Ebene getroffen werden müssen.

Eine der wichtigsten Fragen, die sich für den Fall einer schweizerischen Mitwirkung stellen, ist der Einstandskurs, d.h. die Festsetzung der Frankenleitkurse zu den Währungen der Schlange. Diese Frage ist nicht nur für die Schweiz, sondern auch für die Länder des Stabilitätsblockes von Bedeutung, denn man wünscht natürlich nicht, dass der Franken die Bewegungen der Schlange zu abrupt beeinflusst. Von einer Notenbank (Belgien) sind denn

auch Bedenken geäussert worden, der Frankenkurs könnte sich durch Kapitalzuflüsse in die Schweiz weiterhin verstärken und die Schlange mit sich in die Höhe reissen. Der belgische Notenbankgouverneur hat deshalb weitere Massnahmen zur Abwehr von Mittelzuflüssen angeregt, wobei er vor allem an eine Marktspaltung gemäss belgischem Vorbild denkt. Dieser Vorschlag wurde nicht nur von uns, sondern auch von andern Notenbankleitern der Schlange als untauglich abgelehnt.

Unser Spielraum für die Festsetzung der Leitkurse ist nicht sehr gross, denn wir müssen uns nach dem Markt richten, d.h. nach den kurz vor unserem Beitritt geltenden Kursen.

Auf Grund der gegenwärtigen Kursverhältnisse wären etwa folgende Leitkurse bzw. Tiefst- und Höchstkurse denkbar:

	Marktkurs (Geld)		Leitkurs (Mittelkurs)	Tiefst- kurs	Höchst- kurs
	17.3.75	14h			
DM	107.18		108.--	105.57	110.43
Gulden	104.70		103.64	101.31	105.97
belg. Fr.	7.24		7.1467	6.9859	7.3075
dän. Kr.	45.82		45.89	44.86	46.92
norw. Kr.	50.55		50.61	49.47	51.75
schwed. Kr.	63.23		63.21	61.79	64.63

Dies ist kein Vorschlag, sondern lediglich eine Möglichkeit für die Festsetzung von Leitkursen. Wichtig ist, dass die Höchst- und Tiefstkurse die dazumal notierten Marktkurse einschliessen.

In diesem Zusammenhang ist - nicht gegenüber der Öffentlichkeit, jedoch bei den internen Erwägungen im Bundesrat und im Direktorium der Nationalbank - der Vorbehalt anzubringen, dass die Leitkurse nicht für alle Ewigkeit gedacht sind. Zwei Entwicklungen sind prinzipiell denkbar, die uns zwingen könnten, die einmal festgesetzten Leitkurse preiszugeben:

a) Ein Anstieg des Frankenkurses gegenüber den betreffenden europäischen Währungen, mit dem Ergebnis, dass die Nationalbank

stark intervenieren müsste, um diese Währungen zu stützen. Würden diese Interventionen einen sehr grossen Umfang annehmen, so wäre möglicherweise die Schweiz - wegen der daraus resultierenden Geldschöpfung - nicht mehr bereit, die Kursstützung weiterzuführen oder aber die übrigen Schlangen-Mitglieder würden uns ersuchen, realistischere Leitkurse festzusetzen. Konkret bestünden in diesem Fall zwei Alternativen: den Franken gegenüber den beteiligten Währungen aufwerten oder die Schlange verlassen.

b) Ein Absinken des Frankenkurses mit dem Ergebnis, dass wir den Franken gegenüber den europäischen Währungen stützen müssten. In dieser Situation stellt sich weniger das Problem der Devisenabflüsse, da unsere Währungsreserven stark genug sind, sondern die Frage, ob es bei zunehmenden Schwierigkeiten unserer Exportindustrie sinnvoll wäre, sich à tout prix einer Tieferbewertung des Frankens, die unsere internationale Konkurrenzfähigkeit verbessern würde, entgegenzustemmen. Wenn nicht, so gäbe es wiederum zwei Alternativen: Abwertung des Frankens oder Austritt aus der Schlange.

Mit dieser reservatio mentalis steht das Direktorium einer Beteiligung der Schweiz am europäischen Währungsverbund positiv gegenüber. Es bietet sich hier eine Möglichkeit, mindestens gegenüber einigen europäischen Währungen stabile Wechselkursrelationen, geordnete Marktverhältnisse und damit eine verlässliche Kalkulationsbasis für die Wirtschaft zu schaffen.

Die Beteiligung würde durch den Abschluss von bilateralen Vereinbarungen zwischen der Schweizerischen Nationalbank einerseits und den übrigen Notenbanken andererseits vollzogen.

Der Entscheid darüber, ob solche Vereinbarungen abgeschlossen werden sollen, liegt beim Bundesrat.