

Der Euro aus Schweizer Sicht: Erfolg ist die einzige Option

Nicht alle hielten es für eine gute Idee, als der Euro 1999 eingeführt wurde. Zu Recht, wie die Eurokrise zeigte. Doch ein Scheitern des Euros ist nicht im Interesse der Schweiz.

Carlos Lenz, Attilio Zanetti

Abstract Dafür oder dagegen: Bei der Einführung des Euros 1999 standen sich zwei Sichtweisen gegenüber. Für die einen war die Einheitswährung die Voraussetzung für die wirtschaftliche Integration. Die anderen argumentierten, dass die wirtschaftlichen Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern zu gross seien, für eine Währungsunion sei es noch zu früh. Die Eurokrise scheint das zweite Argument zu unterstützen, denn sie hat die Mängel in der wirtschaftlichen Integration der Mitgliedsländer aufgezeigt. Erste Reformschritte wurden bereits in Angriff genommen, weitere müssen folgen. Denn auch die Schweiz hat weiterhin ein Interesse daran, dass sich die Währungsunion reformieren kann.

Mit der Einführung des Euros im bargeldlosen Zahlungsverkehr am 1. Januar 1999 ging eine Vision in Erfüllung. Denn schon seit Beginn des europäischen Integrationsprozesses wurden die Landeswährungen als Hindernis für den gemeinsamen Markt betrachtet. Die Instabilität der Wechselkurse erschwerte solidere und intensivere wirtschaftliche und politische Beziehungen. Die Idee einer eng koordinierten Währungspolitik und die Aufgabe der Landeswährungen haben deshalb die Diskussionen um den europäischen Integrationsprozess schon immer begleitet.

Mit dem sogenannten Werner-Plan, der nach dem damaligen luxemburgischen Premierminister Pierre Werner benannt ist, tauchten 1970 erstmals konkrete Vorschläge für die Einführung einer gemeinsamen Währung auf. Die Regierungen beschliessen jedoch, sich diesem Ziel nur schrittweise anzunähern. 1972 wurde der europäische Wechselkursverbund – auch als «Währungsschlange» bekannt – ins Leben gerufen. 1979 trat dann das Europäische Währungssystem (EWS) in Kraft. In beiden Fällen war das Ziel, die Wechselkursschwankungen zwischen den teilnehmenden Währungen zu begrenzen.

Ende der Achtzigerjahre legte der damalige französische Präsident der Europäischen Kommission, Jacques Delors, den Delors-Bericht vor. Dieser Bericht nahm die Idee mit neuem Schwung auf, die Währungskooperation bis zum ultimativen Stadium der Währungsunion zu bringen. 1992 definierte der

Maastricht-Vertrag die Bedingungen und den Zeitplan, die zum historischen Ereignis von Januar 1999 führten.

Zwei Sichtweisen

Seit je standen sich in den Diskussionen über eine europäische Währungsunion zwei alternative Sichtweisen gegenüber.¹ Die einen betrachteten die währungspolitische Integration als unabdingbare Voraussetzung, um die wirtschaftliche Integration zu fördern.² Ihnen zufolge war die Währungsunion nötig für die Verwirklichung des Binnenmarktes und damit für eine stärkere und nachhaltige Konvergenz der Wirtschaftsleistungen der Mitgliedsländer sowie eine Erhöhung ihres Wohlstandes. Die anderen argumentierten, basierend auf der Theorie der optimalen Währungsräume, dass die Einführung einer Einheitswährung mit einer gemeinsamen Geldpolitik erst dann sinnvoll sei, wenn die institutionelle und wirtschaftliche Konvergenz der Mitgliedsländer abgeschlossen ist.³

Der Maastricht-Vertrag wählte einen mittleren Weg. Er definierte für die Mitgliedsländer der künftigen Währungsunion Aufnahmekriterien bezüglich Inflation, Zinsniveau, Haushaltsdefizit und Staatsverschuldung. Die Erfüllung dieser Kriterien würde zwar zu einer gewissen Konvergenz führen, so die Annah-

me. Die vollständige Angleichung – und damit die Stabilität der Währungsunion – müsse jedoch erst im Verlauf der Zeit gesichert werden. Man rechnete damit, dass die Teilnahme an der Währungsunion automatisch die nötigen Anreize schaffen würde.

Die Sicht der Schweizerischen Nationalbank

Durch ihren Umfang und ihre Komplexität bildete die europäische Währungsunion ein einmaliges Experiment in der Wirtschaftsgeschichte. Noch nie war bis dahin versucht worden, etablierte nationale Währungen und Zentralbanken von Industrienationen durch neue monetäre Institutionen abzulösen. Entsprechend erzeugte das Projekt sowohl Faszination für die Herausforderung als auch Respekt vor den Unsicherheiten und Risiken.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) verfolgte das Projekt von Anfang an aufmerksam. Die Schweiz und die gesamte internationale Gemeinschaft hatten ein starkes Interesse am Gelingen der Währungsunion. Entsprechend begrüsst die SNB die Absicht des Maastricht-Vertrags, eine völlig unabhängige und stabilitätsorientierte Zentralbank zu schaffen.⁴ Ferner anerkannte die SNB die potenziellen Vorteile einer gelungenen Währungsunion: Einerseits sollte sie dank höherer Effizienz und mehr Wettbewerb zu Wachstumsgewinnen führen, und andererseits sollte sie den US-Dollar als tragende Säule des internationalen Währungssystems entlasten.⁵

Schon im Vorfeld bereitete sich die SNB aber auch auf mögliche Schwierigkeiten vor. Befürchtet wurde, dass Unsicherheiten und Spannungen auf dem Weg zur Währungsunion rasch zu einem Aufwertungsdruck auf den Franken führen könnten. Die enge wirtschaftliche Verbindung der Schweiz mit den Ländern der Einheitswährung und der Status

¹ Siehe Eichengreen (1993).

² Vgl. Commission of the European Communities (1990).

³ Für eine kritische Beurteilung des Projektes zur Einführung einer europäischen Einheitswährung aus der Perspektive der Theorie der optimalen Währungsräume siehe Eichengreen (1992).

⁴ Siehe Roth (1998).

⁵ Siehe Gehrig (1998b).

des Frankens als sicherer Hafen liessen darauf schliessen. Deshalb kündigte die SNB früh ihre Entschlossenheit an, einer allfälligen unverhältnismässigen Aufwertung des Frankens entgegenzutreten.⁶ Die Risiken sah sie weniger bei der neuen Europäischen Zentralbank (EZB) als vielmehr bei den realwirtschaftlichen Anpassungszwängen und der nachhaltigen Einhaltung der Konvergenzkriterien.⁷

Der Euro vor der Finanz- und Schuldenkrise

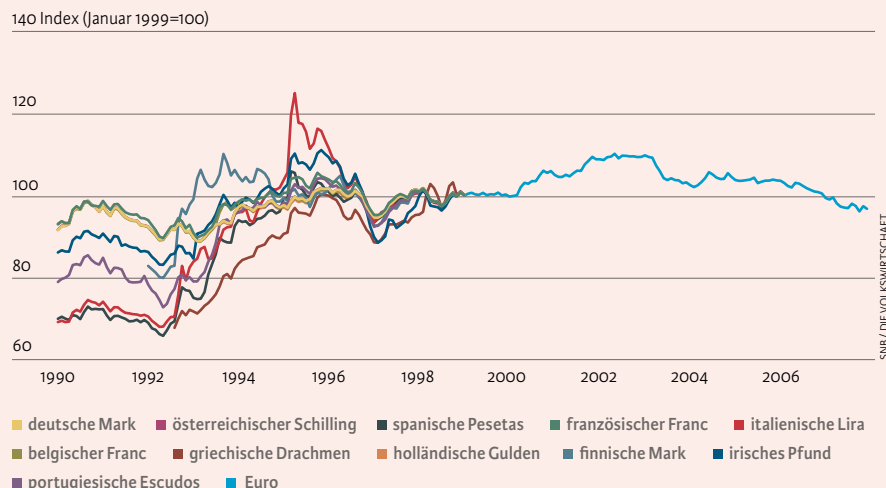
Nach seiner Lancierung etablierte sich der Euro als solide Währung und tendierte gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund zur Stärke. Die SNB nahm die stabile Beziehung zwischen der neuen Währung und dem Franken mit Freude zur Kenntnis. Bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 war der Wechselkurs zwischen dem Euro und dem Franken deutlich stabiler als noch in den Neunzigerjahren mit den entsprechenden Landeswährungen (siehe *Abbildung 1*). Die SNB brachte aber auch immer zum Ausdruck, dass sie Wechselkursrisiken aufmerksam beobachten werde. In einigen Ländern stellte die SNB divergierende wirtschaftliche Entwicklungen und ungenügende Strukturreformen für eine Konvergenz fest.⁸

Die Eurokrise

Die Strukturprobleme der Eurozone kamen mit der internationalen Finanz- und Schuldenkrise, die ab 2010 rasch zur Eurokrise wurde, zunehmend ans Licht. Die Wurzeln der Ereignisse, die in die Eurokrise mündeten, liegen in einer ganzen Reihe von Mängeln.⁹ Dazu gehören die ungenügende Wettbewerbsfähigkeit einiger Mitgliedsländer, die unvollständige Integration der Finanzmärkte und Bankensektoren, die übermässig enge Verbindung zwischen Banken und öffentlichen Schuldemittenten in einzelnen Ländern, die stark gestiegenen öffentlichen und privaten Schulden sowie die begrenzten Handlungsmöglichkeiten der europäischen Institutionen zur Bewältigung von Krisensituationen.

Der gemeinsame Nenner dieser Probleme ist die unvollständige Konvergenz der Mitgliedsländer. In vielerlei Hinsicht gab es sogar eine Divergenz, wie das reale BIP pro Kopf in Deutschland und Italien zeigt: Während es in Deutschland seit 1999 um 30 Prozent

Abb. 1: Nominale Wechselkurse zum Franken (1990–2007)



Ein höherer Wert bedeutet eine Aufwertung des Frankens gegenüber der jeweiligen Währung.

Abb. 2: Reales BIP pro Kopf in Deutschland und Italien (1998–2019)

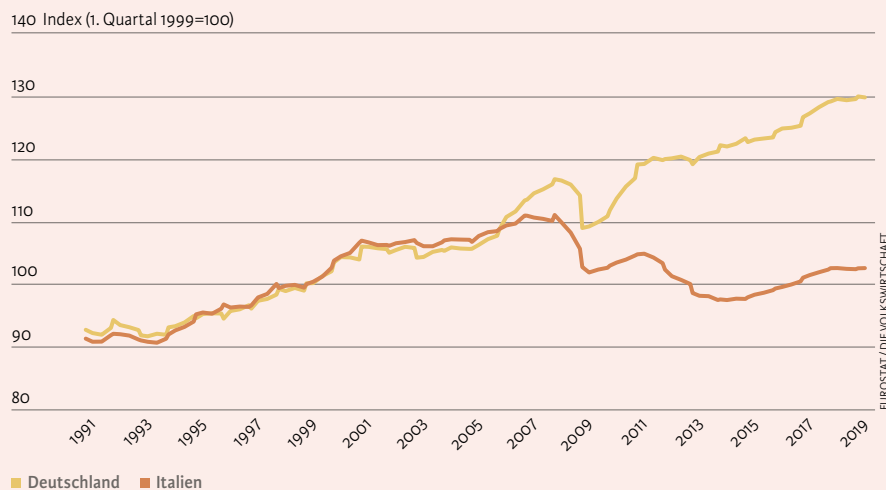


Abb. 3: Frankenkurs zum Euro und Eurozone-Risiken (2017–2019)



Frankenkurs zum Euro invertiert; eine Aufwärtsbewegung entspricht einer Aufwertung des Frankens. Interaktive Grafiken sind unter www.dievolkswirtschaft.ch verfügbar.

6 Siehe Meyer (1997), Meyer (1998) und Roth (1998).

7 Siehe Gehrig (1998a) und Roth (2003).

8 Siehe Jordan (2005).

9 Für eine vertiefte Diskussion der Probleme siehe Baldwin und Giavazzi (2015).

angestiegen ist, liegt es in Italien etwa auf dem gleichen Niveau wie zum Zeitpunkt der Euroeinführung (siehe *Abbildung 2*). In Krisensituationen führt die Heterogenität der Länder in der Währungsunion zu enormen wirtschaftspolitischen Schwierigkeiten. Die Lockerung der Geldpolitik mit tieferen Zinsen ist nicht überall gleich wirksam, um das Wachstum anzukurbeln und die Preisstabilität zu sichern. Gleichzeitig befinden sich die wirtschaftlich schwächeren Länder aufgrund der hohen Schulden in einer schwierigen fiskalpolitischen Situation, was eine antizyklische Ausgabenpolitik erschwert. Entsprechend kam es phasenweise zu fundamentalen Zweifeln, ob die Schulden in einigen Ländern überhaupt tragbar sind. Und das provozierte wiederum die Frage, ob die Währungsunion langfristig überleben kann.

Die Eurokrise hat auch die schweizerische Geldpolitik vor grosse Herausforderungen gestellt.¹⁰ Die Unsicherheiten bezüglich der Stabilität der Währungsunion übertrugen sich in Form des gewaltigen Aufwertungsdrucks auf den Franken. Um ihr Mandat zu erfüllen, reagierte die SNB mit einer flexiblen und pragmatischen Geldpolitik: Sie senkte die Zinsen zuerst bis auf null, intervenierte ab 2009 auf dem Devisenmarkt und führte 2015 Negativzinsen ein.

Der Frankenkurs zum Euro reagierte oft stark auf die Unsicherheiten in der Eurozone. Das zeigt beispielsweise die Differenz (Spread) zwischen den Renditen der 10-jährigen Staatsanleihen Italiens und Deutschlands (siehe *Abbildung 3*). Dieser Spread zeigt an, wie der Markt die Risiken im Hinblick auf

die italienische Fiskalpolitik einschätzt. In Phasen, in denen sich der Spread verkleinert, wertet sich der Franken gegenüber dem Euro tendenziell ab. Beim Tiefpunkt des Spreads im Frühling 2018 befand sich der Wechselkurs bei rund 1.20 Franken pro Euro. Seit Mai 2018 schätzt der Markt die Risiken im Hinblick auf die italienische Fiskalpolitik wieder höher ein, was den Spread deutlich vergrössert hat. Der Spread-Anstieg im Mai 2018 wurde von einer unmittelbaren Aufwertung des Frankens begleitet. Auch in der ganzen Periode danach blieb die Korrelation zwischen den zwei Grössen hoch. Die erneute Aufwertungsbewegung im Mai 2019 – parallel zu den fiskalpolitischen Spannungen zwischen Italien und der EU-Kommission – zeigt, dass Unsicherheiten in der Eurozone sehr schnell zu Aufwertungsdruck führen können.

Der weitere Weg

Die Krise hat die Eurozone und ihre Mitgliedsländer zu wichtigen Reformschritten bewogen. Dazu gehören nicht nur strukturelle Reformen in einzelnen Ländern, sondern auch die Massnahmen zur Stärkung der Bankenunion und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Wie EZB-Präsident Mario Draghi betont, bleibt jedoch noch viel zu tun, damit das ursprüngliche Ziel der Währungsunion – die Erhöhung des Wohlstandes in Europa – nachhaltig gesichert wird.¹¹ Notwendig sind sowohl strukturelle Reformen in den einzelnen Ländern wie auch gemeinsame Massnahmen zur Vervollständigung der Währungsunion im Bereich der Bankenunion, der Kapitalmarktintegration und der Fiskal-

politik. Die Themen sind bekannt und werden breit debattiert.¹²

Der Euro ist jetzt 20 Jahre alt. Trotz vieler Schwierigkeiten konnte die Europäische Währungsunion seit seiner Geburt auch grosse Herausforderungen bewältigen. Weitere entscheidende Schritte stehen diesem einmaligen Projekt noch bevor. Die Eurozone bildet einen wesentlichen Teil der Weltwirtschaft. Nicht nur Europa und die Schweiz, sondern die ganze Welt ist auf eine erfolgreiche Weiterentwicklung des Projekts angewiesen.

¹² Siehe beispielsweise Baldwin und Giavazzi (2016).



Carlos Lenz

Prof. Dr. rer. pol., Leiter Volkswirtschaft,
Schweizerische Nationalbank (SNB), Zürich



Attilio Zanetti

Dr. rer. pol., Leiter Organisationseinheit
Konjunktur, Schweizerische Nationalbank
(SNB), Zürich

¹⁰ Thomas Jordan (2016). Der Euro und die schweizerische Geldpolitik, Referat am Europa Forum Luzern, 2. Mai.

¹¹ Siehe Draghi (2018).

Literatur

Baldwin und Giavazzi (2015). The Eurozone Crisis: A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions, 7 September, Voxeu.org.
Baldwin, Richard und Francesco Giavazzi (2016). How to Fix Europe's Monetary Union: Views of Leading Economists, E-Book Voxeu.org
Commission of the European Communities (1990). One Market, One Money: An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union, in: European Economy, No. 44.

Draghi, Mario (2018). Europe and the Euro 20 Years on, Referat an der University of Sant'Anna, Pisa, 15. Dezember.
Eichengreen, Barry (1992). Is Europe an Optimum Currency Area?, in: S. Borner, H. Grubel (Eds.), The European Community After 1992, Basingstoke, S. 138–161.
Eichengreen, Barry (1993). European Monetary Unification, in: Journal of Economic Literature, September, Vol. 31.
Gehrig, Bruno (1998a). Die schweizerische Wirtschaft im Umbruch, Rede an der Generalversammlung der Luzerner Industrie Vereinigung, 30. April.

Gehrig, Bruno (1998b). Einleitende Bemerkungen, Halbjahres Mediengespräch, 18. Juni.
Jordan, Thomas (2005). Geldpolitik im Banne des Euro, Referat an der Zürcher Hochschule Winterthur, 19. Mai.
Meyer, Hans (1997). Einleitende Bemerkungen, Jahresend-Mediengespräch, 12. Dezember.
Meyer, Hans (1998). Grundsätzliche Aspekte der Geldpolitik, Referat bei der Vereinigung Basler Ökonomen, 22. Januar.

Roth, Jean-Pierre (1998). Die Schweizerische Nationalbank vor neuen Herausforderungen, Referat an der Hochschule St. Gallen, 5. Februar.
Roth, Jean-Pierre (2003). La Suisse au cœur de l'Euroland, Referat an der Universität Lausanne, 21. Januar.