

<b>Zeitschrift:</b>	Widerspruch : Beiträge zu sozialistischer Politik
<b>Herausgeber:</b>	Widerspruch
<b>Band:</b>	15 (1995)
<b>Heft:</b>	29
 <b>Artikel:</b>	Stabile Wechselkurse statt Einheitswährung : Thesen zur monetären Fehlsteuerung in Europa
<b>Autor:</b>	Gaillard, Serge
<b>DOI:</b>	<a href="https://doi.org/10.5169/seals-651726">https://doi.org/10.5169/seals-651726</a>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 11.02.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

Serge Gaillard

## Stabile Wechselkurse statt Einheitswährung

### Thesen zur monetären Fehlsteuerung in Europa

Die europäischen Zentralbanken sind gleich zweifach vor jeglicher Kritik und Einflussnahme seitens der Tagespolitik geschützt. Die Wissenschaft versichert der Öffentlichkeit periodisch, die Geldpolitik könne die (realen) Zinsen und Wechselkurse und deshalb auch die Entwicklung der Produktion und Beschäftigung „langfristig“<sup>1</sup> nicht beeinflussen und solle sich auf die Bekämpfung der Inflation beschränken. Ein Teil der Linken, zumindest in der Schweiz, scheint der Auffassung zu sein, dass der Geldpolitik in einem „Kasinokapitalismus“ mit deregulierten Finanzmärkten und milliarden schweren spekulativen Kapitalströmen, die um die Welt vagabundieren, keine Bedeutung mehr beizumessen ist. So kommt es, dass beinahe niemand bedenkt, in welchem Ausmass die europäische (inklusive der schweizerischen) Geld- oder Wechselkurspolitik verantwortlich sein könnte für die ausserordentliche Länge der Wirtschaftskrise, für Arbeitslosigkeit und für die schwache wirtschaftliche Erholung in der Schweiz.

Einiges deutet jedoch darauf hin, dass die Länge dieser Rezession Folge einer monetären Fehlsteuerung innerhalb des europäischen Währungssystems wie auch in der Schweiz ist:

– Nie mehr seit den dreissiger Jahren verharrten die (kurzfristigen) Zinsen, die direkt von den Zentral- bzw. Nationalbanken beeinflusst werden können, in Rezessionszeiten derart lange auf einem überhöhten Niveau. Das dürfte der wichtigste Grund sein für die ausserordentliche Länge dieser Rezession.<sup>2</sup> Als die Zinsen dann im Winter 1992/93 – beinahe zwei Jahre nach Rezessionsbeginn – endlich zu sinken begannen, liess die konjunkturelle Wende in der Tat nicht lange auf sich warten. Mitte 1993 schwenkte die Wirtschaft auf einen moderaten Wachstumskurs ein. Diese lange Hochzinsphase ist auf die Geldpolitik der Länder innerhalb des europäischen Währungssystems (EWS) zurückzuführen. Der Spielraum der Schweizerischen Nationalbank war bis zum Herbst 1992 zu eng, um sich dieser Entwicklung zu entziehen.

– Die Tatsache, dass 1994 die konjunkturelle Erholung in der Schweiz trotz der zuvor langanhaltenden Rezession schwächer ausfiel als in anderen europäischen Ländern, hat neben der überaus restriktiven Fiskalpolitik mit der schweizerischen Geldpolitik tun. Im Verlauf des Jahres 1993 liess die Nationalbank (ohne Not und Zwang) eine Aufwertung des Frankens gegenüber der DM um rund 7 Prozent zu.

– Eine erneute Aufwertung erfolgte schliesslich im März 1995, diesmal aber infolge von weltweiten Währungsturbulenzen, welche eine nationale Reaktion erschwerten, aber nicht verunmöglichten.<sup>3</sup> Diese Währungsunruhen haben brutal daran erinnert, dass die Weltwirtschaft in monetären Belangen noch immer „führungslos“ ist, was heisst: zu wenig reguliert. Dadurch ist sie erheblichen Unsicherheiten ausgesetzt, weil keine Nation oder Institution für die makroökonomische Stabilität auf Weltebene zuständig ist.<sup>4</sup>

Bevor einige Schlussfolgerungen aus den geldpolitischen Erfahrungen in dieser Rezession gezogen werden können, ist in Erinnerung zu rufen, weshalb die Zinsen in den meisten westeuropäischen Ländern von den Zentralbanken derart lange (bis Ende 1992) hoch gehalten wurden. Als Begründung werden in erster Linie die deutsche Wiedervereinigung und die Funktionsweise des europäischen Währungssystems erwähnt. Weil unter anderem die festgelegte Parität zwischen der Ost- und Westmark nicht den wirtschaftlichen Gegebenheiten entsprach, brach nach der Wiedervereinigung die Produktion in den Gebieten der ehemaligen DDR ein. Der kreditfinanzierte Wiederaufbau schuf eine enorm wachsende Nachfrage nach Gütern, die aber in den alten Bundesländern produziert wurden. Um die aus dieser Übernachfrage erwachsenden Inflationsgefahren zu bekämpfen, betrieb die Deutsche Bundesbank eine restriktive Geld- bzw. Zinspolitik. Alle anderen Länder, welche mit Deutschland im europäischen Währungssystem verbunden waren und (aus politischen Gründen) ihren Wechselkurs zur Deutschen Mark stabilisieren wollten, waren gezwungen, diese Hochzinspolitik nachzuvollziehen, obwohl sich ihre Volkswirtschaften bereits seit einiger Zeit in der Rezession befanden. Auch die Schweizerische Nationalbank schloss sich dieser restriktiven Politik an.<sup>5</sup> Obwohl nicht am europäischen Währungssystem beteiligt, verfügte sie nicht über den notwendigen Spielraum, um die Zinsen zu senken. Andernfalls hätte sie eine unkontrollierte Abwertung des Schweizer Frankens riskiert. Deshalb blieben auch in der Schweiz die Zinsen so lange hoch.

Es ist aber irreführend, die deutsche Wiedervereinigung als zentralen Grund für diese lange Hochzinspolitik zu bezeichnen. Die Übertragung der restriktiven deutschen Geldpolitik auf die anderen Ländern hätte vermieden werden können, wenn man die Deutsche Mark 1991 isoliert aufgewertet hätte. Eine solche Korrektur der Wechselkurse hätte es der deutschen Geldpolitik erlaubt, die Zinsen zu senken, da die Inflationsgefahr durch die Aufwertung verringert worden wäre. Umgekehrt hätten die anderen europäischen Länder stärker von den expansiven Impulsen der deutschen Wiedervereinigung profitiert.<sup>6</sup> Zu warnen ist auch vor einseitigen Schuldzuweisungen: Es waren in erster Linie Schwachwährungsländer und Frankreich, welche auf den bestehenden Wechselkursen beharrten, wogegen die Deutsche Bundesbank 1991 durchaus bereit war, die DM einseitig aufzuwerten.<sup>7</sup>

Diese Rezession hat einige altbekannte Zusammenhänge deutlich gemacht. Dazu einige Thesen:

I. Die Geldpolitik übt einen entscheidenden Einfluss auf die Beschäftigungslage aus. Zur Teuerungsbekämpfung erhöht die Nationalbank die Zinsen und/oder den Wechselkurs, was die aus- und inländische Nachfrage nach Investitions- und Konsumgütern sowie Dienstleistungen verringert. Erst aufgrund der geringeren Nachfrage und des verschärften Wettbewerbs zwischen den Anbietern kommen die Preissteigerungen zum Stillstand. Zudem sinken wegen der restriktiven Geldpolitik Produktion und Beschäf-

tigung, wodurch die Arbeitslosigkeit steigt. Diese wiederum trägt zu mässigen Lohnabschlüssen bei. Die Bekämpfung der Inflation erfolgt also über eine Rezession, wenn sie nicht von Massnahmen begleitet wird, welche die Teuerung an der Quelle (Lohnverhandlungen, Preisbildung, Mietpreise) zu dämpfen versuchen. Arbeitslosigkeit ist in diesem Kalkül unvermeidbar. Umgekehrt schafft die Schweizerische Nationalbank durch die Lockerung der Geldpolitik (Zinssenkungen, ein tieferer Wechselkurs) Spielraum für eine wachsende Wirtschaft, sofern sie nicht aus Angst vor der nächsten Inflation die Erholung abwürgt, bevor genug neue Arbeitsplätze geschaffen wurden.

Der Einfluss der Geldpolitik auf die Beschäftigungslage wird von keinem ernstzunehmenden Ökonomen geleugnet. Trotzdem wird immer wieder behauptet, die „realen Wirkungen“ auf die Produktion und Arbeitslosigkeit seien nur kurzfristig wirksam, da die Märkte (sich selbst überlassen) die Probleme sehr schnell wieder „von selbst“ lösen würden.<sup>8</sup> Diese Sichtweise einer „Neutralität der Geldpolitik“ – sie erfreut sich in der Öffentlichkeit eines viel grösseren Zuspruchs als unter Ökonomen – kann mit der Entwicklung der letzten zwei Jahrzehnte und insbesondere dieser Rezession sehr schlecht in Einklang gebracht werden. Die Geldpolitik hat nicht nur auf die Teuerung, sondern auch auf die Arbeitslosigkeit einen entscheidenden Einfluss. Das bedeutet aber auch, dass die Nationalbank bei ihrer Politik nicht nur auf die Teuerungsentwicklung Rücksicht nehmen darf, sie muss auch die Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit berücksichtigen.

Die Häufung geldpolitischer Fehler in dieser Rezession kann kein Zufall sein. Sie ist nur vor dem Hintergrund des ungebrochenen Glaubens an die Marktkräfte und an die „langfristige Neutralität der Geldpolitik“ in bezug auf die Arbeitsmarktsituation erklärbar. Wenn die Schweizerische Nationalbank (bis im Herbst 1994) von den ihr zur Verfügung stehenden Indikatoren jeweils denjenigen ausgewählt hat, der die restriktivste der möglichen Politikvarianten rechtfertigte, kann dies nur vor dem Hintergrund einer Position verstanden werden, die davon ausgeht, dass die negativen Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt nur kurzfristiger Natur und daher vernachlässigbar seien. Aber auch die Erfahrung in anderen europäischen Ländern, welche ihre Wechselkurse auf ungesunden Höhen fixierten und dadurch zu einer zu restriktiven Politik gezwungen wurden, kann nur so verstanden werden, dass der Wahl einer geldpolitischen Option (Geldmengenkontrolle, Zinspolitik, Wechselkursfixierung) für die reale wirtschaftliche Entwicklung grundsätzlich keine grosse realwirtschaftliche Bedeutung beigemessen wird.

II. Ohne Einbezug der Geldpolitik ist eine Vollbeschäftigungspolitik nicht möglich. Die beste Konjunkturpolitik nützt nichts, wenn die Geldpolitik restriktiv bleibt. Die schweizerische Wirtschaft kann nicht gleich stark wachsen wie die europäische, wenn der Schweizer Franken gegenüber den europäischen Währungen aufgewertet wird. Aus diesem Grund muss die „alte“ Diskussion um die Priorität der Inflations- oder Arbeitslosigkeitsbe-

kämpfung neu geführt werden. Zudem stellt sich die Frage, wie die Unabhängigkeit der Nationalbanken ergänzt werden kann durch eine externe Beschränkung, die garantiert, dass die Inflationsbekämpfung gegenüber der Beschäftigungspolitik nicht derart stark bevorzugt wird wie in dieser Rezession.

III. Internationale Arrangements zur Wechselkursstabilisierung sind notwendig; sonst werden die Wechselkurse zum Spielball der spekulativen Finanzmärkte, die immer wieder zu Übertreibungen neigen. Diese Instabilität ist volkswirtschaftlich schädlich: Sie verteuert die Investitionen, da sie wegen der Währungsunsicherheiten schneller abgeschrieben werden müssen. Es ergeben sich höhere Zinsen, weil Anleger für das Wechselkursrisiko entschädigt werden wollen. Diese Währungsvereinbarungen dürfen jedoch nicht so starr sein, dass die einzelne Länder ihre Geldpolitik nicht mehr in den Dienst der nationalen Beschäftigungs- und Antiinflationspolitik stellen können.<sup>9</sup>

Die Realisierung einer Währungsunion nach Maastrichter Kriterien würde den konjunkturpolitischen Spielraum der einzelnen Länder zu stark einschränken. Falls sie mehr als die europäischen „Hartwährungsländer“ umfassen würde, entstünde für einige Länder der Zwang, ohne Rücksicht auf die sozialen Besonderheiten und Folgen auf den Arbeitsmarkt zur Preisstabilität zurückzukehren und die öffentlichen Schulden abzubauen. Der EU fehlte aber gleichzeitig das Instrumentarium, um die sozialen Kosten abzufedern (Finanzausgleich, wirksame Regionalpolitik). Unterschiede in der Wettbewerbsfähigkeit können heute durch Wechselkursanpassungen ausgeglichen werden. In einem Währungsraum ist dies nicht mehr möglich. Wenn Krisensituationen wegen mangelnder Wettbewerbsfähigkeit einzelner Regionen nicht einfach dadurch gelöst werden sollen, dass die Erwerbstätigen wegwandern, braucht es einen ausgebauten Finanzausgleich und eine wirksame Regionalpolitik.

IV. Der Wechselkurs ist für die Schweiz das wichtigste Bindungsglied zur europäischen Konjunktur. Der reale Wechselkurs ist nichts anderes als der Preis der schweizerischen Güter auf den ausländischen Märkten. Er bestimmt, wieviel die schweizerische Wirtschaft im Ausland verkaufen kann und wie sich die ausländische Konjunktur (Rezessionen wie auch Hochkonjunkturen) auf die Schweiz überträgt.<sup>10</sup> Deshalb hat der Wechselkurs einen wichtigen Einfluss sowohl auf die Teuerung wie auch auf die Beschäftigungsentwicklung. Die schweizerische Geldpolitik muss sich deshalb auch am Wechselkurs orientieren.

Grundsätzlich ist es vernünftig, die Geldpolitik an derjenigen der Deutschen Bundesbank anzugeleichen. Da es wegen der Labilität der internationalen Währungsbeziehungen jederzeit zu spekulativen Aufwertungen der europäischen Hartwährungen kommen kann und die Schweiz mindestens eine isolierte Aufwertung des Frankens vermeiden muss, wäre es höchst riskant, wenn die Schweizerische Nationalbank eine noch restriktivere

Geldpolitik als Deutschland betreiben wollte, um den „europäischen Musterknaben“ zu spielen.<sup>11</sup> Die Erfahrung hat bereits in den siebziger Jahren gezeigt, dass ein Inflationsvorteil gegenüber den wichtigsten Handelspartnern lediglich um den Preis grosser Beschäftigungsverluste erkauft werden kann. In Ausnahmesituationen – bei besonders schlechter Konjunkturlage in der Schweiz oder einer krassen Überbewertung der DM – ist übrigens auch eine geringfügige Abwertung des Frankens gegenüber der DM denkbar, wenn daraus keine Inflationsgefahren drohen.<sup>12</sup>

## Anmerkungen

- 1 Sie sprechen von der gleichen „langen Frist“, von der Keynes sagte: In der langen Frist sind wir alle tot.
- 2 Hohe Zinsen behindern die Investitionstätigkeit (sowohl der Unternehmungen wie auch der privaten Haushalte) und die Konsumtätigkeit. Hohe Zinsen tragen zudem auf zweifache Art zu einer Verschlechterung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte bei: Einerseits indem die schlechtere Wirtschaftslage geringere Steuereinnahmen und mehr Sozialausgaben zu Folge hat, andererseits indem die Schuldzinsen steigen. Die Bedeutung der Finanzpolitik für die Wirtschaftsentwicklung wird in der Schweiz nicht hoch bewertet. Deshalb hat eine verschlechterte Finanzlage zur Folge, dass die Sparpolitik verschärft wird, was die Wirtschaftslage nochmals verschlechtert.
- 3 Um die Aufwertung der harten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar und den „schwachen“ europäischen zu kompensieren, hat der Schweizerische Gewerkschaftsbund eine weitergehende Lockerung der Geldpolitik als in Deutschland gefordert, damit der Franken um ca. 5 Rappen abwerten könne. Vgl. Presseunterlagen vom 15. März 1995: Nationalbank muss Zinsen senken. Schweizerischer Gewerkschaftsbund. Bern.
- 4 Zu den Aufgaben einer führenden Wirtschaftsmacht bzw. einer internationalen Institution, welche für die Stabilität der Weltwirtschaft zuständig ist, gehört nach C. P. Kindleberger (1980) die Verhinderung von protektionistischen Handels“kriegen“ und von „kompetitiven Abwertungswettläufen“, die Rolle als „lender of last resort“ zur Verhinderung von finanziellen Krisen, die Garantie von verhältnismässig stabilen Wechselkursen und die Koordinierung der Stabilisierungspolitik in den wichtigsten Ländern zur Verhinderung von Inflation und Arbeitslosigkeit. S. C.P. Kindleberger: The Rise and the Fall of the United States in the World Economy. In: Joint Economic Committee: The Business Cycle and Public Policy, Washington 1980.
- 5 Die Schweizerische Nationalbank orientierte in den Jahren 1991/92 ihre Politik an derjenigen der Deutschen Bundesbank und schützte damit den Schweizer Franken vor einer Abwertung. Mit diesem Ziel musste sie Abweichungen (im restriktiven Sinne) von ihren Geldmengenzielen in Kauf nehmen. Das hat ihr erstaunlich wenig Kritik von den schweizerischen Monetaristen eingetragen. Offenbar ist eine Abweichung von den festgelegten Zielen im restriktiven Sinne immer erlaubt.
- 6 Eine solche Wechselkursanpassung wäre umso notwendiger gewesen, als das europäische Währungssystem auch ohne Wiedervereinigung auf ein notwendiges „realignment“ zusteerte. In einigen südeuropäischen Ländern hatten die Lohnstückkosten in den Jahren seit der letzten Wechselkursanpassung um mehr als 10 Prozent stärker zugenommen als in Deutschland, so dass sich wegen des Fixkurssystems ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich verschlechtert hatte. Dies schlug sich in wachsenden Defiziten im Außenhandel (Leistungsbilanz) nieder.
- 7 Der Deutschen Bundesbank könnte allenfalls vorgeworfen werden, dass sie als faktische Leitwährung des EWS in dieser Situation aus internationalen Rücksichten keine Hoch-

zinspolitik hätte betreiben dürfen, was bedeutet, dass sie ihre Geldpolitik nicht ausschliesslich an der internen Geldwertstabilität orientieren durfte. Diese Rolle hat die Deutsche Bundesbank aber immer deutlich abgelehnt; vgl. Spahn (1995). H. Spahn: Die Krise des EWS. In: C. Thomasberger (Hg.): Europäische Geldpolitik zwischen Marktwängen und neuen institutionellen Regelungen. Metropolisverlag, Marburg 1995.

- 8 U.a. haben auch die Professoren der Kommission für Konjunkturfragen in einem der jüngsten Quartalsberichte die Behauptung wiederholt, die Geldpolitik könne den realen Wechselkurs langfristig nicht beeinflussen.
- 9 Um den geldpolitischen Spielraum auf nationaler Ebene zurückzugewinnen wäre es u. U. bei den sogenannten Schwachwährungsländern auch notwendig, wieder Beschränkungen des Kapitalverkehrs einzuführen.
- 10 Der (nominelle) Wechselkurs ist auch für die Inflation wichtig: Er entscheidet darüber, inwieweit ausländische Inflationstendenzen in die Schweiz importiert werden.
- 11 M. Bernegger: Die Schweiz unter flexiblen Wechselkursen. Bern 1988.
- 12 Vgl. die Vorschläge des Gewerkschaftsbundes vom 15. März 1995: Nationalbank muss Zinsen senken. Presseunterlagen, Schweizerischer Gewerkschaftsbund. Bern.

## **Forschungsgruppe Europäische Ge- meinschaften (FEG)**

### **Neuerscheinungen**

**FEG-Studie Nr. 4**  
**Hans-Jürgen Bieling/  
Frank Deppe (Hrsg.):**  
**Entwicklungsprobleme des  
europäischen Kapitalismus**  
 Aug. 1994, 195 S., UKB 25 DM

**FEG-Studie Nr. 5**  
**Europäische Integration und  
politische Regulierung**  
**Aspekte, Dimensionen,  
Perspektiven**  
 Mit Beiträgen von Jessop, Tömmel, Röttger, Bultemeier/Deppe, Schulte, Kotzias, Bieling  
 April 1995, 150 S., UKB 25 DM

**Bestellungen an:**  
**Forschungsgruppe Europäische  
Gemeinschaften (FEG)**  
**Wilhelm-Röpke-Straße 6**  
**35032 Marburg**