

# **Grundsätzliche Aspekte der Geldpolitik**

**Dr. Hans Meyer**  
**Präsident des Direktoriums der**  
**Schweizerischen Nationalbank**

**Vereinigung Basler Ökonomen**

**Basel, 22. Januar 1998**

Wir wissen, dass die Qualität der Wirtschaftspolitik von verschiedenen Faktoren abhängt. Die wohl wichtigsten Entscheidungen werden in der Geldpolitik, in der Finanzpolitik und in der Wettbewerbspolitik gefällt. Alle im Rahmen der Wirtschaftspolitik getroffenen Massnahmen stehen natürlich in einer engen Wechselwirkung zueinander: Sie bestimmen gemeinsam die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Ich werde mich in meinen heutigen Ausführungen vornehmlich zur Geldpolitik äussern und die anderen zentralen Bereiche der Wirtschaftspolitik höchstens am Rande erwähnen.

Die Geldpolitik der Nationalbank wird in der Öffentlichkeit leider zu oft aus einer eher kurzfristigen Optik beurteilt. Die geldpolitische Diskussion wird jeweils von der aktuellen Wirtschafts- und Währungslage geprägt; so zur Zeit von der gegenwärtigen Stärke des Schweizerfrankens und vom immer noch zaghaften Konjunkturaufschwung. Obwohl diese Fragen sehr wichtig sind, besteht die Gefahr, dass der Dialog über die grundsätzliche Ausrichtung der Geldpolitik entweder zu kurz kommt oder zu stark durch kurzfristige Aspekte beeinflusst wird. Angesichts der Bedeutung der Geldpolitik für die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen halte ich dies für problematisch. Ich benütze deshalb gerne die mir gebotene Gelegenheit, vor fachkundigem Publikum die Grundsätze zu erläutern, an denen sich meines Erachtens eine auf lange Frist optimale Geldpolitik zu orientieren hat.

Ich werde in meinen Ausführungen zuerst die Ausrichtung der Geldpolitik auf die Erhaltung der Preisstabilität erörtern und anschliessend die Möglichkeiten der Geldpolitik bei der Stabilisierung der Konjunktur aufzeigen. Sodann werde ich über die Optionen sprechen, die nach der Bildung der Europäischen Währungsunion für die Nationalbank bestehen werden. Schliesslich werde ich auf die operative Umsetzung der Geldpolitik, d.h. auf die Frage nach den optimalen Indikatoren und Zwischenzielgrössen, zu sprechen kommen.

## **1. Preisstabilität als Ziel der Geldpolitik**

Die Nationalbank richtet ihre Politik tendenziell und längerfristig auf die Erhaltung der Preisstabilität aus, wobei wir Preisstabilität mit einer Inflationsrate in der Größenordnung von einem Prozent gleichsetzen. Wir werden für diese Zielsetzung von verschiedenen Seiten immer wieder kritisiert. Ich möchte deshalb gleich am Anfang meiner Ausführungen festhalten, dass das Ziel der Erhaltung der Preisstabilität natürlich nicht unsere Erfindung ist. Vielmehr geht es darum, die eindeutigen Erkenntnisse der Nationalökonomie der letzten drei Jahrzehnte in die Praxis umzusetzen. Das gleiche Ziel verfolgen heutzutage auch die Notenbanken der meisten massgebenden Industrienationen.

Im folgenden will ich die wichtigsten Gründe nennen, weshalb eine Notenbank ihre Politik im erwähnten Sinne auf Preisstabilität ausrichten soll:

Entgegen der in den fünfziger und sechziger Jahren vorherrschenden Meinung kann eine expansive Geldpolitik die Beschäftigung und das Volkseinkommen nicht dauerhaft erhöhen. Eine expansive Geldpolitik hat wohl in der kurzen Frist einen positiven Einfluss auf Produktion und Beschäftigung. Dieser verliert sich aber mit der Zeit. Übrig bleibt eine permanent höhere Inflationsrate. Die Geldpolitik ist daher ein untaugliches Mittel, um strukturelle Probleme einer Volkswirtschaft zu lösen und die Arbeitslosigkeit dauerhaft zu senken.

Eine erhöhte Inflationsrate hat längerfristig nicht eine neutrale Wirkung auf die Volkswirtschaft. Vielmehr führt sie zu massiven Wohlstandsverlusten und kann auch das Wachstum der Volkswirtschaft negativ beeinflussen. Es gibt verschiedene Gründe für diese negativen Wirkungen erhöhter Inflation, wobei die Quantifizierung der einzelnen Kosten nicht immer einfach ist:

Inflation verzerrt das Steuersystem erheblich. Steuertarife werden entweder gar nicht oder nur verzögert der Teuerung angepasst. Dadurch steigen pro-

gressive und prozentual ausgerichtete Steuern, wie beispielsweise die Einkommenssteuer, durch erhöhte Inflation real gemessen stark an, während nominal fixierte Steuern, wie etwa die Treibstoffabgaben, real kleiner werden. Wichtig ist festzuhalten, dass Inflation auch die Unternehmen aus zwei Gründen steuerlich zusätzlich belastet. Zum einen werden die als Folge der Teuerung nominell erhöhten Unternehmensgewinne durch die Progression real höher besteuert. Zum anderen führt Inflation zu nominellen Aufwertungsgewinnen auf Aktiven, obwohl der reale Wert dieser Aktiven unverändert bleibt. Dadurch wird die reale Steuerlast der Unternehmen weiter erhöht.

Diese Verzerrungen führen auch dazu, dass die reale Nettorendite - d.h. die Rendite nach Abzug der Steuern - auf Sparguthaben und Investitionen bei höherer Inflation kleiner wird. Einerseits wird dadurch das gesamte Spar- und Investitionsvolumen einer Volkswirtschaft kleiner. Und andererseits werden die Investitionen vermehrt vom Produktionssektor in den Wohnbausektor umgeleitet, da diese Investitionen durch erhöhte Inflation steuerlich nicht zusätzlich belastet werden. Beide Mechanismen verringern das langfristige Wachstum einer Volkswirtschaft.

Wie erwähnt werden in Phasen hoher Inflation volkswirtschaftlich gesehen zu grosse Ressourcen in die Bauwirtschaft geleitet. Dies gilt aber auch für den Finanzsektor, da die Haushalte und die Unternehmen gezwungen sind, bei höherer Inflation ihre liquiden Mittel vermehrt durch den Finanzsektor verwalten zu lassen. Diese Fehlallokation volkswirtschaftlicher Mittel muss früher oder später durch kostspielige strukturelle Anpassungen bezahlt werden.

Erhöhte Inflation verursacht weitere volkswirtschaftliche Kosten, indem sie die Wirtschaftsteilnehmer zwingt, weniger Bargeld zu halten und dafür mehr Zeit für die Optimierung ihrer Kassabestände aufzuwenden. Die Unternehmen müssen ihre Preise dauernd anpassen. Das ist volkswirtschaftlich ebenfalls kostspielig und verzerrt zudem oft die relativen Preise, weil nicht alle Güter gleichzeitig der Teuerung angepasst werden können. Diese Verzerrung der

relativen Preise führt allgemein zu einer nicht optimalen Nutzung der Ressourcen, da die Preissignale nicht die richtigen Knappheitsverhältnisse zwischen den Gütern widerspiegeln.

Hohe Inflation ist meistens auch mit variabler Inflation verbunden. Dies bedeutet, dass die Wirtschaftsteilnehmer durch Veränderungen der Inflationsrate überrascht werden. Unsicherheit über die Höhe der Inflation beeinträchtigt grundsätzlich die Bereitschaft, längerfristig zu investieren und vermindert somit zusätzlich die Wachstumsaussichten der Volkswirtschaft.

Sehr wichtig ist aber auch die Tatsache, dass Inflationsüberraschungen Umverteilungen zwischen Schuldnern und Gläubigern zur Konsequenz haben. Da sich Kleinsparer weniger gut vor diesen Inflationsüberraschungen absichern können als grosse Investoren, führt hohe und variable Inflation zu Nachteilen für die finanziell schwächeren Glieder einer Volkswirtschaft. Die sozial schwachen Gruppen der Gesellschaft werden aber nicht nur vermögensseitig durch höhere Inflation benachteiligt. Vielmehr trifft die Inflation auch direkt die Einkommenssituation dieser Gruppen: Renten werden oft nicht oder nur verspätet der Teuerung angepasst. Auch bei den Löhnen wird die Teuerung nicht immer ausgeglichen.

Diese Ausführungen zeigen, dass die Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität kein Selbstzweck ist, sondern eine Voraussetzung für optimale Rahmenbedingungen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung darstellt. Die Ausrichtung auf Preisstabilität bedeutet aber, dass wir auch deflationäre Verhältnisse verhindern wollen. Deflation verursacht der Volkswirtschaft ebenfalls hohe Kosten. Längeranhaltende Deflation war allerdings in der Nachkriegszeit nie ein nennenswertes Problem. In der Schweiz drohten Deflationsgefahren im Jahre 1995 als Folge der damaligen starken Aufwertung des Schweizerfrankens und der konjunkturellen Abkühlung in Westeuropa. Wir wendeten diese Gefahren mit einer deutlichen Lockerung der Geldpolitik ab.

Deutlich von einer Deflation zu unterscheiden ist eine Phase der Inflationsverminderung, die sogenannte Desinflation. Wie die Erfahrung zeigt, unterliegen Volkswirtschaften von Zeit zu Zeit inflationären Schocks. Diese werden entweder durch eine zu expansive Geldpolitik oder aber durch externe Einflüsse, wie z.B. einen Erdölschock, ausgelöst. Eine zu expansive Geldpolitik kann einerseits die Folge eines Prognosefehlers der Notenbank über die tatsächliche Geldnachfrage oder andererseits die Folge eines beabsichtigten Versuches sein, die Konjunktur explizit zu stimulieren.

Wichtig ist festzuhalten, dass es sich immer lohnt, eine einmal aufgetretene Inflation zu bekämpfen, unabhängig davon, was die Ursache des inflationären Schubes war. Eine Inflationsverminderung ist zwar mit Kosten verbunden: Sie führt zu einer Rezession und damit zu erhöhter Arbeitslosigkeit. Diese rezessive Wirkung ist aber kurzfristiger Natur; sie dauert üblicherweise nicht längere Zeit. Die Kosten dieser Desinflation müssen mit dem langfristigen Nutzen verglichen werden, der dann erkennbar wird, wenn die Desinflation abgeschlossen ist und wieder Preisstabilität herrscht. Auf eine Desinflation zu verzichten, weil sie kurzfristig Kosten verursacht, entspräche einem Verzicht auf die langfristige Optimierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen.

Wie eine Reihe von wissenschaftlichen Untersuchungen zeigt, sind die kurzfristigen Kosten einer Desinflation in der Regel höher, wenn ein Land im Durchschnitt eine tiefe Inflationsrate aufweist. Diese Kosten werden oft mit der sogenannten Opferquote erfasst. Dabei wird die vorübergehende Verminderung des Sozialproduktes gemessen, das pro Prozentpunkt Desinflation in Kauf genommen werden muss. Der wohl wichtigste Grund für diesen Zusammenhang ist die Tatsache, dass bei durchschnittlich tiefer Inflation Löhne und Preise weniger rasch angepasst werden als bei durchschnittlich hoher Inflation und sich so der Anpassungsprozess an das neue Inflationsniveau in die Länge zieht.

Ausgehend von dieser Feststellung wird in der Öffentlichkeit mitunter die Forderung gestellt, die Nationalbank solle eine durchschnittlich höhere Inflation zulassen, damit die jeweiligen Anpassungskosten nach einem inflationären Schock tiefer seien. Dies ist eine fragwürdige Forderung. Sie missachtet den gesamten Nutzen, den eine auf Preisstabilität ausgerichtete Politik langfristig schafft. Ein Land mit einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik muss damit leben, dass die Kosten einer Desinflation nach einem inflationären Schub allenfalls etwas höher sind als in Ländern mit durchschnittlich hoher Inflation. Die Konsequenz sollte nicht das Anpeilen höherer Inflation sein, sondern vielmehr die strikte Ausrichtung der Geldpolitik auf die Verhinderung unnötiger inflationärer Schocks.

Ich benütze die Gelegenheit, um ein weiteres Missverständnis zu beseitigen. Verschiedentlich wird argumentiert, dass die Nationalbank, indem sie das Auftreten von Inflation zu verhindern versucht, die Entwicklung der Realwirtschaft grundsätzlich hemme. Sie stehe sozusagen auf dem Bremspedal der wirtschaftliche Entwicklung. Dem ist natürlich nicht so. Wie ich bereits erwähnt habe, hat die Verminderung der Inflation kurzfristig einen negativen Einfluss auf die Konjunktur. Sobald aber die Preisstabilität erreicht ist, wirkt die Geldpolitik nicht mehr hemmend auf die Wirtschaftsentwicklung. Im Gegenteil, sie wirkt im Sinne meiner bisherigen Ausführungen langfristig wachstumsfördernd, weil sie die monetären Rahmenbedingungen verbessert.

## **2. Möglichkeiten der Geldpolitik bei der Stabilisierung der Konjunktur**

Wie steht es nun mit der Möglichkeit, die Geldpolitik zur Konjunkturstabilisierung einzusetzen? Die Geldpolitik kann in der kurzen Frist das Sozialprodukt beeinflussen. Damit steht ein Instrument zur Verfügung, um konjunkturelle Schwankungen zu dämpfen. Im Zusammenhang mit der Frage der Verwendung der Geldpolitik zur Konjunkturstabilisierung sind jedoch die folgenden Überlegungen zu beachten:

Indem die Nationalbank die Geldversorgung am potentiellen Wachstum der Wirtschaft orientiert, wirkt sie bereits stabilisierend auf den Konjunkturverlauf, ohne explizit eine aktivistische Politik zu betreiben. Man spricht in diesem Zusammenhang von der automatischen Stabilisatorwirkung der Geldpolitik. Da die Geldnachfrage vom Produktionsvolumen abhängt, ist eine am potentiellen Wirtschaftswachstum orientierte Geldversorgung während einer Rezession grösser als die Geldnachfrage. Dies erhöht die Güternachfrage und wirkt damit stimulierend auf die Konjunktur. Während einer rezessiven Phase, in der bereits Preisstabilität herrscht, kann die Nationalbank zudem die Geldversorgung der Wirtschaft zusätzlich grosszügig gestalten. Dabei geht es vor allem darum, dass während der Rezession keine unnötigen deflationären Wirkungen entstehen, die den Konjunkturaufschwung hemmen würden. In diesem Sinne versorgen wir die Wirtschaft seit einiger Zeit ausreichend mit Liquidität und unterstützen dadurch die Konjunkturerholung.

Ein zusätzliches Engagement zur Konjunkturstabilisierung ist mit Risiken verbunden und auf die Dauer kontraproduktiv, da es die langfristige Preisstabilität gefährdet. Es gibt drei triftige Gründe dafür, die Geldpolitik nur sehr zurückhaltend für eine über das vorher erwähnte Ausmass hinausgehende Konjunkturstabilisierung einzusetzen:

1. Die Geldpolitik wirkt nur mit einer bestimmten zeitlichen Verzögerung auf die Produktion. Diese Zeitverzögerung kann unterschiedlich lang sein. Dadurch wird es sehr schwierig, die Geldpolitik gezielt für die Stabilisierung der Konjunktur einzusetzen.
2. Verschiedene Studien deuten darauf hin, dass eine expansive Geldpolitik nur eine schwache Wirkung auf das Sozialprodukt hat und sich vor allem in einer Erhöhung der Inflation äussert. Eine restriktive Geldpolitik hingegen, z.B. während einer Desinflationsphase, hat einen sehr starken Einfluss auf die Produktion. In diesem Zusammenhang wird von einer asymmetrischen

Wirkung der Geldpolitik gesprochen. Diese Asymmetrie unterstreicht, dass die Geldpolitik nicht unbedingt das geeignete Mittel zur Konjunkturstabilisierung ist: Eine stark expansive Geldpolitik während einer Rezession würde vor allem die Inflationsrate, nicht aber die Produktion erhöhen. Die später folgende restriktive Geldpolitik, die nötig ist, um die Inflationsrate wieder zu senken, würde aber einen starken negativen Einfluss auf Produktion und Beschäftigung haben.

3. Um die Geldpolitik zur Stabilisierung der Konjunktur zu verwenden, ist es nötig, dass die Nationalbank exakte Kenntnisse über die Ursachen der Konjunkturschwäche oder über die Art der aufgetretenen Schocks hat. Dies ist deshalb wichtig, weil die Geldpolitik im besten Falle eine generelle Nachfrageschwäche kompensieren kann. Wird die Geldpolitik bei strukturellen Problemen eingesetzt, so produziert sie nur Inflation und erhöht den Anpassungsdruck der betroffenen Branchen noch mehr. In der Wirklichkeit ist es aber kaum möglich, strukturelle von rein konjunkturellen Schocks sauber zu trennen. Eine aktivistische Geldpolitik läuft daher Gefahr, zu expansiv zu sein. Damit verschlechtert sie die geldpolitischen Rahmenbedingungen, anstatt diese zu verbessern.

Mit meinen bisherigen Ausführungen habe ich dargelegt, dass die Nationalbank den grösstmöglichen Beitrag zu einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung leisten kann, wenn sie ihre Politik grundsätzlich auf Preisstabilität ausrichtet und einmal aufgetretene inflationäre Schocks konsequent bekämpft. Dazu gehört auch, dass die Nationalbank alles daran setzt, unnötige inflationäre, aber auch deflationäre Schübe und die daraus folgenden Anpassungskosten zu verhindern.

### **3. Unabhängigkeit der Nationalbank und geldpolitischer Auftrag**

Das Ziel der Erhaltung der Preisstabilität kann die Nationalbank am besten erreichen, wenn sie einen klaren Auftrag hat und diesen in weitgehender Unabhängigkeit erfüllen kann. Die geplante Reform der Währungsverfassung stellt daher einen weiteren Schritt in Richtung einer langfristigen Optimierung der schweizerischen Geldpolitik dar: Auftrag und Unabhängigkeit der Nationalbank werden präziser formuliert und helfen somit, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik weiter zu erhöhen.

Im Hinblick auf die gegenwärtige Diskussion über die Verfassungsreform möchte ich unterstreichen, dass die Unabhängigkeit der Nationalbank natürlich keine absolute ist. Der Auftrag stellt eine klare Richtlinie dar, nach der sie sich ausrichten muss. Sie wird sich dabei an Lehre und Erfahrung orientieren. Der Auftrag muss ökonomisch sinnvoll formuliert und mit den Mitteln, welche der Nationalbank zur Verfügung stehen, erfüllbar sein. Meine Ausführungen zeigen eindeutig, dass im Auftrag an die Nationalbank die Preisstabilität eine besondere Bewertung erfahren muss, da sie langfristig den zentralen Beitrag der Nationalbank bzw. der Geldpolitik an das wirtschaftliche Gedeihen der Schweiz darstellt.

Ein institutioneller Rahmen mit einer unabhängigen Nationalbank, die einen klaren Auftrag erfüllen muss, hat den Vorteil, dass sich Bevölkerung, Parlament und Regierung sozusagen im voraus auf eine Politik einigen, die sie langfristig für optimal halten. Durch die Delegation der Durchführung der Geldpolitik an die Nationalbank wird verhindert, dass in kritischen Situationen, wie in einer Rezession und bei grossen Budgetdefiziten, kurzfristige Partikularinteressen vor die langfristigen Interessen des ganzen Landes gestellt werden. Dies ist der Mechanismus, der die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank erhöht. In den meisten entwickelten Staaten hat sich diese Auffassung durchgesetzt, und viele Länder, wie z.B. das Vereinigte

Königreich, in denen die Regierung früher die Geldpolitik direkt bestimmte, haben heute unabhängige Zentralbanken.

Die Erteilung eines Auftrages an die Nationalbank setzt natürlich voraus, dass ein breiter gesellschaftlicher Konsens über das langfristige Ziel der Geldpolitik herrscht. Ich bin davon überzeugt, dass dieser Konsens in der Schweiz existiert und dass die grundsätzliche Ausrichtung der Geldpolitik auf die Preisstabilität in der Bevölkerung eine grosse Unterstützung findet. Die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Notenbank bedeutet aber auch, dass diese ihre Politik transparent machen und über ihre Tätigkeit Rechenschaft ablegen muss, wie das in der Praxis schon heute der Fall ist. Nur dadurch wird eine langfristige Optimierung der geldpolitischen Rahmenbedingungen erreicht.

#### **4. Die Geldpolitik nach der Gründung der Europäischen Währungsunion: Autonome Geldpolitik versus Anbindung des Frankens an den Euro**

Meine bisherigen Ausführungen bezogen sich vor allem auf das geldpolitische Ziel der Preisstabilität, das die Nationalbank anstrebt. Die Erreichung der Preisstabilität ist in der Realität kein leichtes Unterfangen. Die Unsicherheit über die Art der wirtschaftlichen Schocks, die verschiedenen Einflüsse aus dem Ausland und das nur beschränkt vorhandene Wissen über die Übertragungsweise von monetären Impulsen auf die Realwirtschaft erschweren unsere Arbeit erheblich. Ein bekannter Schweizer Nationalökonom hat denn auch vor einigen Jahren treffend festgestellt, dass die Geldpolitik letztlich eine Kunst sei.

Im folgenden will ich auf zwei Probleme zu sprechen kommen, die sich der Nationalbank bei der Umsetzung der Geldpolitik zur Zeit stellen. Das erste ist die kommende Verwirklichung der Europäischen Währungsunion. Beim zweiten geht es um die Frage, ob die Nationalbank weiterhin mit einem offiziellen

Zwischenziel operieren oder sich direkt an einem Inflationsziel orientieren soll. Wenden wir uns zuerst der bevorstehenden Europäischen Währungsunion zu.

Auf den 1. Januar 1999 werden wohl die meisten Mitglieder der Europäischen Union ihre eigene Währung aufgeben und den Euro als Zahlungsmittel einführen. Die Europäische Zentralbank wird alsdann die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Währungsunion bestimmen.

Der Vertrag von Maastricht und die nachfolgenden Ergänzungsverträge gestehen der Europäischen Zentralbank eine grosse Unabhängigkeit zu und erteilen ihr den Auftrag, in erster Linie für die Erhaltung der Preisstabilität zu sorgen. Die Teilnahme an der Währungsunion ist an die bekannten Konvergenzbedingungen geknüpft. Dies alles lässt erwarten, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sich nicht oder zumindest nicht a priori von der bisherigen Politik der wichtigen Länder, die massgeblich von der deutschen Geldpolitik geprägt wurde, unterscheiden wird. Trotzdem müssen wir in der ersten Phase der Währungsunion mit erhöhten Unsicherheiten rechnen. Dafür gibt es verschiedene Gründe. Die Europäische Zentralbank wird sich ihre eigene Reputation erst erarbeiten müssen. Sie wird sich am Anfang in Neuland bewegen, da die Erfahrungen für eine gesamthafte europäische Geldpolitik noch fehlen. Dabei können leicht Fehler passieren. Schweren Schaden würde die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank dann erleiden, wenn die Vertreter der verschiedenen Staaten versuchen würden, länderspezifische Interessen zu vertreten, statt sich klar an den Auftrag zu halten.

Für die Schweiz würde eine konsequent auf Preisstabilität ausgerichtete Politik der Europäischen Zentralbank - und damit ein starker Euro - eindeutig die komfortabelste Situation darstellen. Wir müssen aber davon ausgehen, dass zu Beginn der Währungsunion Währungsturbulenzen auftreten können und dass es zu einer Aufwertung des Schweizer Frankens kommen kann, weil die internationalen Investoren der Qualität der europäischen Geldpolitik noch misstrauen.

Grundsätzlich haben wir drei Möglichkeiten, um auf eine solche Situation zu reagieren:

1. Wir können den Wechselkurs gegenüber dem Euro von vornherein fixieren und auf längere Frist einen festen Wechselkurs anstreben.
2. Wir können wie bisher eine autonome Geldpolitik mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität verfolgen. Dabei würden wir, soweit mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar, auf Störungen im Devisenmarkt Rücksicht nehmen.
3. Wir können eine pragmatische Politik verfolgen und bei extremen Schwankungen der Wechselkurse den Frankenkurs vorübergehend gegenüber dem Euro fixieren.

Alle diese Varianten haben Vor- und Nachteile. Bei der ersten Möglichkeit würden wir vollständig der europäischen Geldpolitik folgen und damit auf eine eigenständige Politik verzichten. Für die Exportwirtschaft würden bei dieser Variante die Wechselkursrisiken wegfallen. Eine solche Politik ist aber langfristig nur dann unproblematisch, wenn sie mit Preisstabilität vereinbar ist. Zumindest zu Beginn der Währungsunion ist noch nicht klar, auf welchem Niveau sich die europäische Inflation durchschnittlich einpendeln wird. Zudem müssten wir auch mit substantiellen Zinserhöhungen rechnen, wenn der Wechselkurs gegenüber dem Euro fixiert würde. Diese Möglichkeit stellt deshalb für die Nationalbank im Moment keine valable Alternative dar.

Die zweite Möglichkeit garantiert, dass die fundamentale Ausrichtung der Geldpolitik nicht wegen momentanen Währungsturbulenzen geändert werden muss. Die Exportindustrie unseres Landes ist bei den meisten Störungen auf den Devisenmärkten genügend flexibel, um sich den neuen Verhältnissen anzupassen. Zudem kann die Nationalbank versuchen, die Störungen bis zu

einem gewissen Grad zu dämpfen, solange dies nicht die Preisstabilität langfristig gefährdet. Diese Variante stellt daher eine attraktivere Lösung dar als die Bindung des Frankens an den Euro. Bei dieser Politik würde die Schweiz vor-derhand auch ihren Zinsvorteil behalten können.

Es kann jedoch unter Umständen zu einer massiven und unverhältnismässigen Aufwertung des Frankens kommen, so dass auch die flexibelsten Unternehmen der Exportwirtschaft in grosse Schwierigkeiten geraten. In einer derartigen Situation ist es denkbar, dass die dritte Variante, nämlich die vorübergehende Fixierung des Frankenkurses, die beste Lösung darstellen würde. Ich möchte jedoch betonen, dass diese Variante für Ausnahmefälle reserviert bleiben muss und nicht bereits bei kleineren Störungen verwendet werden darf. Das Risiko dieser Variante liegt nämlich darin, dass die zusätzliche Liquiditätsversorgung als Folge der Wechselkursfixierung nicht mit dem langfristigen Ziel der Preisstabilität vereinbar ist. Die Nationalbank müsste daher nach der Aufhebung der Wechselkursfixierung die Geldmenge möglichst rasch wieder auf ihren ursprünglichen Gleichgewichtspfad zurückbringen.

Ich unterstreiche nochmals, dass der Euro mit grosser Wahrscheinlichkeit relativ stabil sein wird. In diesem Fall werden wir kaum in den Devisenmarkt eingreifen müssen. Sollte es trotzdem zu einer Situation kommen, in der die Nationalbank den Franken-Eurokurs beeinflusst, muss man sich klar vor Augen halten, dass nur der nominelle Wechselkurs langfristig durch die Notenbanken bestimmt werden kann. Der reale und wirtschaftlich relevante Wechselkurs wird in der langen Frist durch die Marktverhältnisse bestimmt. Die Nationalbank kann somit kurzfristig übermässige Bewegungen am Devisenmarkt korrigieren; sie kann aber den realen Frankenkurs auf die Dauer nicht beeinflussen.

## 5. Geldmengenziel versus Inflationsziel

Wie ich bereits angetönt habe, bestehen bei der Durchführung der Geldpolitik zwei Hauptschwierigkeiten: Einerseits liegt zwischen einem monetären Impuls und seinen Folgen für Produktion und Preisniveau eine grosse und variable Zeitspanne. Andererseits können sich die Umlaufgeschwindigkeit oder die Geldnachfrage unerwartet verändern. Dadurch operiert die Nationalbank in einem Umfeld, in dem sie die Wirkung ihrer Politik nicht immer exakt prognostizieren kann.

Um diese Probleme zu verringern, haben die Notenbanken traditionell Geldmengenaggregate als Indikatoren oder als Zwischenziele verwendet. Geldmengenaggregate eignen sich besonders gut als Zwischenziel, weil sie durch die Notenbank gut kontrollierbar sind und überdies eng mit dem Endziel der Preisstabilität korrelieren. Kontrolliert eine Zentralbank daher die Wachstumsrate eines Geldmengenaggregates, so kontrolliert sie indirekt auch die Inflationsrate. Die Voraussetzung für diesen Mechanismus ist allerdings, dass die Umlaufgeschwindigkeit oder die Geldnachfrage mittel- und langfristig hinreichend stabil sind.

Die Nationalbank verwendet seit rund zwei Jahrzehnten die monetäre Basis als Zwischenziel. Die Erfahrungen damit sind alles in allem genommen positiv ausgefallen. Seit dem Ende der achtziger Jahre hat sich jedoch gezeigt, dass die Nachfrage nach Basisgeld zusätzlichen Schwankungen unterworfen ist. Dabei spielen Veränderungen beim Liquiditätsmanagement der Banken, wie beispielsweise die Einsparungen an Giro Guthaben als Folge des Swiss Interbank Clearing und die Substitution von Postcheckguthaben durch Giro Guthaben, eine grosse Rolle. Zudem ist die Nachfrage nach Noten wegen ihrer grossen Zinselastizität starken Schwankungen unterworfen. Wir haben daher vor einigen Jahren anstelle von jährlichen Zielvorgaben einen mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge festgelegt. Dadurch ist es möglich, in der

kurzen Frist vom Zielpfad abzuweichen und bei der Festlegung der Geldpolitik auch andere Indikatoren als die Notenbankgeldmenge zu berücksichtigen.

Verschiedene Länder, vor allem im angelsächsischen Raum, haben in den letzten Jahren ihre Geldmengenziele aufgegeben und visieren nun direkt ein Inflationsziel an. Dieser Wechsel war nötig, weil in diesen Ländern keine stabile Geldnachfrage mehr vorhanden war. Würde sich die Stabilität der Nachfrage nach Notenbankgeld in der Schweiz dramatisch verschlechtern, wäre der Übergang zu einem direkten Inflationsziel auch für uns eine mögliche geldpolitische Alternative.

Ich möchte deshalb die Unterschiede zwischen diesen beiden geldpolitischen Strategien, d.h. zwischen Geldmengenzielstrategie und Inflationszielstrategie, aufzeigen und dabei vor allem auf die schweizerischen Verhältnisse Bezug nehmen. Bei einer Geldpolitik mit einem direkten Inflationsziel verzichtet die Notenbank auf die Formulierung eines Zwischenzieles und versucht, das Endziel direkt zu erreichen. Dabei muss sie eine Inflationsprognose erstellen und ihre geldpolitischen Instrumente so verändern, dass die prognostizierte Inflation mit ihrem Inflationsziel in Übereinstimmung kommt. Gegenüber einer Geldpolitik mit einem Geldmengenziel hat diese Politik den Vorteil, dass die Zielausrichtung für eine breite Schicht der Bevölkerung transparenter wird. Ein Inflationsziel ist einfacher zu verstehen als ein Geldmengenziel. Bei einer Zielverfehlung ist es allerdings für das Publikum schwieriger festzustellen, ob diese der Notenbank angelastet werden kann oder ob sie durch eine überraschende und daher für die Nationalbank nicht sofort kompensierbare Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit zustanden gekommen ist. Je weniger aber die Öffentlichkeit die tatsächlichen Handlungen der Notenbank überprüfen kann, desto schwieriger kann es für diese sein, Glaubwürdigkeit und Reputation aufzubauen.

Die pragmatische Umsetzung der Geldmengenzielstrategie durch die Nationalbank hat bereits heute viele gemeinsame Aspekte mit einer Politik der

direkten Inflationssteuerung. Die Unterschiede zwischen der Geldmengenstrategie der Nationalbank und der Inflationszielstrategie sind aus zwei Gründen relativ gering: Zum einen legen wir unser Geldmengenziel im Hinblick auf ein Inflationsziel fest, so dass in einer Welt ohne Störungen beide Strategien deckungsgleich wären. Zum anderen kann die Nationalbank von ihrem Geldmengenziel bereits heute abweichen, falls sie überzeugt ist, damit das Ziel der Preisstabilität besser zu erreichen oder falls andere triftige Gründe dafür sprechen. Wir verfolgen also ein bedingtes Geldmengenziel. Die mittelfristige Formulierung des Geldmengenzieles erlaubt es uns, im Interesse der Erhaltung der Preisstabilität kurzfristig vom Zielpfad abzuweichen und andere ökonomische Indikatoren bei der Lageanalyse ebenfalls zu berücksichtigen.

Der Hauptunterschied zwischen beiden Strategien liegt somit darin, dass bei der Inflationszielstrategie generell eine breitere Palette von geldpolitischen Indikatoren verwendet wird und dass die Kommunikation zwischen Notenbank und Öffentlichkeit nicht mehr in erster Linie über die Erläuterung der Geldmengenentwicklung, sondern dass sie breiter abgestützt in Form eines Inflationsberichtes erfolgt.

Es ist jedoch wichtig festzuhalten, dass ein Strategiewechsel weder die Aufgabe der Nationalbank wesentlich vereinfachen noch die gegenwärtigen Probleme der operativen Umsetzung der Geldpolitik ohne weiteres lösen würde. Dies deshalb nicht, weil einmal die Prognostizierbarkeit der kurz- und mittelfristigen Inflationsrate nicht einfach ist. Prognosefehler wären wohl relativ häufig, da insbesondere auch ausländische Schocks die inländische Inflationsrate beeinflussen. Zudem sind die ökonomischen Kenntnisse über die notwendige quantitative Veränderung der kurzfristigen Zinssätze, um die Inflationsprognose zurück auf das Inflationsziel zu bringen, nur beschränkt vorhanden. Ein Vorteil würde bei der Inflationszielstrategie allerdings bestehen: Die Nationalbank wäre bei der Wahl und der Auswertung ihrer geldpolitischen Indikatoren flexibler und könnte die Akzentsetzung bei der Berücksichtigung der Indikato-

ren verändern, ohne dass in der Öffentlichkeit jedesmal der Eindruck einer eigentlichen Strategieänderung entstehen würde.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die Unterschiede zwischen der Geldmengensteuerung, wie wir sie betreiben, und einer Inflationszielstrategie relativ klein sind. Ein Wechsel der Strategie würde sich vor allem dann aufdrängen, wenn der Informationsgehalt der Geldmengen zukünftig sehr gering werden würde. Ein Wechsel der Strategie setzt aber voraus, dass die Inflationsrate auf mittlere Frist ausreichend präzise prognostiziert werden kann und die quantitative Wirkung von Zinsveränderungen auf die Inflationsraten in den nachfolgenden Zeitperioden genügend bekannt ist. Beide Voraussetzungen sind zur Zeit nur begrenzt erfüllt.

## **6. Schlussbemerkungen**

Ich komme zum Schluss meiner Ausführungen und möchte die Hauptaussagen noch einmal zusammenfassen:

- Die Erhaltung der Preisstabilität stellt den zentralen Beitrag der Nationalbank zur Gestaltung von optimalen Rahmenbedingungen für die schweizerische Wirtschaft dar. Preisstabilität kann die Nationalbank langfristig am besten erhalten, wenn sie einen klaren Auftrag hat und diesen in angemessener Unabhängigkeit erfüllen kann. Die Nationalbank kann in der kurzen Frist - sofern dies mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar ist - Konjunktur und Wechselkurse stabilisieren. Dies ist aber ein sehr riskantes Unterfangen; es sollte deshalb für Ausnahmesituationen reserviert bleiben. Insgesamt leistet die Nationalbank wohl den besten Beitrag zur wirtschaftlichen Stabilisierung, wenn sie unnötige Inflations- und Deflationsschübe verhindert.

- Beim Übergang zur Europäischen Währungsunion ist mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht mit einem schwachen Euro zu rechnen. Die Nationalbank wird deshalb ihre autonome Geldpolitik mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität fortsetzen können. Sollte es unerwarteterweise zu einer übermässigen Aufwertung des Frankens kommen, würden wir versuchen, ein Überschiessen zu verhindern.
- Die Nationalbank hat in einem Umfeld zu operieren, das von grossen Unsicherheiten bezüglich der auftretenden Schocks geprägt ist. Dazu kommt, dass unser Wissen über viele Wirkungszusammenhänge im monetären Transmissionsmechanismus beschränkt ist und dass wir starken Auslandseinflüssen ausgesetzt sind. Dies erschwert die Lagebeurteilung erheblich. Wir verfolgen deshalb eine pragmatische Strategie mit einem mittelfristigen Ziel für die Notenbankgeldmenge. In Zukunft werden wir in einem vermehrten Ausmass neben der Notenbankgeldmenge zusätzlich Indikatoren zur Lageanalyse heranziehen. Bereits heute ist unsere Politik in den wesentlichen Aspekten einer Inflationszielstrategie sehr ähnlich. Wichtig ist, dass wir das Wissen über die exakten Übertragungsmechanismen weiter vervollständigen, um so unsere Politik in Zukunft weiter optimieren zu können.