

Die Schweizerische Nationalbank vor neuen Herausforderungen

Referat von
Dr. Jean-Pierre Roth
Vizepräsident der Schweizerischen Nationalbank

an der Hochschule St. Gallen
5. Februar 1998

1. Einleitung

Zuerst möchte ich mich für die Einladung bedanken, hier in St. Gallen einen Vortrag zu halten. Offensichtlich sind Nationalbankvertreter gern gesehene Redner an der Hochschule St. Gallen, war doch mein Kollege Hans Meyer, Präsident des Direktoriums, vor gerade drei Wochen ebenfalls hier zu Gast.

Im Dezember haben wir unsere geldpolitischen Absichten für das Jahr 1998 bekanntgegeben. Hans Meyer hat sich in seinem Vortrag ausführlich mit diesem Thema befasst. Ich selbst möchte in meinem heutigen Referat zuerst auf das sich rasch verändernde Umfeld, in dem sich die Geldpolitik abspielt, eingehen und anschliessend die Antwort der Nationalbank auf diese Veränderungen skizzieren. Zur Bewältigung dieser neuen Herausforderungen benötigt die Nationalbank insbesondere einen modernen institutionellen Rahmen und ein flexibles geldpolitisches Konzept.

2. Ein sich veränderndes Umfeld

Das Umfeld, in dem die Schweizerische Nationalbank ihre Politik betreibt, ist im Umbruch. Die Hauptmerkmale dieses Umbruchs lassen sich mit drei Stichworten zusammenfassen: fortschreitende Globalisierung, Dynamik der Finanzmärkte und Europäische Währungsunion.

2.1 Fortschreitende Globalisierung

Die Wurzeln der heutigen Globalisierung reichen bis in die 60er und 70er Jahre zurück, in denen eine schrittweise Abkehr von Interventionismus und Protektionismus stattfand. In den 80er Jahren setzten sich Deregulierung und Liberalisierung immer mehr durch und wurden auf weitere Gebiete, wie z.B. auf die Dienstleistungen und den Kapitalverkehr, ausgedehnt. Sichtbare Zeichen dieser Entwicklung waren z.B. die Uruguay-Rundes des damaligen GATT (heute WTO), die Unterzeichnung der einheitlichen Europäischen Akte und später die Vorbereitungen für den europäischen Binnenmarkt.

Die fortschreitende Deregulierung und Liberalisierung betraf sowohl die Güter- als auch die Finanzmärkte. Auf den Gütermärkten wurden protektionistische Beschränkungen weiter abgebaut, was den internationalen Handel erhöhte und die internationale Arbeitsteilung verstärkte. Die verschärfte Konkurrenz erzwang vielerorts einen tiefgreifenden Strukturwandel mit negativen kurzfristigen Auswirkungen auf Output und Beschäftigung. Im Endeffekt bewirken Deregulierung und Liberalisierung jedoch eine effizientere Allokation von knappen Ressourcen, was der Volkswirtschaft als ganzer schliesslich zugute kommt.

Noch ausgeprägter als auf den Gütermärkten war die Internationalisierung auf den Finanzmärkten. Die enormen Fortschritte in der Informatik haben massgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen. Die heutige Telekommunikation ermöglicht eine rasche und billige Beschaffung und Verarbeitung von ungeheuren Mengen an Information. Dies schuf die Voraussetzung für weltweite Arbitrage und verstärkte die internationale Konkurrenz. Der intensive Wettbewerb um mobiles Kapital erzwang den Abbau von Regulierungen und Beschränkungen und förderte die Vereinheitlichung von Regeln und die Standardisierung von Produkten. Gleichzeitig wurden zahlreiche neue Finanzinstrumente und Formen der Risikoabsicherung entwickelt.

Das Resultat der fortschreitenden Globalisierung ist eine immer stärkere Interdependenz der nationalen Märkte. Über Güter- und Kapitalströme übertragen sich konjunkturelle Impulse intensiver denn je von einem Land zum anderen. Für die nationale Wirtschaftspolitik und auch für die Geldpolitik bedeutet dies, dass ihre Möglichkeiten zur Beeinflussung der Ereignisse noch limitierter werden; dies gilt umso mehr für ein kleines offenes Land wie die Schweiz. Wirtschafts- und Geldpolitik sollten sich deshalb realistischerweise auf die Schaffung günstiger Rahmenbedingungen zur Stärkung der Konkurrenzfähigkeit im internationalen Wettbewerb beschränken. Zu diesen günstigen Rahmenbedingungen gehört auch eine stabile Währung, einhergehend mit einer geringen Inflation und entsprechend niedrigen Zinsen.

2.2 Der freie Kapitalverkehr als Chance und Risiko

Im Gefolge von Liberalisierung, Deregulierung und Unterstützung durch die Informatik hat das Umsatzvolumen an den internationalen Finanz- und Devisenmärkten sprunghaft zugenommen. Der freie internationale Kapitalverkehr stellt eine notwendige Bedingung für eine effiziente Allokation von Sparen und Investieren dar. Gleichzeitig hat jedoch mit dem Ausmass der Kapitalflüsse und der zunehmenden Verflechtung der Märkte auch das Risiko von grenzübergreifenden Finanzkrisen zugenommen. Finanzkrisen wiederum können schwerwiegende Folgen für die Entwicklung der realen Wirtschaft haben.

Mit dem Ausbruch der Finanzkrise in Asien sind die internationalen Kapitalströme wieder heftig unter Beschuss gekommen. Die Krise wurde teilweise böswilligen Spekulanten angelastet, und die Forderung nach Einschränkungen des Kapitalverkehrs wurde laut. Es trifft zwar zu, dass das nicht immer rationale Verhalten global agierender Marktteilnehmer eine gewisse Rolle auf den Märkten spielt. Es wäre jedoch ein Fehler, deshalb in ein Regime mit Kapitalverkehrsbeschränkungen zurück zu verfallen. Welche Rolle haben die internationalen Kapitalströme in der Asienkrise nun tatsächlich gespielt?

Seit mehreren Jahren war Asien mit seinen hohen Wachstumsraten für internationale Kapitalströme eine attraktive Destination. Asien erfuhr riesige Kapitalzuflüsse. Die weltweit eher lockeren monetären Bedingungen hatten die globale Liquidität ausgeweitet, so dass hohe Kapitalsummen auf der Suche nach ertragreichen Anlagemöglichkeiten waren. Diese Kapitalzuflüsse führten zu einer übermässigen Aufblähung der Vermögenswerte, sowohl an der Börse wie auch auf dem Immobilienmarkt. Der Überfluss an Liquidität und die steigenden Vermögenswerte verführten Banken und Finanzinstitute zu einer allzu freizügigen Kreditvergabe.

Inzwischen wissen wir, dass in Asien insgesamt zu viel, zu unproduktiv und zu riskant investiert worden ist. Die weitgehende Vernachlässigung der Risiken durch die Banken ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Verflechtung zwischen Staat und Bankensystem teilweise so eng war, dass von einer impliziten Staatsgarantie ausgegangen wurde. Zudem existierte in den betroffenen Ländern nur eine

ungenügende Kontrolle des Banken- und Kreditwesens sowie der Kapitalmärkte, und der Finanzsektor litt allgemein unter mangelnder Transparenz und Rechtssicherheit.

Die vom Internationalen Währungsfonds verordneten Strukturanpassungsprogramme konzentrieren sich deshalb auf eine umfassende Reform des Bank- und Finanzsektors und der Kapitalmärkte. Wichtige Elemente dieser Reformen sind der Aufbau einer unabhängigen Bankenaufsicht, die Einhaltung der von der BIZ empfohlenen Eigenkapitalvorschriften, die Anwendung einheitlicher und transparenter Rechnungslegungsvorschriften sowie die Revision durch international anerkannte Gesellschaften. Gleichzeitig soll der Finanzsektor weiter liberalisiert und vermehrt dem internationalen Wettbewerb ausgesetzt werden. Die Krise in Asien hat nochmals gezeigt, dass die Verletzung von grundlegenden Finanzprinzipien früher oder später zu Problemen führt. Es muss daher nicht nach neuen Theorien gesucht werden; das Bewährte muss bloss angewandt werden.

Meiner Meinung nach wäre es somit falsch, der Asienkrise mit einer Beschränkung der internationalen Kapitalmobilität begegnen zu wollen. Wichtig ist viel mehr, dass diese Kapitalströme und ihre Verwendung in einem transparenten und geordneten Rahmen stattfinden, dass das Bankensystem seine Rolle als effiziente Drehscheibe für Kapital spielt und dass die Notenbank eine realistische Strategie verfolgt. Durch diese Massnahmen kann das Risiko von Systemkrisen minimiert werden. Daran haben gerade die Notenbanken ein grosses Interesse, stehen sie im Falle drohender Systemkrisen doch vor dem Dilemma, die Krise durch Zufuhr von Liquidität entschärfen zu können, damit aber längerfristig die Preisstabilität auf's Spiel zu setzen.

2.3 Die europäische Währungsintegration

Parallel zu den durch fortschreitende Globalisierung und freien Kapitalverkehr ausgelösten Veränderungen bahnt sich in Europa eine regelrechte monetäre Revolution an: die Einführung einer europäischen Einheitswährung. In nur drei Monaten wird die EU die von Anfang an an der Währungsunion teilnehmenden Staaten bestimmen, und in weniger als einem Jahr wird die Europäische Zentralbank das geldpolitische Zepter übernehmen. Ab Januar 1999 werden die nationalen europäischen Währungen nicht mehr als eigenständige Geldeinheiten, sondern nur noch als

Untereinheiten des Euros existieren. Bis zum 1. Juli 2002 schliesslich werden die nationalen Währungen vollkommen verschwinden; ab diesem Datum wird der Euro das einzige gesetzliche Zahlungsmittel in der Währungsunion sein.

Durch den währungspolitischen Zusammenschluss entsteht der weltweit grösste Wirtschaftsraum mit einheitlicher Währung. Die Europäische Währungsunion wird auch auf die Schweiz bedeutende Auswirkungen haben. Obwohl Nicht-Mitglied der EU, gehört die Schweiz geografisch, geschichtlich und kulturell zu Europa. Auch wirtschaftlich ist die Schweiz mit der EU auf das engste verbunden: so kommen rund 80% unserer Importe aus der EU, die uns ihrerseits 62% unserer Exporte abnimmt.

Mit der Einführung der Währungsunion werden sich die Natur unserer Wirtschaftsbeziehungen zur EU und die Rolle des Schweizer Frankens verändern. Zum ersten Mal in unserer Geschichte wird die Schweiz von Ländern umgeben sein, die alle dasselbe Zahlungsmittel verwenden. Dies weckt bei unserer Exportwirtschaft die Hoffnung, in einem stabilen Umfeld operieren zu können. Gleichzeitig erhöht die europäische Währungsintegration aber auch unsere Abhängigkeit von einer Umgebung, die wir kaum beeinflussen können. In der Folge wird sich die Schweiz noch mehr als früher in einer wirtschaftlichen Schicksalsgemeinschaft mit der EU befinden. Der zukünftigen Kursrelation zwischen Schweizerfranken und Euro wird daher eine noch grössere Bedeutung zukommen als dem heutigen Sfr./DM Kurs.

Die Konzentration auf den Euro beinhaltet für den schweizerischen Aussenhandel sowohl Chancen als auch Risiken. Bei einer den Fundamentals entsprechenden, stabilen Kursrelation könnte die Schweiz in hohem Masse von den Vorteilen des Euros profitieren. Die Einführung einer Einheitswährung führt zu einer radikalen Vereinfachung der Devisentransaktionen, erhöht die Transparenz und verstärkt Wettbewerb und Integration auf den Güter- und Finanzmärkten. Umgekehrt würde ein schwacher und volatiler Euro die Schweizer Wirtschaft vor grosse Probleme stellen. In dieser Situation würde die Schweizerische Nationalbank alle ihr zur Verfügung stehenden Mittel gebrauchen, um einer unrealistischen Aufwertung des Schweizer Frankens entgegenzuwirken.

Ich persönlich bin jedoch optimistisch, dass der Euro eine stabile Währung wird. Der Garant für einen starken Euro ist die Europäische Zentralbank (EZB), die nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank konzipiert wurde. Oberstes Ziel der EZB ist die Aufrechterhaltung der Preisstabilität. Bei der Wahrnehmung ihrer Aufgabe ist die EZB von politischen Stellen unabhängig und darf von diesen weder Weisungen einholen noch entgegennehmen. Weiter ist es der EZB ausdrücklich verboten, in irgendeiner Form zur staatlichen Defizitfinanzierung beizutragen. Zusätzliche Barrieren gegen eine undisziplinierte Finanzpolitik sind die im Maastrichter Vertrag festgehaltenen Konvergenzkriterien sowie der Stabilitätspakt. Der Stabilitätspakt soll sicherstellen, dass die Mitgliedländer auch auf Dauer eine mit der Preisstabilitätspolitik der EZB kompatible Finanzpolitik betreiben.

Die institutionellen Rahmenbedingungen für einen starken Euro sind somit günstig. Dennoch wird auch die EZB sich ihre geldpolitischen Sporen zuerst verdienen müssen. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Anfangsphase der Währungsunion durch eine erhöhte Unsicherheit geprägt sein wird, bis die Märkte Vertrauen zur EZB gefasst haben. Ausserdem kann die Heterogenität der EU-Länder zu Schwierigkeiten bei der Implementierung der gemeinsamen Geldpolitik führen. Auf die Dauer jedoch sollte die Parallelität der stabilitätspolitischen Grundsätze von Schweizerischer Nationalbank und künftiger Europäischer Zentralbank -ähnlich wie bisher im Verhältnis zur Deutschen Bundesbank- zu einer stabilen Kursrelation zwischen Franken und Euro führen.

3. Die Reform des institutionellen Rahmens

Die Globalisierung und die europäische Währungsintegration stellen bedeutende Herausforderungen für die Schweizerische Nationalbank dar. Um in dem dynamischen neuen Umfeld erfolgreich bestehen zu können, braucht die SNB einen modernen institutionellen Rahmen. In diese Richtung zielt die Reform der Währungsverfassung, die gegenwärtig im Gange ist. Im folgenden möchte ich auf die drei meiner Meinung nach zentralen Elemente der neuen Währungsverfassung eingehen: die Loslösung des Frankens vom Gold, die explizite Verankerung von Preisstabilität und Unabhängigkeit der SNB sowie die Frage nach den notwendigen Währungsreserven.

3.1 Die Loslösung des Frankens vom Gold

Die Goldbindung des Frankens ist ein Relikt aus der Zeit des Goldstandards. Unter dem Goldstandard fixierte ein Land den Preis des Goldes in seiner Währung (Goldparität). Die Notenbank war verpflichtet, die Noten durch Gold zu decken und die Parität durch An- und Verkauf von Gold zu halten. Eine dauerhafte Ausdehnung der Geldmenge war nur durch Goldkäufe durch die Notenbank möglich; die natürliche Knappheit des Goldes und die hohen Förderungskosten setzten dem Geldmengenwachstum enge Grenzen. Trotz kurzfristigen Schwankungen garantierte der Goldstandard im längerfristigen Durchschnitt ein stabiles Preisniveau.

Der Goldstandard in seiner klassischen Form fand mit dem Ausbruch des ersten Weltkriegs ein Ende. In den darauffolgenden Währungssystemen, insbesondere im Dollar-Gold-Standard von Bretton Woods, wurde die Goldbindung nur in stark gelockerter Form wieder eingeführt. Unter dem Fixkurssystem von Bretton Woods hatte das Gold nicht mehr die Funktion eines Zahlungsmittels, sondern diente nur noch als Mittel zur Festsetzung des Aussenwertes einer Währung. Mit der Aufhebung der Goldparität des Dollars 1971 und dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen hat das Gold seine währungspolitische Schlüsselrolle verloren.

Trotzdem enthält die schweizerische Währungsverfassung noch immer die entsprechenden früheren Regeln. Die heute noch geltende Rechtsordnung beruht auf drei Pfeilern: auf der Fixierung der Goldparität, der Einlösungspflicht für Banknoten und der Deckungsvorschrift für Banknoten. Diese drei Elemente bilden zusammen ein logisches Ganzes. So verlangt die Deckungsvorschrift, dass der Notenumlauf in genügendem Ausmass durch Gold gedeckt ist. Die Einlösungspflicht gibt den Banknoten den Charakter von Goldsubstituten. Die Goldparität wiederum bildet den Bewertungsmaßstab für den Aussenwert der Währung bzw. für die Goldbestände der Nationalbank.

Die Einlösungspflicht für Banknoten fand nur während weniger Jahre effektive Anwendung. Die Verfassung erlaubt die Suspendierung der Einlösungspflicht in Kriegszeiten oder im Falle von „gestörten Währungsverhältnissen“; auf dieser Basis

hob der Bundesrat die Einlöschungspflicht 1936 auf. Wir leben somit seit mehr als sechzig Jahren permanent in gestörten Verhältnissen!

Trotz suspendierter Einlöschungspflicht besteht noch stets eine Deckungsvorschrift für den Notenumlauf. Das Ausmass der Golddeckung wird im Notenbankgesetz festgelegt; bis vor kurzem belief sich der Deckungsgrad auf 40%. Mit Inkrafttreten des revidierten Notenbankgesetzes im November letzten Jahres wurde der Deckungssatz auf 25% reduziert.

Die Goldparität ihrerseits besitzt nach Aufhebung der Einlöschungspflicht und nach dem Übergang zum Floating nur noch die Funktion als Bewertungsmaßstab für die Goldreserven. Die heute geltende Parität wurde 1971 festgesetzt und liegt mit 4'595 Fr./Kg weit unter dem aktuellen Marktpreis. Da die SNB Gold nur zur offiziellen Parität kaufen oder verkaufen darf, sind die Goldbestände der Bank faktisch immobilisiert.

Heute ist es Zeit, die Kluft zwischen Währungsverfassung und gelebter Währungswirklichkeit zu schliessen. Auf Verfassungsebene sind daher Artikel 38 und 39 zu ändern. Dabei ist aber darauf zu achten, dass die alten Vorschriften, deren ursprünglicher Zweck die Wertsicherung des Frankens war, durch moderne Regeln mit derselben Wirkung ersetzt werden. Dazu gehören vor allem die Festschreibung der Unabhängigkeit der Nationalbank und ihres prioritären Zieles, der Preisstabilität, in der Verfassung. Zusätzlich soll das Vertrauen in den Schweizer Franken durch das Halten von hohen Währungsreserven gestärkt werden.

3.2 Die neuen Fundamente: Preisstabilität und Unabhängigkeit

Unter dem Goldstandard wurde die Geldpolitik quasi automatisch durch die Goldflüsse bestimmt. Unter diesem Regime war die Frage der Unabhängigkeit der Notenbank nicht von Bedeutung, da diese lediglich eine Politik zu führen hatte, die die Aufrechterhaltung der offiziellen Goldparität gewährleistete. Im Zusammenhang mit der Loslösung des Frankens vom Gold muss der Rahmen, innerhalb dessen sich

die Geldpolitik abspielt, neu definiert werden. Dabei sind zwei Punkte von zentraler Bedeutung: die klare Definition des Auftrags der Notenbank und die Unabhängigkeit der geldpolitischen Behörde bei der Erfüllung ihres Auftrags.

Die Diskussion um den Auftrag der Nationalbank während der vergangenen Monate ist teilweise ins Emotionale abgeglitten. Dies ist angesichts der heutigen Probleme der schweizerischen Wirtschaft verständlich. Im Zusammenhang mit der Formulierung des Auftrags der SNB muss jedoch das langfristige Gesamtinteresse der schweizerischen Volkswirtschaft im Vordergrund stehen, und es muss realistisch zwischen dem politisch Wünschbaren und dem geldpolitisch Machbaren unterschieden werden. So bestreitet niemand, dass Preisstabilität, Wachstum und Vollbeschäftigung gleichsam wünschenswerte wirtschaftspolitische Ziele sind. Mit der Geldpolitik lässt sich aber nur das erste Ziel, die Preisstabilität, dauerhaft erreichen. Auf Wachstum und Beschäftigung hat die Notenbank nur einen vorübergehenden und unsicheren Einfluss.

In einer Situation wie der gegenwärtigen, in der praktisch keine Teuerung existiert, besteht eine gewisse Tendenz, Preisstabilität als etwas Selbstverständliches zu betrachten. Noch Anfang der 90er Jahre herrschten in der Schweiz jedoch Inflationsraten von beinahe 6%; unter diesen Umständen war das Bewusstsein um die Schädlichkeit der Inflation viel stärker präsent als heute. Es ist deshalb nützlich, an dieser Stelle kurz an die Kosten der Inflation zu erinnern.

Inflation wirkt wie eine Steuer auf Bargeldbestände. Eine hohe Inflationsrate führt daher zur Haltung einer ineffizient tiefen Realkassa und verursacht unnötige Transaktions- und Koordinationskosten.

Zweitens erhöht sich mit der Höhe der Inflation auch gleichzeitig die Inflationsvolatilität. Eine volatile Inflationsrate verstärkt die Unsicherheit, die mit längerfristig festgesetzten Preisen aller Art (Preise im engeren Sinne, Löhne, Zinsen, Mieten) zusammenhängt. Dies führt zu kostspieligen, aber unvollständigen Schutzmassnahmen gegen die Inflationsunsicherheit wie die Verkürzung der Vertragsdauer oder die Indexierung von Verträgen. Weiter kann Inflationsunsicherheit zum Einbau von Risikoprämien führen, z.B. auf den Zinsen, aber auch auf anderen Preisen.

Schliesslich bewirken unantizipierte Inflationsschwankungen eine willkürliche Umverteilung von Einkommen und Vermögen, die meist die sozial Schwächeren besonders hart trifft.

Drittens löst eine hohe Inflationsrate fundamental nicht gerechtfertigte Verschiebungen in den Preisrelationen zwischen verschiedenen Produkten oder Produktgruppen aus. Diese Verzerrungen im Preissystem verringern die Effizienz der Märkte und führen zur Fehlallokation von knappen Ressourcen.

Insgesamt haben die aufgezählten Kosten der Inflation negative Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum. So haben empirische Untersuchungen gezeigt, dass Länder mit hohen Inflationsraten im längerfristigen Durchschnitt tiefere Wachstumsraten aufweisen als Länder mit einer niedrigen Inflationsrate. Obwohl in der kurzen Frist Zielkonflikte zwischen Preisstabilität einerseits und Wachstum bzw. Beschäftigung andererseits auftreten können, leistet eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik somit einen positiven Beitrag zum langfristigen Wirtschaftswachstum.

Wie kann das Ziel der Preisstabilität am besten erreicht werden? In der Wirtschaftswissenschaft besteht Einigkeit darüber, dass Preisstabilität am besten gewährleistet werden kann, wenn die Geldpolitik in die Hände einer unabhängigen Zentralbank gelegt wird. Durch die Delegation der Geldpolitik an eine unabhängige Instanz wird verhindert, dass in schwierigen Situationen kurzfristige Partikularinteressen vor die langfristigen Interessen der Volkswirtschaft als ganzer gestellt werden. Die positive Beziehung zwischen der Unabhängigkeit einer Notenbank und der Stabilität einer Währung wird durch zahlreiche empirische Untersuchungen bestätigt.

In der Praxis wird verschiedentlich argumentiert, unabhängige Notenbanken verfolgten das Ziel der Preisstabilität zu stur und reagierten zu wenig auf konjunkturelle Schwankungen. Gemäss dieser Kritik produzieren unabhängige Zentralbanken zwar eine niedrige Inflationsrate, aber nur um den Preis einer verstärkten zyklischen Instabilität. Empirische Untersuchungen können diesen Vorwurf nicht stützen. So weisen im internationalen Vergleich Länder mit unabhängigen Zentralbank keine höhere Outputvariabilität auf als Länder, in denen die Notenbank der Regierung unterstellt ist.

Diese Ergebnisse lassen sich auch theoretisch erklären. So ist eine unabhängige Notenbank möglicherweise weniger bestrebt, konjunkturelle Schwankungen aktiv zu glätten. Umgekehrt wird aber eine auf Stabilität ausgerichtete, stetige Geldpolitik selbst weniger zur Ursache von Konjunkturschwankungen als eine aktivistische Politik mit ihren zahlreichen Informations- und Lagproblemen. Indem sich diese beiden Effekte gegenseitig kompensieren, führt eine unabhängige Zentralbank nicht zu einer höheren Outputvariabilität.

Die Autonomie der Notenbank ist jedoch nicht absolut zu verstehen; sie bezieht sich vielmehr auf die Entscheidungs- und Handlungsfreiheit in bezug auf ein bestimmtes Ziel. Die Vorgabe dieses Zieles liegt in einer Demokratie in der Kompetenz der Politik und letztlich beim Volk. Die Notenbank ist auf einen breiten gesellschaftlichen Konsens über ihres oberstes Ziel angewiesen; auf die Dauer kann sie ihre Politik nicht ohne grundsätzliche Unterstützung durch die Bevölkerung führen. Eine unabhängige Notenbank ist somit kein Fremdkörper in der Demokratie.

Zurück zur Reform der Währungsverfassung. Notenbankunabhängigkeit und Preisstabilitätsziel sind in den heutigen gesetzlichen Grundlagen nicht explizit verankert. Dennoch besass die Schweizerische Nationalbank in der Praxis ein hohes Mass an Autonomie und verfolgte das vorrangige Ziel der Preisstabilität. Insofern handelt es sich bei der geplanten Festschreibung von Unabhängigkeit und Preisstabilitätsziel im wesentlichen um eine Anpassung der Währungsverfassung an die praktizierte Währungsrealität. Gleichzeitig passt die Schweiz ihre Notenbankgesetzgebung auch den im Vertrag von Maastricht geforderten und inzwischen in ganz Europa gängigen Standards an.

3.3. Sicherung des Vertrauens durch hohe Währungsreserven

Die geltende Verfassung schreibt vor, dass der Notenumlauf durch Gold und kurzfristige Guthaben gedeckt sein müsse. Unter dem Goldstandard und unter dem System fixer Wechselkurse diente diese Vorschrift der Eindämmung des Geldmengenwachstums. Unter flexiblen Wechselkursen ist dieser Bremsmechanismus ausser Kraft gesetzt. Ist der Wechselkurs flexibel, so kann die Notenbank die Geldmenge im

Prinzip beliebig erhöhen, indem sie Devisen gegen Franken kauft. Folge einer im Vergleich zum Ausland übermässigen Geldmengenexpansion ist eine Abwertung des Frankens.

Im heutigen Währungssystem kommen den Währungsreserven daher andere Aufgaben zu als unter fixen Wechselkursen. Währungsreserven dienen der Vorbeugung und Überwindung allfälliger Krisen und liefern damit einen Stabilisierungsbeitrag. Ganz allgemein verstärken hohe Währungsreserven das Vertrauen in eine Währung, ohne dass man diesen Einfluss genau beziffern könnte.

Aus diesem Grund wird auch die neue Währungsverfassung das Halten von ausreichenden Währungsreserven vorschreiben. Die Höhe der notwendigen Reserven bemisst sich vor allem an der Grösse und am Grad der Auslandverflechtung eines Landes. Als kleine, offene Volkswirtschaften wird die Schweiz auch in Zukunft im Verhältnis zu ihrem Bruttoinlandprodukt höhere Reserven halten als grosse, binnenorientierte Länder. Die internationale Bedeutung des Finanzplatzes Schweiz ist natürlich ein weiteres Argument für das Halten umfangreicher Reserven.

4. Die Geldpolitik auf dem Prüfstand

Neben einem günstigen institutionellen Rahmen braucht die Nationalbank für ein erfolgreiches Erfüllen ihrer Aufgabe auch ein funktionierendes operatives Konzept. Wie Sie wissen, hat die Nationalbank seit einiger Zeit gewisse Schwierigkeiten mit ihrer auf der Steuerung der Basisgeldmenge beruhenden Strategie. Mein Kollege Hans Meyer hat sich in seinem kürzlichen Referat hier in St. Gallen ausführlich zu diesem Thema geäussert. Ich selbst werde mich in diesem Punkt daher kurz fassen.

4.1 Probleme der traditionellen Geldmengenpolitik und mögliche Alternativen

Nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems gingen viele Länder, unter anderem auch die Schweiz, zu einer auf der Steuerung der Geldmenge basierenden Geldpolitik über. Diese Politik beruht auf dem Zusammenhang zwischen Geldmenge und nominalem Bruttosozialprodukt. Konkret wird Preisstabilität gewährleistet, wenn die Geldmenge mittelfristig im Gleichschritt mit dem Produktionspotential der Wirtschaft

wächst, gegebenenfalls korrigiert um eine Zu- oder Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit.

Eine Politik der Geldmengensteuerung liefert solange gute Ergebnisse, als der oben beschriebene Zusammenhang relativ stabil und vorhersehbar ist. Stete, trendmässige Veränderungen der Geldnachfrage können von der Geldpolitik ebenfalls problemlos berücksichtigt werden. Schwierigkeiten entstehen jedoch, wenn die Geldnachfrage sich häufig, wesentlich und unvorhersehbar verändert. Ursache solcher Schwankungen sind vor allem Finanzinnovationen, aber auch gesetzliche Veränderungen oder Änderungen in den Zahlungs- und Anlagegewohnheiten des Publikums, wobei diese Elemente oft interdependent sind.

Gegen Mitte der 80er Jahre führten die einsetzende Deregulierung und Liberalisierung der Finanzmärkte und die damit einhergehenden Finanzinnovationen besonders in den angelsächsischen Ländern zu einem weitgehenden Zusammenbruch der Beziehung zwischen dem Wachstum der Geldmenge und der Inflationsrate. In der Folge gaben viele Länder die Geldmengenpolitik auf und wandten sich anderen geldpolitischen Konzepten zu. In der Schweiz, und übrigens auch in Deutschland, scheint mittelfristig noch eine relativ stabile Beziehung zwischen Geldmenge und Inflation zu bestehen. In jüngster Zeit hatte jedoch auch die Schweizerische Nationalbank mit Schwierigkeiten bei der von ihr gesteuerten Notenbankgeldmenge zu kämpfen.

Das Vorliegen gewisser Probleme bei einem geldpolitischen Konzept muss nicht automatisch zu dessen Aufgabe führen. Vielmehr muss sorgfältig geprüft werden, ob Alternativen existieren, die zu besseren Resultaten führen. Von den verschiedenen Alternativen möchte ich hier nur die zwei diskutieren, die mir am relevantesten erscheinen: nämlich die Fixierung des Wechselkurses und die Verfolgung eines direkten Inflationsziels.

Durch die Bindung der eigenen Währung an diejenige eines Leitwährungslandes wird die Frage des geldpolitischen Konzepts auf das Leitwährungsland übertragen. Je nach geldpolitischem Erfolg des Leitwährungslandes wird Preisstabilität somit über den Wechselkurs importiert. Ein fester Wechselkurs kann für Länder von Vorteil

sein, die aus strukturell-technischen Gründen oder aufgrund mangelnder Glaubwürdigkeit Mühe mit der Inflationskontrolle haben. Der hauptsächliche Nachteil einer Wechselkurs

bindung ist der Verlust an geldpolitischer Autonomie, der sich in einer Angleichung der Zinsen an das ausländische Niveau äussert. Im konkreten Fall der Schweiz wäre sehr wahrscheinlich mit einem deutlichen Anstieg des Zinsniveaus zu rechnen.

Die zentrale Frage bei jeder Wechselkursbindung ist deren Glaubwürdigkeit. Angesichts der Offenheit und der Dynamik der Finanzmärkte würde eine Anbindung des Frankens an eine Leitwährung nur dann zur gewünschten Wechselkursstabilität führen, wenn diese Bindung als dauerhaft angesehen würde. Die Erfahrungen der letzten Jahre mit dem EWS haben gezeigt, dass eine Fixierung des Wechselkurses nur Erfolg hat, wenn sie von einer kohärenten geldpolitischen Integrationsstrategie begleitet wird. Da sich in der Schweiz keine klare Entwicklung in Richtung EU-Beitritt und somit zur Übernahme des Euros abzeichnet, bleibt die Anbindung an die europäische Einheitswährung eine problematische Option.

Die zweite Alternative, die direkte Verfolgung eines Inflationsziels, hat vor allem seit Anfang der 90er Jahre an Beliebtheit gewonnen. Bei der Verfolgung eines Inflationszieles prognostiziert die Notenbank die zukünftige Inflation und vergleicht die Prognose mit dem Ziel. Die Differenz zwischen Prognose und Ziel bestimmt die notwendige Anpassung der geldpolitischen Instrumente. Die Probleme einer auf ein Inflationsziel ausgerichteten Politik liegen zuerst in der Prognostizierbarkeit und dann in der kurzfristigen Kontrolle der Inflation. Die Prognose der Inflation ist mit grosser Unsicherheit verbunden, weil niemand, auch die Notenbank nicht, das „wahre Modell“ der Volkswirtschaft kennt. Dies gilt umso mehr in einer kleinen offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz, wo externe Einflüsse eine bedeutende Rolle spielen. Gleichzeitig kann die Notenbank die Inflation nicht kurzfristig und vollkommen präzise, sondern nur im mittelfristigen Trend kontrollieren. So wird die Inflationsrate vorübergehend von verschiedenen Faktoren beeinflusst, die nicht unter der Kontrolle der Notenbank stehen.

Die Strategie der direkten Verfolgung eines Inflationsziels hat sich bisher vor allem in Ländern bewährt, in denen die Notenbank Mühe hatte, die Märkte von ihrem Willen

zur Inflationsbekämpfung zu überzeugen. In diesem Umfeld ging von der Ankündigung eines Inflationsziels eine Signalwirkung aus, die einen Politikwechsel anzeigte. Die Schweizerische Nationalbank hingegen genießt das Vertrauen der Märkte, so dass ein explizites Inflationsziel kaum Signalwirkung hätte.

Bei näherem Hinschauen erweist sich zudem, dass sich geldpolitische Strategien mit Inflations- bzw. Geldmengenziel in der Praxis nicht so grundsätzlich von einander unterscheiden, wie man spontan meinen könnte. Notenbanken mit einem direkten Inflationsziel berücksichtigen neben anderen Variablen auch die Entwicklung der Geldmenge bei der Erstellung ihrer Prognosen der Preisentwicklung. Umgekehrt verfolgt die Nationalbank ihr Geldmengenziel nicht als Selbstzweck, sondern als Zwischenziel auf dem Weg zur Preisstabilität. Neben der Geldmenge schenkt die Nationalbank auch noch anderen Variablen Beachtung. Falls diese Indikatoren im Hinblick auf das Endziel der Preisstabilität ein Abweichen vom Geldmengenziel deutlich nahelegen, so ist die Nationalbank bereit, diese Abweichungen zuzulassen.

Die Diskussion der verschiedenen Strategien zeigt die Komplexität des gegenwärtigen Umfelds der Geldpolitik auf. Es existiert keine einfache Lösung, die in jeder Situation eine klare Antwort gibt. Vielmehr verlangt die Geldpolitik nach einem globalen Ansatz, innerhalb dessen Indikatoren der Marktliquidität eine prioritäre Rolle spielen, der aber gleichzeitig auch andere Variablen wie die Wechselkurse oder die Zinsstruktur zur Beurteilung der Lage bezieht.

4.2 Die Strategie der Schweizerischen Nationalbank

Zweifellos spielten und spielen auch heute noch die monetären Aggregate in der schweizerischen Geldpolitik eine zentrale Rolle, obwohl gewisse Interpretationsprobleme bestehen. So wird die Aussagekraft unseres traditionellen Indikators, der Notenbankgeldmenge M_0 , gegenwärtig durch verschiedene Schocks beeinträchtigt. Die genaue Abgrenzung und Erklärung der Schocks ist schwierig und mit grosser Unsicherheit verbunden. Dennoch versuchen wir, das Ausmass dieser Schocks abzuschätzen und die Notenbankgeldmenge entsprechend zu bereinigen. Betrachten wir die bereinigte Notenbankgeldmenge, so zeigt sich, dass unsere gegenwärtige Politik keine Gefahr für die zukünftige Preisentwicklung darstellt.

Zusätzlich zu M0 beobachten wir vermehrt M3. Das Aggregat M3 weist eine besonders enge mittelfristige Beziehung zum Preisniveau auf. So folgt auf eine starke Ausdehnung von M3 nach etwa drei Jahren ein Anstieg der Teuerung. Im Vergleich zu M0 hat M3 den Nachteil, dass wir es weniger direkt und präzise steuern können als M0. Auch das heutige Wachstumstempo von M3 steht im Einklang mit einem auf mittlere Sicht stabilen Preisniveau.

Die Volatilität der Finanzmärkte ist eine Realität, mit der wir permanent leben und die wir berücksichtigen müssen. Deshalb beobachten wir die Entwicklung der Wechselkurse und der Zinsstruktur mit grosser Aufmerksamkeit. Es wäre fatal für die schweizerische Wirtschaft, wenn wir uns durch ein stures Konzept binden würden. Die heutige Lage verlangt Flexibilität.

5. Schlussbemerkungen

Wie wir gesehen haben, fehlt es in der heutigen, durch rasche Veränderungen geprägten Welt nicht an Herausforderungen für eine Zentralbank. Das Umfeld, in dem die Schweizerische Nationalbank operiert, ist heute geprägt durch Liberalisierung, Deregulierung, eine starke globale Vernetzung und eine teilweise atemberaubende Dynamik der Finanzmärkte. Zusätzlich tritt demnächst -direkt vor der schweizerischen Haustür- das ehrgeizige Projekt der Europäischen Währungsunion in seine dritte und letzte Phase.

Ich bin zuversichtlich, dass wir für diese Herausforderungen gut vorbereitet sind. Der neue gesetzliche Rahmen, der der Bank Unabhängigkeit bei der Durchführung der Geldpolitik garantiert und ihr das vorrangige Ziel der Preisstabilität vorgibt, bildet eine günstige Voraussetzung für die Weiterführung unserer im internationalen Vergleich insgesamt recht erfolgreichen Stabilitätspolitik. Auch in Zukunft werden wir unser auf der Steuerung der Notenbankgeldmenge basierendes geldpolitisches Konzept pragmatisch und flexibel handhaben. Dabei haben wir stets das Gesamtinteresse der Wirtschaft im Visier. Die von der Nationalbank angestrebte Stabilität der monetären Rahmenbedingungen dient schlussendlich dem Gesamtinteresse des Landes.