

# Gedanken zu aktuellen geld- und währungspolitischen Fragen

Dr. Hans Meyer  
Präsident des Direktoriums  
Schweizerische Nationalbank

Banken- und Unternehmensabend '98

München, 27.10.98

Dem gewählten Thema entsprechend werde ich mich in meinen heutigen Ausführungen vornehmlich zur Geldpolitik äussern. Naturgemäss werde ich das aus schweizerischer Perspektive tun. Als Vertreter der Notenbank einer kleinen, offenen Volkswirtschaft bin ich mir jedoch bewusst, dass ausländische Einflüsse sowohl für die schweizerische Realwirtschaft als auch für die schweizerische Geldpolitik schon immer von grosser Bedeutung waren. Der Beginn der Europäischen Währungsunion auf den 1. Januar 1999 wird unser geldpolitisches Umfeld verändern und uns zumindest in der Anfangszeit zusätzliche Unsicherheiten bringen. Die Diskussion der Auswirkungen des Euro auf die schweizerische Geldpolitik wird aus diesem Grunde einen Schwerpunkt meiner Ausführungen bilden. Neben der Einführung des Euro sind wir zur Zeit mit einer weiteren Unsicherheit konfrontiert: Unser monetäres Zwischenziel, die Notenbankgeldmenge, ist seit einiger Zeit verschiedenen Schocks ausgesetzt. Bei unseren geldpolitischen Entscheidungen können wir uns nicht mehr im bisherigen Ausmass auf den Verlauf der Notenbankgeldmenge stützen, so dass wir vermehrt zusätzliche Indikatoren berücksichtigen. Ein weiterer Schwerpunkt meiner Ausführungen wird deshalb ein Vergleich unserer flexiblen Geldmengenzielstrategie mit der seit kurzem in verschiedenen Ländern zur Anwendung kommenden Inflationszielstrategie sein. Schliesslich werde ich auch auf die grundsätzliche Ausrichtung unserer Geldpolitik und auf die aktuelle geldpolitische Situation zu sprechen kommen.

## **1. Die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz**

Lassen Sie mich mit einem Rückblick auf die wirtschaftliche Entwicklung in der Schweiz in diesem Jahr beginnen.

### **Phase des Wachstums**

Die Schweiz ist nach einer langen Stagnation nach aller Voraussicht wieder in eine Wachstumsphase eingetreten. Das Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes begann bereits in der zweiten Jahreshälfte von 1997 deutlich anzuziehen. Im 1. Halbjahr 1998 hat es sich allerdings als Folge der Abflachung der Exporte nach Ostasien wieder etwas vermindert.

Am Anfang des Aufschwunges stand eine kräftige Expansion der Exporte, die bereits im ersten Quartal 1997 eingesetzt hatte. Der Aufschwung blieb jedoch nicht auf die Exporte beschränkt. Seit der zweiten Jahreshälfte von 1997 wächst auch der inländische Konsum wieder kräftiger. Seit Jahresbeginn wird die Konjunktur zudem durch die Investitionen gestützt. Erfreulich ist, dass nicht nur die Ausrüstungsinvestitionen zunehmen, sondern dass sich nun auch die Bauindustrie erholt. Nach einer langen Phase der Schrumpfung weist der Bau 1998 wieder positive Wachstumsraten aus. Positiv ist auch die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt zu werten. Die Arbeitslosigkeit beträgt zur Zeit ungefähr 3,5%, nachdem sie im Jahre 1997 noch gut 5% ausmachte. Wir sind uns allerdings bewusst, dass der Rückgang als Folge von staatlichen Beschäftigungsprogrammen etwas überzeichnet wird.

### **Krisen in aufstrebenden Volkswirtschaften**

Im Moment erleben viele aufstrebende Volkswirtschaften eine tiefe wirtschaftliche, aber auch politische und gesellschaftliche Krise. Noch bis vor kurzem sind wir davon ausgegangen, dass die Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika nur geringe Auswirkungen auf die Schweiz haben werden. In der Zwischenzeit sind wir bei der Beurteilung etwas vorsichtiger geworden, da sich die regionalen Krisen in ihren negativen Auswirkungen kumulieren.

Als Folge der Krise in Ostasien haben alle westlichen Industriestaaten Einbussen bei ihren Exporten verzeichnen müssen. Die meisten Länder konnten die Exporteinbussen vorerst durch eine starke inländische Konsum- und Investitionsnachfrage wettmachen. Wir müssen aber insgesamt in der mittleren Frist wohl mit einer Verlangsamung des Wachstums in den Industriestaaten rechnen. Dies würde auch die Nachfrage nach Gütern aus der Schweiz weiter dämpfen. Die relativ guten Konjunkturaussichten in der Europäischen Gemeinschaft lassen allerdings die Erwartung zu, dass sich die Abschwächung der Nachfrage nach schweizerischen Exportgütern in Grenzen halten wird. Für den Aufschwung in der Schweiz ist es jedenfalls wichtig, dass nun das Wachstum der Binnennachfrage robust bleibt.

Nicht alle regionalen Krisen sind auf die gleichen Ursachen zurückzuführen. Die Russlandkrise ist in erster Linie eine politische Krise. Infolge des mangelnden "ordre public" ist die Umwandlung der sowjetischen Planwirtschaft in eine funktionierende Marktwirtschaft vorerst zu einem Stillstand gekommen. Da die russische Wirtschaft im Vergleich zur Weltwirtschaft klein ist, sind die direkten Folgen der Russlandkrise für die Konjunktur in den westlichen Industriestaaten jedoch relativ beschränkt.

Die Konsequenzen der Asienkrise, insbesondere der Krise in Japan, sind hingegen für die Weltwirtschaft und auch für die Schweiz wesentlich spürbarer. Zwar sind die wirtschaftlichen Verflechtungen der Schweiz mit Ostasien und Japan auch begrenzt, so dass der direkte Einfluss der Krise nicht zu einer Rezession in der Schweiz führen muss. Das Risiko dieser Krise besteht aber vor allem darin, dass Asien eine grosse Bedeutung für die amerikanische Volkswirtschaft besitzt. Die USA würden von einem starken Konjunkturreinbruch in Japan unweigerlich betroffen. Dies hätte auch negative Auswirkungen auf die Schweiz und die Länder der Europäischen Union.

### **Kurszerfall an den Aktienbörsen**

Neben den Krisen in den aufstrebenden Märkten hat sich die Situation an den Aktienbörsen in letzter Zeit zugespitzt. Der Kurszerfall in den vergangenen Monaten ist markant und betrifft alle Börsen der Welt. Auch die schweizerische Börse verlor über 25% ihres Wertes, nachdem sie im Juli dieses Jahres auf einen historischen Höchststand gestiegen war.

Wie ist dieser Wertzerfall auf den Finanzmärkten zu beurteilen? Ein massives und rasches Absinken der Börsenkurse kann insbesondere für den Finanzsektor erhebliche Folgen haben. Die finanzielle Stabilität der Banken und Finanzinstitute kann beeinträchtigt werden, wenn die Banken grosse Verluste auf ihren Wertschriftenbeständen erleiden. Die Solvenz der Banken kann aber auch tangiert werden, wenn ihre Kredit-schuldner durch den Kollaps der Aktienpreise in Schwierigkeiten geraten und ihre Kredite nicht mehr zurückzahlen können. Im Extremfall könnten dabei gewisse Banken insolvent und illiquide werden. Da die Banken über ihre Kreditvergabe die anderen Wirtschaftssektoren mit Liquidität und Kapital versorgen, hätte dies einschneidende

Auswirkungen auf die übrigen Sektoren der Wirtschaft. Es könnte sich eine Kettenreaktion entwickeln, die zur Stagnation und Deflation einer Volkswirtschaft führen würde.

Eine nüchterne Betrachtung der Börsenlage zeigt jedoch, dass wir von einem eigentlichen Kollaps der Aktienpreise in den USA und in Europa weit entfernt sind. Die starke Baisse der Börsen in Europa und den USA ist vor allem eine Korrektur der ausgeprägten Kursentwicklung der letzten Jahre. Die Aktienkurse haben kaum mehr die möglichen Gewinnentwicklungen der Firmen reflektiert. Eine Anpassung wurde über kurz oder lang unausweichlich. Die Kurskorrektur ist insofern auch nützlich, als sie wieder zur einer gesünderen Wahrnehmung der Risiken auf den Aktien- und Finanzmärkten führt. Diese korrekte Wahrnehmung der Risiken ist unentbehrlich für eine effiziente Verteilung des Kapitals.

Wir gehen davon aus, dass die Kurskorrektur der Aktienbörse im jetzigen Ausmass in der Schweiz keinen allzu grossen Einfluss auf die Konjunktur haben wird. Zum einen ist der Aktienbesitz bei uns nicht übermässig breit gestreut. Zum anderen hatte die starke Hausse der letzten Jahre auch keine grosse positive Wirkung auf den Konsum. Gewinne und Verluste aus Aktienanlagen scheinen das kurzfristige Konsumverhalten der Wirtschaftssubjekte nicht allzu stark zu beeinflussen.

### **Konjunkturaussichten für die Schweiz**

Ich komme zurück auf die konjunkturelle Entwicklung in der Schweiz. Nach wie vor bin ich zuversichtlich, dass wir zur Zeit am Anfang eines wenn auch wohl bescheidenen Aufschwunges stehen.

Ein wichtiger Grund für diese Beurteilung ist, dass sich die Wettberbsfähigkeit vieler schweizerischer Unternehmen in den letzten Jahren erheblich verbessert hat. Die lange Stagnation hat einen Anpassungsdruck bewirkt, der zu einer deutlichen Verbesserung der Flexibilität und Innovationskraft unserer Wirtschaft geführt hat. Neben den Anstrengungen der Wirtschaftspartner haben auch eine Reihe von Liberalisierungen von staatlichen Vorschriften zur Erhöhung dieser Flexibilität und zur Verbesserung der Rahmenbedingungen beigetragen. Zu nennen sind hier beispielsweise das neue Bin-

nenmarktgesetz und das revidierte Kartellgesetz, welche den Wettbewerb in der Schweiz erhöhen.

Die Prognosen über den zukünftigen Geschäftsgang und über den Bestellungseingang bei den Unternehmen deuten zudem auf eine weiterhin recht robuste Binnenwirtschaft hin. Ich gehe deshalb davon aus, dass sich diese zunehmend als Motor der konjunkturellen Entwicklung herausbilden wird. Um den Aufschwung aber nicht unnötig zu gefährden, müssen wir unsere eigenen Anstrengungen fortsetzen. Für mich stehen dabei die weitere Verbesserung der Wettbewerbs- und Arbeitsmarktverhältnisse, die Sanierung der öffentlichen Finanzen sowie die Sicherstellung eines hohen Ausbildungsniveaus im Vordergrund.

## **2. Die grundsätzliche Ausrichtung der schweizerischen Geldpolitik**

Ich möchte mich nun der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank zuwenden. Lassen Sie mich mit einigen grundsätzlichen Gedanken zur Ausrichtung dieser Politik beginnen.

Wir richten unsere Politik langfristig auf die Erhaltung der Preisstabilität aus, wobei wir Preisstabilität mit einer Inflationsrate von einem bis zwei Prozent gleichsetzen. Die Ausrichtung der Geldpolitik auf die Erhaltung der Preisstabilität ist natürlich nicht Selbstzweck, sondern widerspiegelt die eindeutigen Erkenntnisse der national-ökonomischen Forschung der letzten dreissig Jahre, wonach ein instabiles monetäres Umfeld zu bedeutenden Wohlstands- und Wachstumsverlusten führen kann und zudem die sozial schwachen Gruppen in der Bevölkerung übermässig belastet.

Wissenschaftliche Untersuchungen haben sodann gezeigt, dass Schwankungen in der Inflationsrate zu kurzfristigen Produktionsverlusten führen. Eine Notenbank leistet daher den besten Beitrag zu einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, wenn sie ihre Politik langfristig auf Preisstabilität ausrichtet und einmal aufgetretene inflationäre Schocks konsequent bekämpft. Sie muss auch alles daran setzen, unnötige inflationäre, aber auch deflationäre Schübe und die daraus folgenden Anpassungskosten zu verhindern. Es ist erfreulich, feststellen zu können, dass sich unsere

Einschätzung einer vernünftigen Ausrichtung der Geldpolitik praktisch mit derjenigen der Bundesbank und auch der neuen Europäischen Zentralbank deckt.

Wie die Krisen in Asien und Russland zeigen, ist ein stabiles monetäres Umfeld eine Voraussetzung für das Funktionieren der Geld- und Kapitalmärkte. Eine stabile Währung und eine transparente Geldpolitik erleichtern die Beurteilung von Risiken und Chancen. Die Nationalbank kann daher durch eine stabilitätsorientierte Politik auch dazu beitragen, dass die Systemrisiken auf den schweizerischen Finanzmärkten in Grenzen gehalten werden.

Trotz den klaren theoretischen und empirischen Erkenntnissen über den Wert einer stabilitätsorientierten Geldpolitik werden die Schweizerische Nationalbank und auch andere Notenbanken von verschiedenen Seiten immer wieder für ihre Zielsetzungen kritisiert. Verschiedene Gruppen versuchen dabei, die Politik der Notenbanken für ihre eigenen, meist kurzfristigen Interessen zu beeinflussen. Dies ist jedoch höchst unerwünscht. Die Wissenschaft konnte klar nachweisen, dass die Geldpolitik dann am erfolgreichsten ist, wenn sie ihre Aufgaben in weitgehender Unabhängigkeit erfüllen kann.

Die Schweizerische Nationalbank genießt seit ihrer Gründung bei der Ausübung der Geldpolitik eine grosse Unabhängigkeit gegenüber den politischen Behörden. Dies ist insofern bemerkenswert, als die rechtliche Struktur bereits im Jahre 1905 geschaffen wurde. Der Gesetzgeber und die Stimmbürger haben offensichtlich damals ohne die neueren wissenschaftlichen Erkenntnisse über die Bedeutung einer unabhängigen Notenbank weitsichtig gehandelt und sich gegen eine reine Staatsbank entschieden.

Seit der Gründung der Nationalbank zu Beginn dieses Jahrhunderts haben sich die wirtschaftlichen und rechtlichen Verhältnisse stark geändert. Wir möchten deshalb die Artikel der schweizerischen Bundesverfassung, welche die Nationalbank betreffen, revidieren, um eine optimale Ausrichtung der schweizerischen Geldpolitik auch langfristig sicherzustellen. Dabei geht es in erster Linie darum, dass die Unabhängigkeit der Nationalbank genauer definiert und der geldpolitische Auftrag präziser formuliert wird.

Die Unabhängigkeit der Notenbank kann in einem demokratischen Staat natürlich nicht absolut sein. Unabhängigkeit verlangt einen eindeutigen Auftrag und eine Pflicht zur Rechenschaftsablage. Der Auftrag stellt eine klare Richtlinie dar, an der sich die Nationalbank bei der Festlegung ihrer Geldpolitik zu orientieren hat. Er muss ökonomisch sinnvoll formuliert und mit den Mitteln, welche der Nationalbank zur Verfügung stehen, erfüllbar sein. Wie ich oben ausgeführt habe, stellt die Erhaltung der Preisstabilität den zentralen Beitrag der Nationalbank an die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Schweiz dar. Die Erhaltung der Preisstabilität muss daher im Auftrag an die Nationalbank, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen, eine besondere Bewertung erfahren.

Mit der Schaffung einer unabhängigen, mit einem klaren Auftrag versehenen Notenbank einigen sich Bevölkerung, Parlament und Regierung sozusagen im voraus auf eine Geldpolitik, die sie langfristig für optimal halten. Durch die Delegation der Durchführung der Geldpolitik an die Notenbank wird verhindert, dass in kritischen Situationen, wie etwa in einer Rezession und bei grossen Budgetdefiziten, kurzfristige Partikularinteressen vor das langfristige Gesamtinteresse des ganzen Landes gestellt werden. Dies ist der Mechanismus, der die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik einer unabhängigen Notenbank so stark erhöht. In den meisten entwickelten Staaten hat sich diese Auffassung durchgesetzt und viele Länder, wie z.B. Grossbritannien, in denen die Regierung früher die Geldpolitik direkt bestimmte, haben heute unabhängige Notenbanken. Wichtig für uns ist aber auch, dass die Europäische Währungsunion diesen Weg gegangen ist und eine unabhängige Zentralbank mit dem Ziel der Erhaltung der Preisstabilität geschaffen hat.

Die Erteilung eines Auftrages an die Notenbank setzt natürlich voraus, dass ein breiter Konsens über das langfristige Ziel der Geldpolitik herrscht. Mit Genugtuung darf ich feststellen, dass dieser Konsens in der Schweiz besteht und dass die Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität eine grosse Unterstützung in der Bevölkerung findet. Dieser Konsens existiert offensichtlich auch in Deutschland und ich hoffe, dass er beim Übergang zur Währungsunion mit der Zeit auch auf die anderen europäischen Länder übergreifen wird.

### **3. Die Einführung des Euro**

Lassen Sie mich von meinen Überlegungen zu den grundsätzlichen Aspekten der Geldpolitik zu Fragen der aktuellen Umsetzung der Geldpolitik kommen. Seit Mitte 1996 haben wir in der Schweiz eine Inflation von weniger als ein Prozent. Unsere Prognosen deuten auf eine weiterhin günstige Preisentwicklung hin, so dass sich die Inflation für absehbare Zeit nahe bei unserer Zielgrösse befinden wird.

Trotzdem operieren wir zur Zeit nicht in einem problemlosen Umfeld. Es sind zwei Aspekte, die für unsere Geldpolitik kritisch sind. Der eine betrifft die Einführung der Europäischen Währungsunion auf Anfang des nächsten Jahres, der andere eine gewisse Unsicherheit bei den uns zur Verfügung stehenden Indikatoren für die Beurteilung des Expansionsgrades der Geldpolitik in der kurzen Frist. Ich werde zuerst auf die Einführung der Europäischen Währungsunion zu sprechen kommen und mich später den Indikatoren zuwenden.

Die meisten Mitglieder der Europäischen Union werden auf den 1. Januar 1999 auf ihre eigene Währung verzichten und den Euro als Zahlungsmittel übernehmen. Die bisherige faktische Vorherrschaft der Deutschen Bundesbank in bezug auf die europäischen Währungsverhältnisse entfällt und die Europäische Zentralbank wird fortan die einheitliche Geldpolitik der Europäischen Union bestimmen.

Die Bedeutung der Einführung des Euro für die wirtschaftliche Rahmenbedingungen in der Europäischen Union ist gross. Die Währungsunion wird den Binnenmarkt vollenden und eine Reihe von Vorteilen für den zwischenstaatlichen Verkehr innerhalb der Union bringen: Die Transaktionskosten werden tiefer sein und die Wechselkursrisiken werden ganz wegfallen. Dazu kommt eine stark erhöhte Transparenz durch die Verwendung einer einheitlichen Recheneinheit in der ganzen Europäischen Union, was den Wettbewerb zwischen den Anbietern erhöhen wird. Wirtschaftliche Vorteile können aber auch aus dem neu entstehenden einheitlichen Geld- und Kapitalmarkt resultieren. Dieser grosse einheitliche Finanzmarkt sollte zu einer effizienteren Allokation der Ersparnisse und Kapitalien beitragen. Dies alles spricht dafür, dass die Währungsunion

grundsätzlich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in der Europäischen Union verbessern wird.

Neben diesen Vorteilen dürfen aber die Risiken der Währungsunion nicht übersehen werden. Zu diskutieren ist einmal die Frage, wie stabilitätsorientiert die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sein wird. Für die Währungsunion wurden klare Strukturen geschaffen. Der Vertrag von Maastricht und die nachfolgenden Ergänzungsverträge haben der Europäischen Zentralbank eine grosse Unabhängigkeit zugestanden und ihr den Auftrag erteilt, prioritär für die Erhaltung der Preisstabilität zu sorgen. Die Teilnahme an der Währungsunion ist ferner an die bekannten Konvergenzbedingungen geknüpft. Zudem wurden die Schlüsselfunktionen in der Europäischen Zentralbank überzeugend besetzt. Dies alles lässt erwarten, dass die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank sich nicht oder zumindest nicht a priori von der bisherigen Politik der Deutschen Bundesbank unterscheiden wird.

Ein zusätzliches Problem für die beteiligten Länder liegt im Wegfallen der nationalen Autonomie der Geldpolitik. Die Mitgliedsländer werden nicht mehr in der Lage sein, ihre Geldpolitik auf den Zustand ihrer eigenen Volkswirtschaft abzustimmen. Dies stellt an und für sich kein grosses Problem dar, solange die Zyklen der nationalen Volkswirtschaften in der EU ähnlich verlaufen. Wenn dies nicht der Fall ist, können Ungleichgewichte zwischen den Mitgliedsländern inskünftig nur noch mit fiskalpolitischen Mitteln oder mit einem flexiblen Arbeitsmarkt aufgefangen werden. Die EU setzt aber mit ihrem Stabilitätspakt der nationalen Fiskalpolitik bestimmte Grenzen und es ist vorläufig auch kein EU-weiter Fiskalausgleich zwischen den Mitgliedsländern vorgesehen. Zudem ist die Flexibilität der Arbeitskräfte nicht sehr gross. Dies bedeutet, dass die wirtschaftlichen Vorteile der Währungsunion vielleicht geringer ausfallen werden, als allgemein angenommen wird.

Lassen Sie mich im folgenden die Auswirkungen der Einführung der Europäischen Währungsunion auf das monetäre Umfeld der Schweizerischen Nationalbank skizzieren. Für die Schweiz ist es wichtig, dass der Euro eine stabile Währung wird. Ich bin diesbezüglich zuversichtlich, weil - wie ich vorher ausgeführt habe - die institutionellen Rahmenbedingungen gut sind.

Trotzdem bestehen für die Schweiz aus meiner Sicht zwei Risiken: Zum einen müssen wir in der ersten Phase der Währungsunion mit erhöhten Unsicherheiten rechnen, da die Europäische Zentralbank noch nicht über sichere und aussagekräftige geldpolitische Indikatoren verfügt. Sie wird sich am Anfang auf Neuland begeben müssen, da ihr die Erfahrungen für eine gesamthafte europäische Geldpolitik noch fehlen. Die Europäische Zentralbank wird die Glaubwürdigkeit etwa der Deutschen Bundesbank nicht automatisch übernehmen können; sie muss sich vielmehr mit der Zeit ihre eigene Reputation schaffen. Zum anderen besteht - trotz den guten gesetzlichen Rahmenbedingungen - mittelfristig das Risiko, dass die Vertreter einzelner Staaten versucht sein werden, länderspezifische Interessen wahrzunehmen und sich damit nicht vollständig hinter den Auftrag zu stellen. Dadurch würde die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank starken Schaden erleiden.

### **Alternativen für die Schweiz**

Ein stabiler Euro würde für das monetäre Umfeld der Schweiz eindeutig die beste Situation darstellen. Wir müssen aber davon ausgehen, dass zu Beginn der Währungsunion Währungsturbulenzen auftreten könnten und dass das Risiko einer Aufwertung des Schweizerfrankens besteht, weil die internationalen Investoren von der Qualität der europäischen Geldpolitik noch nicht überzeugt sind.

Die Nationalbank hat im Prinzip drei Möglichkeiten, auf eine solche Situation zu reagieren:

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

Jede dieser Varianten hat Vor- und Nachteile. Mit einer permanenten Fixierung des Frankens gegenüber dem Euro würde die Nationalbank auf eine eigenständige Politik verzichten und vollständig der europäischen Geldpolitik folgen. Für die Exportwirtschaft würden bei dieser Variante die Wechselkursrisiken wegfallen. Langfristig ist diese Wechselkursfixierung aber 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 mit substantiellen Zinserhöhungen rechnen, wenn der Wechselkurs gegenüber dem Euro fixiert würde. Die permanente Fixierung des Frankens gegenüber dem Euro stellt deshalb für die Nationalbank im Moment keine valable Alternative dar.

Die Weiterverfolgung einer autonomen Geldpolitik - also unsere zweite Alternative - hat den Vorteil, dass wir die fundamentale Ausrichtung der Geldpolitik beibehalten können und nicht wegen einzelnen Währungsturbulenzen ändern müssen. Die Exportindustrie unseres Landes ist bei den meisten Störungen auf den Devisenmärkten genügend flexibel, um sich den neuen Verhältnissen rasch anzupassen. Zudem kann die Nationalbank versuchen, die Störungen bis zu einem gewissen Grad zu dämpfen. Diese Variante stellt daher für uns eine attraktivere Lösung dar als die Bindung des Frankens an den Euro. Bei dieser Politik würde die Schweiz vorderhand ihren Zinsvorteil behalten können.

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

Ich betone nochmals, dass ich mit grosser Wahrscheinlichkeit einen stabilen und harten Euro erwarte. In diesem Fall wird die Nationalbank kaum in den Devisenmarkt eingreifen müssen und ihre autonome Politik erfolgreich weiterführen können.

#### **4. Geldmengenziel versus Inflationsziel**

Lassen Sie mich nun zu Fragen der operativen Umsetzung einer autonomen Geldpolitik übergehen. Zwischen monetären Impulsen und deren Wirkungen auf das Preisniveau und die Produktion bestehen lange und zudem variable Zeitabstände. Notenbanken haben aus diesem Grund traditionell Geldmengen als Indikatoren oder als Zwischenziele verwendet, um ihre Geldpolitik operativ umzusetzen und den Expansionsgrad ihrer Politik zu beurteilen. Geldmengen eignen sich dann als Zwischenziel, wenn sie durch die Notenbank gut kontrollierbar sind und überdies eng mit dem Endziel der Preisstabilität korrelieren. Kontrolliert eine Notenbank unter diesen Voraussetzungen das Wachstum eines Geldaggregates, dann kontrolliert sie indirekt auch die Inflationsrate. Die Bedingung für diesen Mechanismus ist allerdings, dass die Umlaufgeschwindigkeit oder die Geldnachfrage mittel- und langfristig hinreichend stabil ist.

In verschiedenen Ländern, vor allem im angelsächsischen Raum, ist die Verbindung zwischen der Geldmengenentwicklung und der Inflationsrate als Folge der starken Innovationen im Finanzsektor fragwürdig geworden. Diese Länder haben daher ihre Geldmengenziele aufgegeben und verfolgen jetzt eine sogenannte Inflationszielstrategie, bei der sie direkt ein Inflationsziel anvisieren. Die Europäische Zentralbank hat bekanntlich vor kurzem ihre Auffassung von Preisstabilität konkretisiert. Sie verzichtet aber auf die Formulierung eines direkten Inflationszieles und betont die wichtige Rolle der Geldmenge bei ihrer zukünftigen Geldpolitik.

Die Schweizerische Nationalbank verfolgt seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen eine Geldmengenstrategie. Seit 1980 verwenden wir die monetäre Basis als Zwischenziel. Bis 1990 formulierten wir jährliche Ziele für die monetäre Basis und seither legen wir einen mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge jeweils für eine Periode von etwa fünf Jahren fest. Die Erfahrungen mit diesem Zwischenziel sind allgemein positiv. Mit der Formulierung eines mittelfristigen Zielpfades haben wir heute

eine flexible Strategie, die es uns ermöglicht, in der kurzen Frist vom Zielpfad abzuweichen und bei der Festlegung der Geldpolitik auch andere Indikatoren als die Notenbankgeldmenge zu berücksichtigen.

Seit dem letzten Jahr haben Störungen bei der Nachfrage nach Notenbankgeld stark zugenommen. Dabei spielen Veränderungen bei der Liquiditätspolitik der Banken, insbesondere eine erhöhte Volatilität bei der Nachfrage der Banken nach Giro Guthaben, eine grosse Rolle. Auch die Nachfrage des Publikums nach 1000-Franken Notenabschnitten ist stark angestiegen. Es stellt sich daher die Frage, inwiefern die Inflationszielstrategie eine Alternative für unsere Geldpolitik darstellen würde. Ich möchte im folgenden die Unterschiede zwischen einer Geldmengenzielstrategie und einer 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 Geldpolitik so gestalten, dass die Inflationsprognose mit ihrem Inflationsziel in Übereinstimmung kommt. Gegenüber einer Geldpolitik mit einem Geldmengenziel hat diese Politik möglicherweise den Vorteil, dass die Zielausrichtung für eine breitere Schicht der Bevölkerung verständlicher ist. Ein Inflationsziel ist allenfalls einfacher zu verstehen als ein Geldmengenziel. Bei einer Zielverfehlung ist es allerdings für das Publikum schwieriger, festzustellen, ob die Zielverfehlung der Notenbank angelastet werden kann oder ob sie durch eine überraschende und daher für die Notenbank nicht sofort kompensierbare Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit zustande gekommen ist. Je weniger die Öffentlichkeit die tatsächlichen Handlungen der Notenbank überprüfen kann, desto schwieriger kann es sein, Glaubwürdigkeit und damit auch Reputation aufzubauen.

Die operative Umsetzung der Geldpolitik ist mit einer Inflationszielstrategie eher schwieriger als mit einer Geldmengenstrategie: Prognosen der kurz- und mittelfristigen Inflationsrate sind allgemein mit einer grossen Unsicherheit verbunden. Inflationsprognosen in einer kleinen, offenen Volkswirtschaft wie der Schweiz sind speziell heikel, weil oft ausländische Schocks einen starken Einfluss auf die inländische Inflationsrate haben. Schwierig ist es auch, die exakte Veränderung der kurzfristigen

Zinssätze zu bestimmen, die nötig ist, um jeweils das Inflationsziel zu erreichen. Dafür sind die ökonomischen Kenntnisse nur beschränkt vorhanden.

Es scheint mir aber wichtig festzuhalten, dass unsere pragmatische Geldmengenzielstrategie bereits heute gemeinsame Aspekte mit einer Politik der direkten Inflationssteuerung hat. Die Unterschiede zwischen unserer Geldmengenstrategie und der Inflationszielstrategie sind aus zwei Gründen relativ gering:

Zum einen legt die Schweizerische Nationalbank ihr Geldmengenziel im Hinblick auf ihre Vorstellung von Preisstabilität fest. Sie verfolgt also ein bedingtes Geldmengenziel. In einer Welt ohne Störungen wären beide Strategien somit deckungsgleich. Zum anderen hat die Nationalbank mit ihrem mittelfristigen Zielpfad für die Notenbankgeldmenge ein sehr flexibles Geldmengenziel. Sie kann vom Zielpfad abweichen und auch andere Indikatoren als die Notenbankgeldmenge berücksichtigen, falls sie überzeugt ist, damit das Ziel der Preisstabilität besser zu erreichen oder falls andere triftige Gründe dafür sprechen.

Ein wichtiger Unterschied zwischen beiden Strategien liegt aber darin, dass sich eine Notenbank bei einer Geldmengenstrategie neben der Erreichung der Preisstabilität auch auf einen operationellen Rahmen für die Zielerreichung festlegt. Das Festlegen auf einen operationellen Rahmen - also die Formulierung einer Zielgrösse für ein monetäres Aggregat - hat unserer Ansicht nach eine positive Wirkung auf die Glaubwürdigkeit. Die Marktteilnehmer erhalten damit die Möglichkeit, die Politik der Notenbank in einem frühen Stadium zu beurteilen, bevor deren Wirkung auf die Inflation sichtbar wird.

Zusammenfassend können wir feststellen, dass die Unterschiede zwischen der Geldmengensteuerung der Schweizerischen Nationalbank und einer Inflationszielstrategie relativ klein sind. Unsere flexible Geldmengenstrategie umfasst wesentliche Elemente einer Inflationszielstrategie. Wir legen aber weiterhin einen grossen Wert auf die Geldmengenentwicklung, da der dadurch festgelegte operationelle Rahmen zur Glaubwürdigkeit der Nationalbank beitragen kann. Ein Übergang zu einer reinen Inflationszielstrategie würde für uns nur dann in Frage kommen, wenn der Zusammenhang zwischen der Geldmengenentwicklung und dem Preisniveau völlig zusammenbrechen würde.

## 5. Unsere aktuelle Geldpolitik

Nun noch einige Bemerkungen zu unserer aktuellen Geldpolitik. Als Folge der erwähnten Störungen bei der Nachfrage nach Notenbankgeld in den letzten beiden Jahren waren wir gezwungen, von unserer flexiblen geldpolitischen Strategie Gebrauch zu machen und neben der Notenbankgeldmenge für unsere geldpolitischen Entscheidungen vermehrt zusätzliche Indikatoren zu Hilfe zu nehmen.

Für uns spielt zur Zeit die Geldmenge M3 als zusätzlicher geldpolitischer Indikator eine wichtige Rolle. Dieses Aggregat besitzt in der langen Frist einen engen Zusammenhang zur Preisentwicklung und ist in der kurzen Frist weniger zinsempfindlich als die engeren Aggregate M1 und M2. In der kurzen Frist müssen jedoch die Entwicklung von M3 und des Preisniveaus nicht unbedingt parallel verlaufen. Wir beobachten daher auch andere aussagekräftige Indikatoren wie den Wechselkurs, die Diskrepanz zwischen tatsächlicher und potentieller Produktion und die verschiedenen Zinssätze.

Als Folge der vermehrten Berücksichtigung von zusätzlichen Indikatoren publizieren wir seit Beginn dieses Jahres quartalsweise sogenannte "Geldpolitische Schlussfolgerungen", in denen wir den Marktteilnehmern unsere Einschätzung des monetären Umfeldes darlegen und unsere geldpolitischen Absichten für das kommende Quartal formulieren. Dies erhöht die Transparenz unserer geldpolitischen Entscheide und ermöglicht es damit dem Publikum, sich ein gutes Bild der geldpolitischen Lage zu machen.

Im Moment führen wir eine relativ expansive Geldpolitik, was sich in tiefen Geld- und Kapitalmarktzinsen ausdrückt. Damit wollen wir den begonnenen Aufschwung der schweizerischen Wirtschaft weiterhin unterstützen. Unserer Indikatoren deuten darauf hin, dass wir dadurch kein Inflationspotential aufbauen: Einerseits ist das Wachstum der grossen Geldaggregate nicht übermässig stark und andererseits ist die Wirtschaftsproduktion immer noch von ihrem Potential entfernt. Wir beobachten jedoch die Entwicklungen genau, um frühzeitig dem Markt Liquidität zu entziehen, falls sich eine Erhöhung der Inflation abzeichnen würde.

Wir verfolgen auch die Krisen in Asien, Russland und Lateinamerika sowie die Börsenentwicklung aufmerksam. Die Nationalbank kann weder diese Krisen lösen noch die

Börsenkurse stabilisieren. Sie muss aber die Wirkungen dieser Turbulenzen auf Produktion und Preise in der Schweiz abschätzen und auf deflatorische oder inflatorische Entwicklungen durch entsprechende geldpolitische Massnahmen reagieren. Die Schweiz kann überdies im Rahmen des Internationalen Währungsfonds mithelfen, regionale Krisen zu lösen. Ich betone aber nochmals, dass die Lösung in erster Linie von den betroffenen Ländern selber kommen muss. In der Schweiz kann die Nationalbank mit einem stabilen monetären Umfeld dazu beitragen, dass die Systemrisiken für Fehlentwicklungen in den Aktien- und Finanzmärkten möglichst gering sind.

## **5. Schlussbemerkungen**

Ich komme zum Schluss meiner Ausführungen und möchte die Hauptaussagen meines Vortrages noch einmal hervorheben:

- Nach einer langen Rezession ist die Schweiz wieder in eine Phase des wenn auch wohl vorerst bescheidenen Wachstums eingetreten. Um den Aufschwung fortzusetzen, bedarf es weiterer Anstrengungen bei der Verbesserung der Rahmenbedingungen. Die Nationalbank unterstützt den Aufschwung, solange dadurch kein Inflationspotential aufgebaut wird.
- Die fundamentale Ausrichtung der Geldpolitik auf die Erhaltung der Preisstabilität stellt den grössten Beitrag der Nationalbank zu einer ausgewogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dar. Eine verfassungsmässig abgesicherte Unabhängigkeit, verbunden mit einem klaren Auftrag, bietet die grösste Gewähr, dass die Nationalbank langfristig im Gesamtinteresse des Landes Preisstabilität aufrechterhalten kann.
- Unsere flexible Geldmengenstrategie hat viele Gemeinsamkeiten mit einer Inflationszielstrategie. Sie hat aber den Vorteil, dass sie auch den operationellen Rahmen der Geldpolitik festlegt und somit die Glaubwürdigkeit der Nationalbank erhöhen kann. Die Strategie ist genügend flexibel, um in der kurzen Frist adäquat auf Störungen zu reagieren.
- Beim Übergang zur Europäischen Währungsunion rechnen wir mit einem stabilen Euro. Die Schweizerische Nationalbank wird deshalb ihre autonome Geldpolitik mit

dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität fortsetzen. Einer übermässigen Aufwertung des Frankens würden wir mit den uns zur Verfügung stehenden Mitteln entgegenreten.