

Geldpolitik - Die schweizerische Sicht

Hans Meyer

Schweizerische Nationalbank

Forum financier belge

Brüssel, 23. November 1998

Geldpolitik - Die schweizerische Sicht

1. Die internationale Wirtschaftslage

Sie kennen die alte Weisheit, die besagt, dass nichts so beständig sei wie der Wandel. Veränderung ist das Gesetz des Lebens. Dabei lehrt die Erfahrung, dass sich dieser Wandel im Zeitablauf in einem unterschiedlichen Rhythmus vollzieht. Gegenwärtig erleben wir eine besonders intensive Phase der Veränderungen. Das ist vor allem darauf zurückzuführen, dass sich Probleme verschiedener Art in ihren mindestens vordergründig negativen Auswirkungen kumulieren. Ich denke dabei in erster Linie an die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Krisen in verschiedenen Regionen der Welt sowie an das Geschehen an den Finanzmärkten.

Die ausgeprägte Phase des Überganges verlangt nach einer differenzierten Beurteilung. Es sind Anpassungsprozesse im Gange, die durchaus im längerfristigen Interesse einer nachhaltigen Entwicklung der Weltwirtschaft liegen. Allerdings lehrt die Erfahrung, dass Übergänge auch dann kritisch sein können, wenn die Richtung stimmt.

Alles in allem positiv verläuft die Entwicklung in Westeuropa und in Nordamerika. Diese Feststellung ist deshalb wichtig, weil die entsprechenden Volkswirtschaften noch immer mehr als die Hälfte der Weltwirtschaft ausmachen.

In Ostasien schwelt die bereits vor mehr als einem Jahr ausgebrochene Krise weiter. Bei den betroffenen Ländern handelt es sich allerdings um sehr unterschiedliche Gemeinschaften. Die kleineren südostasiatischen Staaten, Indonesien, Korea und Japan gehören nicht in einen Topf. Immerhin gibt es in bezug auf die Probleme dieser Region einige Feststellungen von allgemeiner Gültigkeit. So sind eine wenig ausgewogene Wirtschaftsentwicklung, schwache Finanzsysteme und eine ungenügende Aufsicht über die Finanzmärkte lediglich Symptome von tiefer liegenden Ursachen.

Diese Feststellung trifft auch für ein Land wie Russland zu. Auch hier sind die Probleme in erster Linie gesellschaftlicher Natur. Das wirtschaftliche Gewicht des Landes und seine internationale Verflechtung sind noch immer relativ bescheiden. Seine Grösse, sein potentieller Reichtum und nicht zuletzt sein sicherheitspolitischer Stellenwert geben dem Geschehen allerdings ein besonderes Gewicht.

Angesichts der latent labilen wirtschaftlichen und politischen Verhältnisse ist auch Lateinamerika ein potentieller Krisenherd. Dabei verdient Brasilien besondere Beachtung, entfällt doch auf seine Wirtschaft rund die Hälfte der Wirtschaftskraft der Region.

In bezug auf das weltwirtschaftliche Geschehen haben wir ein böses Erwachen erlebt. Die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Verhältnisse sind offensichtlich nicht so ausgewogen, dass eine nachhaltige Entwicklung gewährleistet wäre. Langwierige und wohl auch schmerzhaft Anpassungen sind deshalb unerlässlich geworden. Für jedes Land geht es dabei zuerst und vor allem darum, das eigene Haus in Ordnung zu halten. Dazu braucht es keine neuen Rezepte. Notwendig ist vielmehr die konsequentere Anwendung altbewährter Verhaltensregeln. Was die Hilfe von aussen anbetrifft, so ist im Auge zu behalten, dass sie in jedem Falle nur Hilfe zur Selbsthilfe sein kann.

Die Betonung der Eigenverantwortung führt auch zu einer realistischeren Beurteilung der Chancen und Risiken zwischenstaatlicher wirtschaftlicher Verflechtung. An sich ist die Wünschbarkeit der mit dieser Verflechtung ermöglichten internationalen Arbeitsteilung unbestritten. Auch hier gilt allerdings, dass eine Kette nur so stark ist wie ihre schwächsten Glieder. Deshalb erscheint eine nüchternere und damit realistischere Beurteilung der Chancen und Risiken dieser Entwicklung angezeigt.

2. Die Entwicklung an den Finanzmärkten

Die Probleme an den Finanzmärkten sind nicht überraschend gekommen. Seit einiger Zeit schien sich etwa die Entwicklung an den Effektenmärkten einer nüchternen Analyse zu entziehen. Inzwischen wurden die Kursgewinne des laufenden Jahres weitgehend wieder aufgezehrt. Bei der Beurteilung des Geschehens hat man sich allerdings daran zu erinnern, dass das Börsenjahr bereits auf einem sehr hohen Kursniveau begonnen hat. Die Korrektur erscheint geeignet, das Bewusstsein dafür zu schärfen, dass freie und offene Märkte nicht nur Chancen, sondern auch Risiken bieten. Es ist in der Tat ein Zeichen für das gute Funktionieren solcher Märkte, wenn in dieser Beziehung ausgewogene Verhältnisse bestehen.

Allerdings ist auch in diesem Zusammenhang zu beachten, dass Übergänge selbst dann kritisch sein können, wenn sie in die richtige Richtung weisen. Ein rasches, ausgeprägtes Absinken der Börsenkurse kann die Stabilität des Finanzsystems und damit auch das Geschehen in der realen Wirtschaft in unerwünschter Weise beeinträchtigen.

Eine nüchterne Beurteilung der jüngsten Ereignisse zeigt jedoch, dass mindestens in den entwickelten Volkswirtschaften nicht von einer kritischen Entwicklung gesprochen werden kann. Das Geschehen erscheint vielmehr als unausweichliche und letztlich heilsame Korrektur der Entwicklung der letzten Jahre. Diese Korrektur wird hoffentlich zu einer realistischeren Beurteilung führen, was für die effiziente Allokation der Ressourcen wesentlich ist.

Bemerkenswert erscheint, dass Fehlentwicklungen in der Regel weniger auf komplexe Tatbestände als auf die Missachtung des gesunden Menschenverstandes zurückzuführen sind. Vernunft, Bescheidenheit und Solidität müssen dazu beitragen, dass künftig wieder ein etwas kleineres Rad gedreht wird.

Solche Feststellungen schliessen nicht aus, dass es sowohl aus wirtschaftlichen als auch aus gesellschaftlichen Gründen erwünscht erscheint, die normalen und letztlich unausweichlichen Ausschläge des Kursgeschehens im Interesse einer ausgewogenen und damit nachhaltigen Entwicklung in Grenzen zu halten. Dazu können in erster Linie stabile gesamtwirtschaftliche Rahmenbedingungen und eine wirksame Aufsicht über das gesamte Geschehen an den Finanzmärkten beitragen.

3. Wirtschaftslage und Geldpolitik der Schweiz

Auf eine expansive Wirtschaftsentwicklung in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre folgte in der Schweiz in der ersten Hälfte des laufenden Jahrzehntes eine unüblich lange Phase der Stagnation. Seit dem vergangenen Jahr haben sich die Dinge wieder zum Besseren gewendet. Dabei ist meines Erachtens der Trend der Entwicklung wesentlicher als das Ausmass der Erholung, über das ohnehin nur spekuliert werden kann. Zur Trendwende haben wie immer verschiedene Einflüsse beigetragen. Ich erwähne vor allem die monetären Rahmenbedingungen, den nachhaltigen Strukturwandel und die wirtschaftliche Erholung bei unseren wichtigsten ausländischen Partnern.

Die Entwicklung wird auch weiterhin in hohem Masse vom Geschehen im Ausland abhängen. Wenn Überraschungen ausbleiben, dann kann für das laufende und das kommende Jahr mit einem realen Wachstum im der Grössenordnung von 2% gerechnet werden, was etwa dem längerfristigen Wachstumspotential unserer Volkswirtschaft entspricht. Dabei herrscht Preisstabilität und die Arbeitslosigkeit ist erfreulicherweise rückläufig.

Soll der weitere Aufschwung gesichert werden, dann sind allerdings entsprechende Anstrengungen unerlässlich. Den entscheidenden Beitrag müssen dabei die wirtschaftenden Menschen leisten. Günstige Rahmenbedingungen sollen ihre Aktivitäten

unterstützen und eine nachhaltige Entwicklung gewährleisten. Übersehen wir dabei jedoch nicht, dass die Rahmenbedingungen von den gleichen Menschen - nun in ihrer Eigenschaft als Staatsbürger - geschaffen werden müssen!

Wesentlich ist die Feststellung, dass es sich bei der Schaffung von Rahmenbedingungen im erwähnten Sinne um eine dauerhafte Herausforderung handelt. Die Vorstellung ist deshalb falsch und schädlich, dass es einfache, rasche und gar noch billige Lösungen gebe. Notwendig ist in erster Linie die ebenso zielstrebige wie beharrliche Kleinarbeit vor allem in der Finanzpolitik, der Wettbewerbspolitik und - nicht zuletzt - der Geldpolitik.

Die Schweizerische Nationalbank hat den Auftrag, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Konkret gesagt geht es darum, im Rahmen der Möglichkeiten der Geldpolitik zur Schaffung der Voraussetzungen beizutragen, die eine ausgewogene und damit nachhaltige gesamtwirtschaftliche Entwicklung ermöglichen. Wir sind der Auffassung, dass der beste Beitrag, den die Geldpolitik in diesem Sinne leisten kann, in der Gewährleistung von Preisstabilität besteht. Diese setzen wir mit einer Teuerungsrate von 1-2% gleich.

Aus dem Gesagten geht hervor, dass die Preisstabilität für uns nicht Selbstzweck, sondern lediglich Mittel zum Zweck ist. Die ökonomische Lehre hat in den vergangenen Jahrzehnten überzeugend nachgewiesen, dass mangelnde Preisstabilität zu bedeutenden Wachstums- und Wohlstandsverlusten führen kann. Dazu kommt, dass es vor allem die schwachen Schichten der Bevölkerung sind, die unter der Teuerung leiden. Preisstabilität ist deshalb ein eminent soziales Anliegen.

Im Rahmen ihres Auftrages führt die Nationalbank die Geldpolitik seit ihrer Gründung zu Beginn des Jahrhunderts selbständig. Es versteht sich aber von selbst, dass diese Unabhängigkeit einer öffentlichen Institution in der demokratischen Gesellschaft

nicht absolut sein kann. Entsprechende Aufsichtskompetenzen geben der Bundesregierung das Recht und die Pflicht, über eine nach den Kriterien von Lehre und Erfahrung sachgerechte Erfüllung des Auftrages zu wachen.

Die Führung einer sachgerechten Geldpolitik ist nicht nur eine wirtschaftliche, sondern auch und vor allem eine gesellschaftliche Herausforderung. Die Schaffung institutioneller Voraussetzungen und deren Respektierung im Zeitablauf setzt einen gesellschaftlichen Konsens über die massgeblichen Zielsetzungen, letztlich also den Stellenwert einer nachhaltigen Stabilitätspolitik, voraus. Die Notenbank hat dieses Vertrauen durch den Erfolg ihrer Politik in der längeren Frist zu rechtfertigen. Damit, dass sie zur Transparenz ihrer Verhaltens beiträgt, fördert sie die Konsensfindung.

Bei der praktischen Führung der Geldpolitik ist von der Einsicht von Lehre und Erfahrung auszugehen, dass zwischen der Geldversorgung und der Preisstabilität tendenziell und längerfristig ein klarer Zusammenhang besteht. Es geht letztlich darum, die Geldversorgung in angemessener Weise auf die reale Wirtschaftsentwicklung abzustimmen.

Erfahrungsgemäss wirken sich monetäre Impulse erst in langen und variablen Zeitabständen auf die Preisentwicklung und die Produktion aus. Die Notenbanken haben deshalb in der Praxis immer Geldmengen als Indikatoren oder Zwischenziele für ihre Politik verwendet. Geldmengen eignen sich dann als Zwischenziele, wenn sie gut steuerbar sind und überdies mit dem Endziel der Preisstabilität gut korrelieren.

In jüngster Zeit wurden diese Voraussetzungen in einzelnen Ländern durch die Entwicklung der Finanzmärkte in Frage gestellt. Damit hat eine Strategie vermehrt Beachtung gefunden, bei der direkt ein Inflationsziel angesteuert wird.

Die Schweizerische Nationalbank hat seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen eine allerdings pragmatische Geldmengenzielstrategie verfolgt. Alles in allem genommen haben wir damit gute Erfahrungen gemacht. In jüngster Zeit haben aber auch uns Veränderungen der Nachfrage nach Notenbankgeld zu schaffen gemacht. Es stellt sich deshalb auch für uns die Frage, wie die Inflationszielstrategie als Alternative zur Geldmengenzielstrategie zu beurteilen sei.

Bei der Inflationszielstrategie versucht die Notenbank, das Ziel der Preisstabilität direkt, d.h. ohne die Verwendung eines Zwischenzieles, zu erreichen. Das bedingt, dass sie eine Inflationsprognose formuliert und in der Folge die Geldpolitik so gestaltet, dass die Inflationsprognose mit dem Inflationsziel in Übereinstimmung gebracht wird. Befürworter dieses Ansatzes argumentieren, dass damit die Geldpolitik für die Marktteilnehmer transparenter werde. Demgegenüber ist allerdings einzuwenden, dass es bei einer Verfehlung des Zieles nicht einfach ist, die Ursachen und damit die Verantwortlichkeiten zu klären. In der Praxis ist die Geldpolitik mit einem Inflationsziel eher schwieriger umzusetzen. Das hängt damit zusammen, dass Prognosen der kurz- und mittelfristigen Inflationsentwicklung schwierig sind. Das trifft vor allem für eine kleine und offene Volkswirtschaft zu, für die das ausländische Geschehen einen grossen Einfluss auf die Teuerungsentwicklung hat. Sodann ist es schwierig, die exakte Veränderung der kurzfristigen Zinsen zu bestimmen, die notwendig ist, um das Inflationsziel zu erreichen. Hier gelangt die Ökonomie an die Grenzen ihrer Möglichkeiten.

Wie bereits erwähnt verfolgen wir unsere Geldmengenzielstrategie pragmatisch. Die Unterschiede zu einer Inflationszielstrategie sind deshalb unseres Erachtens relativ gering.

Einmal legen wir unser Geldmengenziel im Hinblick auf die erwähnte Definition der Preisstabilität fest. Es ist damit ein bedingtes Ziel. Sodann legen wir dieses Ziel für

eine mittlere Frist von mehreren Jahren fest. Das gestattet es uns, kurzfristig vom Zielpfad abzuweichen, falls wir das für angebracht halten.

Einen Vorteil der Geldmengenzielstrategie erblicken wir darin, dass mit der Formulierung des Zieles für ein Geldmengenaggregat ein operativer Rahmen für die Geldpolitik geschaffen wird. Wir glauben, dass das zur Transparenz beiträgt. Den Wechsel zu einer reinen Inflationszielstrategie würden wir nur in Betracht ziehen, wenn der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge und des Preisniveaus nachhaltig gestört wäre.

Bekanntlich hat die Europäische Zentralbank vor kurzem zur Frage der geldpolitischen Strategie Stellung genommen. Sie hat dabei ihre Vorstellungen von Preisstabilität konkretisiert. Auf die Formulierung eines Inflationszieles wird verzichtet und die wichtige Rolle der Geldmengenentwicklung bei der künftigen Geldpolitik wird betont. Mit Genugtuung stelle ich fest, dass wir mit diesen Überlegungen weitgehend übereinstimmen.

4. Die Europäische Währungsunion

Mit dem Beginn des kommenden Jahres soll die Europäische Währungsunion Wirklichkeit werden. Massgebende Länder des Kontinentes versuchen damit, ihre Währungsbeziehungen im heutigen, durch den europäischen Integrationsprozess geprägten Umfeld neu zu ordnen. Wenn sie auch nicht zwingend ist, so erscheint die Währungsunion doch als sinnvolle Ergänzung des Binnenmarktes.

Zentrale Anliegen sind im institutionellen Bereich die Schaffung einer Europäischen Zentralbank und die Ausgabe einer einheitlichen Währung, des Euro. Materiell ist von Bedeutung, dass die Europäische Zentralbank von den einzelnen Regierungen unabhängig und in erster Linie dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet sein soll. Ihre Poli-

tik soll durch eine stabilitätsgerechte Finanzpolitik der einzelnen Länder unterstützt werden.

Lassen sich diese Vorstellungen verwirklichen, dann werden sich die Rahmenbedingungen für eine günstige wirtschaftliche Entwicklung in Europa wesentlich verbessern. Im Blick auf die starke wirtschaftliche Verflechtung unseres Landes mit dem europäischen Binnenmarkt sind wir an einer solchen Entwicklung unmittelbar interessiert.

Für eine ausgewogene zwischenstaatliche Wirtschaftsentwicklung sind stabile Währungsverhältnisse von entscheidender Bedeutung. Voraussetzung dafür ist eine nachhaltig konvergente Stabilitätspolitik in den massgebenden Ländern. Dabei geht es nicht nur um eine wirtschaftliche, sondern vor allem um eine gesellschaftliche Herausforderung. Entscheidend wird sein, ob die Teilnehmer an der Währungsunion willens und in der Lage sind, sich dauerhaft der für eine solche Politik unerlässlichen Disziplin zu unterziehen.

Zu beachten ist, dass die Nachhaltigkeit des Bemühens mit institutionellen Mitteln allein nicht gesichert werden kann. Notwendig ist vielmehr ein gesellschaftlicher Konsens in bezug auf den Stellenwert der Stabilitätspolitik für eine gedeihliche Wirtschaftsentwicklung. Ein solcher Konsens muss sich in Tun und Lassen von Volk, Parlament und Regierung niederschlagen.

Mit der Fixierung der Wechselkurse verliert die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Ländern ein Element der Flexibilität. Dies ist deshalb problematisch, weil schon heute ein Mangel an Anpassungsfähigkeit besteht. Im Blick auf den absehbaren Anpassungsbedarf ist diesem Problem besondere Beachtung zu schenken. Grosse Bedeutung kommt dabei der Flexibilität der Arbeitsmärkte zu. Ein diesbezüglicher Mangel müsste sich in einer Zunahme der Arbeitslosigkeit niederschlagen.

Einem kleinen Lande wie der Schweiz stehen bei der Regelung seiner zwischenstaatlichen Währungsbeziehungen grundsätzlich zwei Wege offen. Es kann auf eine selbständige Politik verzichten, indem es seine Währung mit derjenigen eines anderen Landes fest verbindet und damit faktisch dessen Geldpolitik übernimmt. Die andere Möglichkeit besteht darin, die Währungsbeziehungen flexibel zu gestalten und sich so eine gewisse Autonomie zu bewahren. Eine ideale Lösung gibt es nicht. Eine Bindung ist dann unbedenklich, wenn die Politik des Partners den eigenen Vorstellungen entspricht und überdies damit gerechnet werden kann, dass sich daran voraussichtlich nichts ändern wird. Die zweite Voraussetzung wird kaum je erfüllt sein, was für die Variante mit mehr Handlungsfreiheit spricht.

In den kommenden Jahren wird es für uns vor allem darum gehen, das eigene Haus in Ordnung zu halten, bzw. es wieder in Ordnung zu bringen. Damit leisten wir den besten Beitrag auch zur internationalen Solidarität. Sodann müssen wir unsere traditionelle Offenheit gegenüber dem Ausland bewahren. Die Beziehungen zu unseren engeren und weiteren Nachbarn sind dem sich verändernden Umfeld entsprechend zu gestalten. Dafür aber müssen die Voraussetzungen zuerst und vor allem im Inland geschaffen werden.

Wenn die Europäische Währungsunion planmässig verwirklicht wird, dann darf tendenziell mit einem stabilen Euro gerechnet werden. Dieser hätte die Chance, sich zunehmend als eine der massgebenden Währungen der Welt zu etablieren. Im Falle eines stabilen Euro wären keine negativen Auswirkungen auf den Schweizerfranken zu erwarten. Sollte allerdings das Vorhaben forciert werden, ohne dass die unerlässlichen wirtschaftlichen Voraussetzungen erfüllt sind, dann müsste mit Turbulenzen gerechnet werden. In diesem Falle wäre für den Schweizerfranken ein Aufwertungsdruck zu erwarten. Die Nationalbank hätte grundsätzlich die Möglichkeit, einer solchen Tendenz mit einer Lockerung der Geldpolitik entgegenzuwirken. Man muss sich

allerdings bewusst sein, dass sie dabei mit der stabilitätspolitischen Ausrichtung ihrer Politik in Konflikt geraten könnte.

5. Zusammenfassung

Die Weltwirtschaft befindet sich gegenwärtig in einer ausgeprägten Phase des Überganges. Dabei geht es nicht nur darum, Fehlentwicklungen zu korrigieren. Es sind vor allem Lehren zu ziehen, die im Blick auf das Ziel einer ausgewogenen und nachhaltigen wirtschaftlichen Entwicklung wesentlich sind. Drei Überlegungen möchte ich nochmals hervorheben:

- Es geht nicht darum, ein neues Rad zu erfinden. Vielmehr sind die Zielsetzungen wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Handelns, mit den menschlichen und sachlichen Gegebenheiten vermehrt in Einklang zu bringen. Vernunft, Sorgfalt und Bescheidenheit sind die Leitplanken, die den einzuschlagenden Weg markieren.
- Bei aller Sympathie für die Struktur für Streben nach internationaler Arbeitsteilung ist zu beachten, dass die Voraussetzungen dafür zuerst und vor allem in den einzelnen Ländern geschaffen werden müssen. Nur die Verflechtung gesunder Volkswirtschaften kann die erwarteten Vorteile bringen. Die Merkmale einer gesunden Wirtschaftspolitik sind dabei in allen Fällen gleich. Im Vordergrund stehen eine stabilitätsgerechte Geldpolitik, eine solide Finanzpolitik und eine wirksame Wettbewerbspolitik. Die Hilfe der Starken zu Gunsten der Schwächeren liegt im Interesse aller. Sie kann aber nur als Hilfe zur Selbsthilfe erfolgreich sein.
- Schliesslich sollten wir uns immer wieder daran erinnern, dass es sich bei der Schaffung der Voraussetzungen für eine ausgewogene und nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung letztlich um eine gesellschaftliche Herausforderung handelt. Das ist deshalb der Fall, weil es die gleichen Menschen sind, die über die Rahmenbedingungen entscheiden, unter denen sich ihre wirtschaftlichen

Aktivitäten abspielen. Die Herausforderung ist nur zu bestehen, wenn sich eine ausreichende Zahl von Bürgern an der Gestaltung des Zusammenlebens beteiligt.