

Die SNB-Politik im heutigen Umfeld

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

an der Generalversammlung
des Verbandes Berner Regionalbanken
Sumiswald, 12. Mai 2000

1. Eine Umwelt im Umbruch

Die Stichworte Globalisierung, Deregulierung und Liberalisierung gehören wohl zu den meist gebrauchten Wörtern der neunziger Jahre und wirken schon beinahe etwas abgegriffen. Dennoch sind es diese Merkmale, die die heutige Zeit am treffendsten charakterisieren. Die genannten Entwicklungen prägen sowohl die Märkte für Güter und Dienstleistungen als auch die Finanzmärkte. Die Banken als Anbieter von Dienstleistungen und als Scharnier zwischen der realen Wirtschaft und den Finanzmärkten sind von diesem Umbruch besonders betroffen.

Gerade der schweizerische Bankensektor hat in den letzten Jahren einen tiefgreifenden Strukturwandel durchgemacht. Die Fusion von zwei Grossbanken war dabei nur der spektakulärste Ausdruck dieses Wandels; dies kann aber nicht darüber hinweg täuschen, dass die Konsolidierung bei den Regionalbanken die Schweizer Bankenlandschaft ebenso substantiell verändert hat.

Aus ökonomischer Sicht führen Globalisierung, Deregulierung und Liberalisierung zu einer effizienteren Verwendung von knappen Ressourcen und erhöhen somit den Gesamtwohlstand. Diesem allgemeinen positiven Effekt stehen aber konkrete, wenn auch normalerweise vorübergehende Nachteile für bestimmte Bevölkerungsgruppen oder Wirtschaftssektoren gegenüber. Ausserdem stellen sich die Vorteile der stärkeren Konkurrenz meist erst mittelfristig ein, während die Kosten des Strukturwandels in Form von Produktionsrückgängen und Arbeitslosigkeit sofort spürbar werden. Auch die Schweizer Banken hatten nach den zahlreichen Übernahmen, Umstrukturierungen und Fusionen eine gewisse Durststrecke durchzustehen. Die jüngst veröffentlichten Jahresabschlüsse zeigen aber wieder durchwegs positive Resultate. Dies gilt insbesondere auch für viele kleinere Banken, die es offensichtlich verstanden haben, ihre spezifischen Vorteile ins richtige Licht zu rücken.

Noch ausgeprägter als auf den Märkten für Güter und Dienstleistungen war die Internationalisierung auf den Finanzmärkten. Die enormen technischen Fortschritte haben massgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen. Die Informatik und die moderne Telekommunikation ermöglichen 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 Abbau von Regulierungen und Beschränkungen wurde durch den Wettbewerb um mobiles Kapital geradezu erzwungen. Auch hier gilt, dass der freie internationale Kapitalverkehr zu einer effizienten Verwendung der Ersparnisse führt und somit wohlfördernd wirkt. Gleichzeitig hat mit der zunehmenden Verflechtung der Märkte aber auch das Risiko von grenzüberschreitenden Finanzkrisen zugenommen. Dies haben wir mit der Asienkrise erfahren müssen.

In Europa hat die Integration der Finanzmärkte durch die Einführung des Euros einen entscheidenden Schritt nach vorne gemacht. Der Ersatz von zehn Währungen durch eine einzige und das Entstehen eines breiten und liquiden Euro-Kapitalmarktes haben die Verhältnisse am Devisenmarkt und am internationalen Kapitalmarkt von Grund auf verändert. Auch die Strukturen der europäischen Banken- und Börsenlandschaft werden zunehmend in Frage gestellt.

Die Globalisierung und die Einführung der europäischen Einheitswährung stellen die Banken und die gesamte schweizerische Wirtschaft vor bedeutende Herausforderungen. Auch die schweizerische Nationalbank sieht sich einem neuen Umfeld gegenüber. Im folgenden möchte ich erläutern, wie die Nationalbank ihre Geldpolitik an dieses neue, von Globalisierung und Euro geprägte Umfeld angepasst hat.

2. Geldpolitik: ein unverändertes Ziel ...

Das Gesetz weist der Nationalbank die Aufgabe zu, eine Geldpolitik im Gesamtinteresse des Landes zu führen. Die Nationalbank hat diesen Auftrag stets so interpretiert, dass sie mit der Aufrechterhaltung der Preisstabilität dem Gesamtinteresse am besten dient. Die Globalisierung hat an unserer diesbezüglichen Überzeugung nichts geändert.

Warum legen wir soviel Gewicht auf die Gewährleistung der Preisstabilität? Wir tun dies erstens, weil Inflation längerfristig das Wirtschaftswachstum behindert. Herrscht Inflation, so kann das Preissystem seine natürliche Steuerungsfunktion nicht mehr erfüllen. Die relativen Preise werden verzerrt, weil nicht alle Güter gleichzeitig der Teuerung angepasst werden können. Da die Preissignale nicht die richtigen Knappheitsverhältnisse zwischen den Gütern anzeigen entstehen Ineffizienzen, die die wirtschaftliche Entwicklung hemmen. Weiter hat Inflation auch unerwünschte Verteilungswirkungen, indem sie eine Umverteilung von den Gläubigern zu den Schuldnern bewirkt. Bei einem Steuersystem mit progressiven Steuersätzen führt die Teuerung zudem zu einer schleichenden Erhöhung der Steuerlast. Schliesslich gilt Inflation als unsozial, trifft sie doch diejenigen am stärksten, die sich am wenigsten gegen sie zu schützen vermögen; dies sind meist die sozial Schwächeren.

Die Globalisierung ändert nichts an unserer Aufgabe, Preisstabilität zu gewährleisten. Auch in einer globalisierten Wirtschaft führt eine im Vergleich zum realen Wachstumspotential der Wirtschaft zu reichliche Liquiditätsversorgung früher oder später zu steigenden Preisen. Solange die Schweiz sich zu einer eigenständigen Geldpolitik frei von Wechselkurszwängen bekennt, bleibt die Liquiditätsversorgung Aufgabe der Schweizerischen Nationalbank. Dies würde sich erst ändern, wenn die Schweiz den Franken in der einen oder anderen Form an den Euro binden oder gar der Währungsunion beitreten würde.

Die Konzentration auf das Ziel der Preisstabilität bedeutet nicht, dass die Nationalbank Probleme wie Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit ignoriert. Sie ist aber überzeugt, dass die Geldpolitik nicht das geeignete Instrument zu deren Bekämpfung darstellt. Geldpolitik hat nur kurzfristig realwirtschaftliche Effekte. So kann eine expansive Geldpolitik das Wachstum nur vorübergehend stimulieren. Nach kurzer Zeit erlischt das konjunkturelle Strohfeuer wieder, und das einzige, was dauerhaft bleibt, ist ein höheres Preisniveau. Darüber hinaus sind im Zeitalter der Globalisierung der Märkte und der damit verbundenen stärkeren konjunkturellen Verflechtung der internationalen Konjunkturzyklen die Möglichkeiten einer einzelnen Notenbank noch beschränkter als früher. Dies ist ein weiteres Argument für konjunkturpolitische Enthaltensamkeit durch die Nationalbank und für die Priorität der Preisstabilität.

3. ... aber eine neue Strategie

Während sich an unserem obersten Ziel, der Preisstabilität nichts geändert hat, so hat das veränderte Umfeld, in dem wir uns bewegen, zu einigen Neuerungen in der konkreten Durchführung der Geldpolitik geführt. Der Übergang zu einem direkten Inflationsziel war

notwendig, weil die Geldnachfrage zunehmend instabiler wurde. Dadurch wurde der Zusammenhang zwischen dem Zwischenziel Geldmengenaggregat und dem Endziel Preisstabilität immer weniger verlässlich. Mit unserer neuen Strategie, die seit Anfang Jahr in Kraft ist, haben wir uns einen klaren und kohärenten Entscheidungsrahmen gegeben. Dies erhöht gleichzeitig die Transparenz unserer Politik und erlaubt es uns, den Märkten unsere Einschätzungen und Absichten noch besser zu vermitteln. Lassen Sie mich die Elemente unseres neuen Konzeptes kurz erläutern.

Als Erstes hat die Nationalbank ihr Preisstabilitätsziel konkretisiert und beziffert. Preisstabilität ist für uns erreicht, wenn die am Konsumentenpreisindex gemessene Inflationsrate unter 2% liegt. Mit dieser Definition tragen wir der Tatsache Rechnung, dass der Konsumentenpreisindex die Teuerung leicht überzeichnet.

Das zweite Element unserer neuen Strategie ist eine Schätzung bzw. Prognose der zukünftigen Inflation. So publizieren wir neu eine Inflationsprognose, die die von uns für die kommenden Jahre erwartete Inflationsrate widerspiegelt.

Gleichzeitig haben wir ein Zielband für den von uns anvisierten Geldmarktzins bekannt gegeben. Nähert sich der Wert der prognostizierten Inflation der Obergrenze von 2%, die für uns gerade noch mit Preisstabilität vereinbar ist, dann löst dies ein Überdenken des geldpolitischen Kurses aus. Je nach Resultat dieses Prozesses kann es zu einer Verschiebung des Zinses innerhalb des Zielbandes oder zu einer Änderung des Bandes selbst kommen. Es kann aber auch sein, dass wir zum Schluss kommen, dass kein Handlungsbedarf vorliegt. Unsere neue Strategie impliziert keinen Zins-Automatismus. Vielmehr steckt sie einen Rahmen ab, der uns helfen soll, unsere Entscheide systematisch und rational zu treffen. Unsere Entscheide stützen sich auf eine breite Palette von Indikatoren, wobei unsere Einschätzung der zukünftigen Preisentwicklung im Zentrum des Verfahrens steht. Bei der Begründung unserer Entscheide legen wir unsere Einschätzungen und Überlegungen offen dar, was dem Markt wichtige Anhaltspunkte über unsere Beurteilung der wirtschaftlichen und monetären Lage vermittelt.

Mit dieser neuen Darstellungsart ihrer Politik ist die SNB auch gewisse Risiken eingegangen:

Erstens kann die Veröffentlichung eines Zinszieles uns dem Druck der Märkte aussetzen, und zwar umso mehr, als die kurzfristigen Bewegungen unserer Zielgrösse oft von externen Faktoren bestimmt werden. Um dieses Problem zu entschärfen definieren wir unser Ziel im Rahmen einer Bandbreite von 100 Basispunkten für den 3-Monatssatz und nicht als absolutes Niveauziel. Die Bandbreite sollte uns vor kurzfristigem Aktivismus bewahren, falls die Marktkonditionen unter den Einfluss von externen Schocks geraten. Die Definition des Zinszieles im Rahmen einer Bandbreite ist für eine kleine, offene Volkswirtschaft wie die Schweiz geradezu ein Gebot der Flexibilität.

Zweitens wird die erhöhte Transparenz unserer Politik die geldpolitische Entscheidungsfindung vermehrt ins Rampenlicht der Öffentlichkeit stellen. Wir haben uns dazu verpflichtet, unsere Lagebeurteilung zu publizieren. Dadurch wird die Debatte über die geldpolitischen Entscheidungen transparent und öffentlich. Man sollte sich hier keine Illusionen machen, die Führung der Geldpolitik wird unter diesen Umständen im Vergleich zu früher schwieriger. In heiklen Situationen wird es weder an Kritik noch an Gegenexpertisen fehlen. Es wird dann darauf ankommen, das Prinzip der geldpolitischen Autonomie strikte aufrecht zu erhalten, ist die Unabhängigkeit der Notenbank doch eine wesentliche Voraussetzung für die Geldwertstabilität.

Lassen Sie mich nun zur zweiten Neuerung kommen, die das Umfeld unserer Geldpolitik nachhaltig verändert hat, nämlich zur Einführung des Euros.

4. Das schwierige erste Jahr des Euro

Vor gut 16 Monaten ist die gemeinsame europäische Währung Realität geworden. Die ursprünglich in den Euro gesetzten Erwartungen waren hoch, hoffte man doch auf einen starken Euro als echte Alternative zum US-Dollar. Sowohl die stabilitätsorientierte Geldpolitik der Europäischen Zentralbank als auch der komfortable Überschuss der europäischen Leistungsbilanz sollten dem Euro die erhoffte Kraft und Solidität verleihen. Durch das Entstehen eines breiten und liquiden europäischen Kapitalmarktes sollte der Euro als Anlagewährung noch zusätzlich an Attraktivität gewinnen.

Wie inzwischen bekannt ist, vermochte der Euro die in ihn gesetzten Erwartungen bisher nicht zu erfüllen. Im Gegenteil, die europäische Währung hat seit ihrer Einführung gegenüber dem US-Dollar rund 20% an Wert verloren. Welches sind die Gründe für diese enttäuschende Entwicklung?

Das meist aufgeführte Argument für die Schwäche des Euros ist die geradezu phänomenale Verfassung der amerikanischen Wirtschaft, die mit hohen Wachstumsraten bei nach wie vor sehr mässiger Inflation brilliert. In der jüngeren Vergangenheit hat sich aber auch die europäische Konjunktur deutlich gefestigt, und für das laufende sowie das nächste Jahr wird mit einer sukzessiven Annäherung der Wachstumsraten in den beiden Währungsgebieten gerechnet. Trotzdem verliert der Euro weiterhin an Wert. Daher sind nun vermehrt strukturelle Argumente für die Euro-Schwäche in den Vordergrund gerückt. Die europäischen Volkswirtschaften leiden nach wie vor unter bedeutenden strukturellen Mängeln, z.B. in den Bereichen Arbeitsmarkt, Sozialpolitik und Steuern. Diese Mängel verhindern, dass sich das wirtschaftliche Potential der Euro-Zone vollständig entfalten kann. Es ist zudem frappant, dass die Schwächeneigung des Euros während des vergangenen Jahres zu keiner Erhöhung des Überschusses in der europäischen Ertragsbilanz geführt hat; dies ganz im Gegensatz zur Situation in der Schweiz, wo die Exporte von Gütern und Dienstleistungen deutlich an Schwung gewonnen haben.

Des weiteren lasten aber auch Probleme in bezug auf die Funktionsweise der Währungsunion an sich auf dem Euro. Die konjunkturellen Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedsländern erschweren die Führung einer für alle Mitglieder angepassten Geldpolitik und führen zu Unsicherheiten über deren zukünftigen Kurs. Die Kommunikation der EZB nach aussen trägt nicht immer zur Klärung der Lage bei, und die bankinternen Entscheidungsprozesse scheinen schwerfällig und wenig transparent. Dies beeinträchtigt die Marktpsychologie negativ und führt zu entsprechendem Verhalten der Marktteilnehmer.

Alle diese verschiedenen Punkte haben bisher verhindert, dass der Euro sich als attraktive Alternative zum Dollar etablieren konnte.

5. Das Verhältnis zwischen Euro und Schweizer Franken

Der Wechselkurs zwischen dem Euro und dem Schweizer Franken ist während des ganzen Jahres 1999 erstaunlich stabil geblieben. Diese ausgeprägte Stabilität kann auf den weitgehenden konjunkturellen Gleichlauf zwischen der Schweiz und der Euro-Zone,

insbesondere Deutschland, zurückgeführt werden. Aufgrund der ähnlichen konjunkturellen Lage haben die Schweizerische Nationalbank und die Europäische Zentralbank praktisch eine identisch ausgerichtete Politik geführt.

Gegen Ende des letzten Jahres schwächte sich die konjunkturelle Parallelität zwischen der Schweiz und der Euro-Zone etwas ab. In der Schweiz mehrten sich die Zeichen eines bevorstehenden Aufschwungs, und die Nationalbank sah sich dazu veranlasst, den sehr expansiven Kurs ihrer Politik etwas zu korrigieren. Inzwischen wurden die Erwartungen eines anziehenden Wachstums bestätigt und sogar noch übertroffen; auch scheint der Aufschwung in der Schweiz gegenwärtig kräftiger zu sein als in den grossen Ländern der Euro-Zone. Die Nationalbank reagierte darauf mit einer weiteren Straffung ihrer Politik im vergangenen März. Der im Vergleich zu Europa erhöhte Restriktionsgrad der Geldpolitik führte zu einer gewissen Stärkung des Frankens gegenüber dem Euro. Die leichte Aufwertung des Frankens gegenüber dem Euro entspricht somit den zugrundeliegenden ökonomischen Gegebenheiten, den sogenannten Fundamentals.

Folgt der Wechselkurs auch in Zukunft weitgehend den Fundamentals - und die Erfahrung der letzten 15 Jahre mit der DM legen dies nahe - dann sollte sich das Verhältnis zwischen Franken und Euro weiterhin in geordneten Bahnen entwickeln. Die konjunkturelle Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft entfernt sich normalerweise nicht allzu stark von derjenigen in Europa. Dazu ist die Schweiz mit Europa wirtschaftlich zu eng verflochten: so gehen mehr als 50% unserer Exporte in die Euro-Zone, während wir mehr als 70% unserer Importe aus Europa beziehen. Für die Zukunft sollte somit zwar nicht mit einer absoluten Wechselkursstabilität im Stil des letzten Jahres gerechnet werden; erratische Schwankungen des Wechselkurses sind jedoch ebenfalls unwahrscheinlich. Die Fähigkeit der EZB und der Europäischen Behörden, das Vertrauen in den Euro aufrechtzuerhalten, wird zentral für das weitere Geschehen am Devisenmarkt sein.

6. Geldpolitik in einem globalen Umfeld: eine provisorische Bilanz

Die Globalisierung der Finanzmärkte und das Aufkommen einer einheitlichen Währung in Europa stellen bedeutende Herausforderungen für die Politik der Schweizerischen Nationalbank dar. Der freie, grenzüberschreitende Kapitalverkehr ist Realität, der Informationsfluss ist global und die elektronischen Medien ermöglichen eine permanente Arbitrage. In Europa hat die Vereinheitlichung der monetären Landschaft zu einer neuen, einzigartigen Situation geführt, in der die Schweiz im Herzen einer Währungszone liegt, an der sie nicht teilnimmt. Die Märkte sind heute noch mehr als früher in der Lage, durch entsprechende Reaktionen unangebrachte oder unangebracht scheinende Politiken zu bestrafen.

Die Nationalbank begegnet diesen Herausforderungen mit verstärkten Bemühungen um Transparenz. In diese Richtung zielen auch die Neuerungen bei der Durchführung der Geldpolitik, die Anfang dieses Jahres eingeführt wurden.

Das Streben nach mehr Transparenz hat uns dazu geführt, das Ziel der Preisstabilität zu quantifizieren und unseren geldpolitischen Kurs durch die Bekanntgabe eines Zielbandes für den 3-Monats-Zins zu darzustellen. Des weiteren veröffentlichen wir regelmässig unsere Einschätzung der wirtschaftlichen und monetären Lage sowie die Folgerungen, die wir daraus für die Geldpolitik ziehen. Damit geben wir der Öffentlichkeit die Mittel, unsere Massnahmen nachzuvollziehen und zu beurteilen. Wir versprechen uns davon einen Effizienzgewinn bei der Führung unserer Politik und eine rationalere Reaktion der Märkte,

d.h. eine Stärkung unserer Fähigkeit, die notwendigen Massnahmen zur Erhaltung der Preisstabilität in der Schweiz zu ergreifen.

Unsere bisherigen geldpolitischen Erfahrungen in einem globalen Umfeld sind ermutigend. Trotz vollkommen integrierter Märkte und vollständig freiem Kapitalverkehr schwankt der Franken in einem vertretbaren Ausmass. Der Wechselkurs widerspiegelt die relative Entwicklung der Fundamentalfaktoren der Schweizer Wirtschaft. Dies gilt insbesondere für den Wechselkurs zwischen Schweizer Franken und Euro. Befürchtungen, dass die Auswirkungen der finanziellen Globalisierung und der europäischen Integration zu einer Lähmung der schweizerischen Geldpolitik führen könnten, haben sich somit nicht bewahrheitet.