

Überlegungen zur schweizerischen Geldpolitik

Prof. Dr. Bruno Gehrig

Vizepräsident des Direktoriums

Schweizerische Nationalbank

Gastreferat an der Universität St. Gallen, 9. Januar 2002

Wie in den meisten Lebensbereichen gibt es auch in der Geldpolitik keine ewigen Wahrheiten. Konzepte und Umsetzungspraktiken sind dem Wandel ausgesetzt. Neuartige ökonomische Erklärungsansätze, technologische und institutionelle Innovationen und veränderte wirtschaftliche Strukturen zwingen Geldpolitiker immer wieder dazu, zur Gewohnheit Gewordenes zu hinterfragen, Alternativen zu prüfen und Verbesserungen zu realisieren.

Geldpolitische Konzepte sind "work in progress" – dafür steht auch die in der Schweiz gemachte Erfahrung. Allerdings mit der bemerkenswerten Einschränkung, dass sich hierzulande der Wandel weitgehend auf das Wie des monetären Auftrags beschränkt hat. In Bezug auf die Zielsetzung gibt es dagegen einen seit Generationen ungebrochenen und nie ernsthaft gefährdeten Konsens, dass monetäre Politik vorrangig der Sicherung von Preisstabilität dienen soll. Ein derartiger Konsens ist in verschiedenen Ländern erst erheblich später zustande gekommen und institutionell verankert worden. Im Fall der Schweiz hat der Wandel wenig mit den Zielen, jedoch viel mit den Mitteln der geldpolitischen Zielerreichung zu tun.

Mein Referat hat fünf thematische Teile. Es beginnt mit einem summarischen Rückblick auf die konzeptionellen Schritte, welche die Schweizerische Nationalbank in den vergangenen drei Jahrzehnten vorgenommen hat. Dann möchte ich auf drei Veränderungen eingehen, die man im Blick auf die Entwicklung der geldpolitischen Konzepte in zahlreichen Ländern unschwer erkennen kann: auf den funktionalen Bedeutungsverlust monetärer Aggregate, die massiv erhöhten Anforderungen an die Transparenz und die zunehmende Verbreitung von Inflationsprognosen. Im abschliessenden Teil folgen einige Überlegungen zu aktuellen makroökonomischen Tendenzen und zu unserem laufenden geldpolitischen Kurs.

Das SNB-Konzept im Wandel

In der Schweiz begann die geldpolitische "Neuzeit" 1973 mit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods, als der Dollarstandard übergang in ein Regime der freien Wechselkursbildung. Mit dem Wegfall der Kursparität als nominellem Anker begann eine nunmehr fast dreissigjährige Phase geldpolitischer Eigenständigkeit. Bald nach dem Start zum Floating entschied sich die Nationalbank für die Verwendung eines monetären Aggregates als Zwischenziel der Geldpolitik. Das war in jener Zeit ein progressiver und mutiger Schritt, erleichtert durch den schon damals breiten politischen Konsens, dass die vorrangige Aufgabe der SNB in der Sicherung der Preisstabilität liegen soll. Die Rolle des

Zwischenziels fiel 1975 bis 1978 der Geldmenge M1 zu, ab 1980 der (saisonal bereinigten) Notenbankgeldmenge. Bis 1990 wurden jährliche monetäre Wachstumsziele festgelegt. Man begründete dieses Vorgehen damit, dass eine auf die Zwischenzielvorgabe des monetären Wachstums ausgerichtete Steuerung zur Sicherung der Preisstabilität führen werde. Obwohl die an den Teuerungsraten gemessene Performance gut war, litt die Glaubwürdigkeit des Ansatzes darunter, dass die Jahresziele mehrfach und in erheblichem Masse verfehlt wurden. Die SNB reagierte darauf mit einer modifizierten Variante der Geldmengensteuerung. Das Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge wurde ab 1990 nicht mehr für ein Jahr, sondern als Trendvorgabe für eine Periode von fünf Jahren festgelegt. Damit wurde konzeptionell ein Flexibilitätsspielraum für die Reaktion auf Schocks geschaffen. Solche Reaktionen – vorwiegend auf Verzerrungen des realen Wechselkurses – waren der massgebliche Grund für die in der Vergangenheit in Kauf genommenen Zielabweichungen. Der mittelfristige Zielpfad hat den politischen Flexibilitätsspielraum ausgeweitet, aber er hätte – bei konsequenter Umsetzung des Zwischenzielkonzepts – zugleich den Zwang geschaffen, zurückliegende Abweichungen vom Zielpfad in der laufenden Politik zu kompensieren. Konzeptionell lief der Schritt zum mehrjährigen Zielpfad auf eine Akzentverschiebung hinaus: Das anvisierte Aggregatswachstum war kaum mehr Zwischenziel, sondern hauptsächlich Indikator der Geldpolitik. Der vorgegebene Pfad wurde aus gutem Grund nicht stur anvisiert, sondern als eher grobe Richtschnur benützt. Die Notwendigkeit, auf spezifische Konstellationen flexibel und pragmatisch zu reagieren, hatte denn auch erhebliche und andauernde Abweichungen vom anvisierten Trend zur Folge.

Diese Flexibilität wurde in den späten 90er Jahren noch wichtiger, weil die dem Ansatz zugrundeliegende Stabilität der Geldnachfragefunktion zunehmend erodierte. Bei dieser Sachlage war spätestens 1997 klar, dass die Voraussetzungen für eine vernünftige Festlegung des Zielpfades nicht mehr gegeben waren und eine konzeptionelle Erneuerung angezeigt war.

Unser seit anfangs 2000 umgesetztes Konzept beruht auf drei Säulen:

- Einer expliziten Definition der Preisstabilität. Demnach ist Preisstabilität erreicht, wenn die am Index der Konsumentenpreise gemessene Teuerung auf mittlere Frist unter 2% liegt;
- Einer im Dezember und im Juni zu veröffentlichenden Inflationsprognose für drei Jahre;

- Der Verwendung eines 100 Basispunkte umfassenden Zielbandes für den Dreimonats-LIBOR als operationelles Umsetzungsziel, das bei der Ankündigung "bis auf weiteres" gilt.

Wir haben über dieses Vorgehen bei zahlreichen Gelegenheiten im Einzelnen informiert. Ich möchte im folgenden den Schwerpunkt meiner Ausführungen bei konzeptionellen Fragen setzen, die sich in allgemeiner Weise für die Praxis der Geldpolitik stellen. Dabei werde ich gegebenenfalls auf unser Konzept und unsere Erfahrungen verweisen.

Wenn Sie in verschiedenen Ländern die Geschichte der Geldpolitik seit dem Ende von Bretton Woods studieren, dann fallen Ihnen vielfältige Veränderungen auf. Einige sind spezifisch für einzelne Länder, anderen kommt eine allgemeinere Bedeutung zu. Ich möchte mich drei Veränderungstrends zuwenden, welche die geldpolitische Szene im allgemeinen prägen, sie in einem breiteren Zusammenhang einordnen und versuchen, sie in ihren Konsequenzen einzuschätzen. Im Einzelnen werde ich mich auseinandersetzen

- mit der Abkehr von der Geldmengensteuerung
- mit dem augenfälligen und weitgehenden Bemühen von Zentralbanken um Transparenz
- und mit der verbreiteten Praxis der Veröffentlichung von Inflationsprognosen.

Abkehr von der Geldmengensteuerung

Wenn man die Entwicklung geldpolitischer Konzepte in den vergangenen 30 Jahren überblickt, fällt rasch auf, dass die Geldmengensteuerung – noch zu meiner Studienzeit eine innovative Strategie – im OECD-Raum und darüber hinaus weitgehend ausgedient hat. Die einstmals hoffnungsvoll propagierte und vielenorts umgesetzte Idee, den monetären Steuerungsprozess auf die Kontrolle eines Geldaggregats als Zwischenziel zu reduzieren um so die letzten Ziele der Politik zu erreichen, ist durch andere Konzepte abgelöst worden. In den meisten Ländern orientiert sich der Steuerungsprozess heute direkt an der Inflationsrate, oftmals zusätzlich an den Abweichungen des laufenden Outputs vom Potentialpfad. Und die operative Steuerung erfolgt über die kurzfristigen Geldmarktsätze. Diese konzeptionelle Weiterentwicklung bedarf einiger Qualifikationen und Ergänzungen. Fünf Bemerkungen dazu.

Erstens bedeutet dieser Meinungsumschwung nicht, dass monetäre Aggregate für die Geldpolitik belanglos geworden wären. Zwar haben sie ihre einstmals prominente Funktion

als Zwischenziele verloren, aber als *Indikatoren und erklärende Variablen im Prozess der Inflationsprognose* spielen sie weiterhin eine wichtige Rolle, auch in der Schweiz.

Andauernde und substanzielle Abweichungen vom Ziel der Preisstabilität sind weiterhin ein vorwiegend monetäres Phänomen, für das – entsprechende Handlungsspielräume vorausgesetzt – die Zentralbanken verantwortlich sind. Diese Einsicht kommt denn auch in der Praxis von Inflationszielen wirksam und verpflichtend zum Ausdruck.

Zweitens spielt für die Abkehr von der Geldmengensteuerung zweifellos eine Rolle, dass die meisten Länder seit längerer Zeit das *Ziel der Preisstabilität in weitgehenden Masse erreicht* haben. Das war zur Blütezeit der Geldmengensteuerung nicht so. Wenn es in einem Land mit galoppierender Geldentwertung darum geht, ein vernünftiges Mass an Preisstabilität zurückzugewinnen, so gibt es zu einer kontrollierten, im voraus angekündigten Rückführung des monetären Wachstums nach wie vor keine Alternative.

Drittens fiel als Argument gegen die Geldmengensteuerung der Umstand ins Gewicht, dass sich in verschiedenen Ländern die *Geldnachfrage als zunehmend instabil* erwies. Dafür gab und gibt es unterschiedliche Gründe: technologische Veränderungen im Zahlungsverkehr, institutionelle Entwicklungen wie beispielsweise die Fusion zweier Grossbanken oder kaum antizipierbare Veränderungen in der gewünschten Nachfrage nach Banknoten. Im Unterschied zur Geldmengensteuerung erweist sich eine inflationsprognoseorientierte Zinssteuerung gegenüber solchen Unwägbarkeiten als relativ immun, weil sie diese Nachfrageverschiebungen automatisch kompensiert.

Viertens trägt die Abkehr von der Geldmengensteuerung dem Umstand Rechnung, dass die meisten Zentralbanken ihre Politik zwar primär auf das Ziel der Preisstabilität ausrichten, dabei aber auch auf *konjunkturelle Veränderungen* reagieren. Gewiss, das taten Zentralbanken schon immer, auch wenn sie sich auf ein Geldmengensteuerungsregime eingelassen hatten. In dieser Hinsicht gab es immer eine Kluft zwischen Theorie und Praxis. Die führenden Monetaristen waren klassische Makroökonomien mit einem dominanten Interesse an den langfristigen wirtschaftlichen Zusammenhängen und grösster Skepsis gegenüber jedwelchem Versuch, die kurzfristige makroökonomische Dynamik zu beeinflussen. Monetäre Wachstumsziele waren daher stets auf die langfristige Entwicklung ausgerichtet, ja durchaus auch gedacht als disziplinierende Vorgabe, die Zentralbanken vor Pressionen zu Gunsten kurzfristiger Manöver schützen sollte. In der Praxis kam und kommt es indessen immer wieder zu Situationen, in denen die Geldpolitik auch auf kurzfristige Veränderungen reagiert. Dabei geht es nicht um ein Fine-Tuning in Bezug auf Alles und Jedes, sondern um die Absicht,

auf andauernde, in ihren Folgen unerwünschte makroökonomische Schocks zu reagieren. Beispiele sind starke Bewegungen der Energiepreise, reale Wechselkursverzerrungen oder konjunkturrelevante Verschiebungen von Erwartungen, wie wir sie neulich im Technologiesektor erlebt haben. Im Zwischenzielkonzept führten solche Reaktionen regelmässig zu Abweichungen vom anvisierten monetären Wachstum, auch und gerade in der Schweiz. Das hat die Glaubwürdigkeit der Geldmengensteuerung in Frage gestellt und die konzeptionelle Erneuerung beschleunigt.

Schliesslich kommt – *fünftens* – der Abkehr von der Geldmengensteuerung auch in politischer und kommunikativer Hinsicht einige Bedeutung zu, selbst wenn dieser Aspekt insofern zu relativieren ist, als die meisten Geldsteuerungskonzepte nicht rigoros, sondern mit hoher Abweichungstoleranz umgesetzt worden sind. Konzeptionell ist die *Geldmengensteuerung ein elegantes und einfaches Regime*. Es ist leicht zu kommunizieren, macht das Verhalten der Zentralbank vorhersehbar und schützt die Geldbehörde vor Pressionen, im Stress des Moments den Tugendpfad der Preisstabilität zu verlassen. Abweichungen vom anvisierten Geldwachstum schaffen rasch einen Zwang zur Begründung und Rechtfertigung. Dagegen kann sich in einem direkt auf Preisstabilität ausgerichteten Konzept eine Zentralbank aufgrund der Wirkungsverzögerungen sehr lange in die Irre bewegen, bis ein Fehlverhalten im unerbittlichen SOLL/IST Vergleich offenkundig wird. Die für den Zwischenzielansatz typische institutionalisierte Kontrolle muss in alternativen Konzepten durch besondere Vorkehrungen sichergestellt werden. Dabei stehen Vorkehrungen zur optimierten Transparenz und die Veröffentlichung von Inflationsprognosen im Vordergrund. Diesen Bemühungen wende ich mich in den beiden folgenden Abschnitten zu.

Transparenz als Legitimations- und Effizienzbedingung

Zentralbanken müssen transparent sein. Diese Forderung ist heute unbestritten. Das war nicht immer so. Gewiss, im Goldstandard und auch im System von Bretton Woods gab es für den Ruf nach Offenheit wenig zwingende Motive: Zentralbanken waren programmiert auf vorgegebene Automatismen. Sie hatten – von Störungsfällen abgesehen – keine nennenswerten diskretionären Spielräume. Der Auftritt von Zentralbanken war im allgemeinen geprägt durch kommunikative Zurückhaltung. Dies nur mit der Neigung von Bürokraten zur Geheimnistuerei zwecks Maximierung von Macht und Einfluss zu begründen, greift indessen zu kurz. Da gab es durchaus handfeste Gründe. Bei festen Wechselkursen, als Auf- oder Abwertungen in aller Regel das Ende eines verlorenen

Kampfes um den Fixkurs darstellten, gab es zur Verschwiegenheit über Absichten keine Alternative. Und von Zentralbanken, die durch ihre Regierungen zur Defizitfinanzierung herausgezogen wurden, war wenig Offenheit zu erwarten. Schliesslich hatte im Falle einer auf andauernde Beschäftigungsmaximierung ausgerichteten Strategie die Vorliebe zur Intransparenz ihre Begründung im Glauben vieler Ökonomen, dass nur von unerwarteten, überraschenden Politikimpulsen reale Effekte zu erwarten sind.

Die Forderung nach Transparenz – ex ante und ex post – ging augenfällig einher mit der Entscheidung von Gesetzgebern, ihren Zentralbanken ein auf Preisstabilität bezogenes Mandat zu erteilen und ihnen eine mindestens in Bezug auf den Instrumenteneinsatz unabhängige Stellung einzuräumen. Illustriert wird dies beispielsweise durch die Bank of England, die erst 1998 in die Unabhängigkeit entlassen wurde. Mit diesem Schritt waren weitreichende Transparenzanforderungen verbunden als probates Mittel der Legitimation einer Institution, die bei ihrer Neukonstitution vor vier Jahren noch keinen eigenen stabilitätspolitischen Erfolgsausweis vorlegen konnte. In dieser Optik war Transparenz vielenorts auch Substitut für noch nicht in adäquater Masse erworbenes Vertrauen. Gerade die in England seither gesammelten Erfahrungen machen deutlich, dass systematisch praktizierte Offenheit wirksam dazu beiträgt, in verhältnismässig kurzer Zeit Glaubwürdigkeit zu gewinnen. Zweifellos entspricht es einem zeitgemässen Staatsverständnis, dass zur unabhängigen Ausübung des Geldmonopols die Pflicht zu weitgehender Transparenz und institutionalisierter Rechenschaftsablage gehört.

Die Forderung nach Transparenz hat indessen nicht nur mit politischer Legitimation, sondern auch mit Effizienzaspekten geldpolitischer Massnahmen zu tun. Wenn wir in den letzten 30 Jahren in der Makroökonomie einiges hinzugelernt haben, dann sicher dies: Erwartungen sind Schlüsselvariablen im Prozess der mikro- und makroökonomischen Anpassung. Ob und wie rasch ein Geldimpuls die beabsichtigten Wirkungen erreicht, hängt entscheidend von der Effizienz der Erwartungsbildung ab. So sollte die mit einer restriktiven geldpolitischen Korrektur beabsichtigte Rückkehr zur Preisstabilität rascher und mit geringeren Wachstumseinbussen gelingen, wenn die Wirtschaftssubjekte die Politikänderung verstehen und sich darauf verlassen können, dass die Zentralbank hält, was sie verspricht. In diesem Prozess spielt Transparenz eine zentrale Rolle. Eigentlich ist ja die Geldpolitik ein ziemlich armseliges Handwerk: Wir können direkt lediglich die ganz kurzfristigen Zinssätze bewegen, in unserem Konzept die Reposätze, für die sich bestenfalls einige Devisen- und Geldmarkthändler interessieren, nicht aber die grosse und massgebliche Mehrheit der wirtschaftlichen Akteure.

Tatsächlich wird Geldpolitik erst dadurch zu einem kraftvollen makroökonomischen Steuerungsmittel, dass angekündigte Zinsimpulse Erwartungen verändern und sich dadurch auf das ganze Spektrum von Finanzaktiven übertragen. Eine Zentralbank, die ihre Ziele, Absichten und ihre Denkweise glaubwürdig kommuniziert, beschleunigt und erleichtert die rasche und erfolgreiche Anpassung der Erwartungen an neue Verhältnisse. Das macht Geldpolitik wirksamer, minimiert die Frequenz von Fehlerwartungen und damit von Fehlentscheidungen bei Akteuren, die unter Unsicherheit Preise und Mengen festlegen.

Auf diesem Hintergrund kann nicht überraschen, dass die Geldpolitik in fast allen Ländern zu einem sehr transparenten Bereich staatlichen Wirkens geworden ist. Diese Veränderung ist wohl irreversibel, weil ihre beiden wichtigen Begründungen – die staatspolitische Legitimation und die Massnahmeneffizienz – auch morgen und übermorgen zutreffen werden.

Die Stellung der SNB war seit ihrer Gründung vor bald 100 Jahren gekennzeichnet durch eine im internationalen Vergleich weitgehende Unabhängigkeit. Indessen lag die Kompetenz zur Änderung des Goldgehalts des Frankens, lange Zeit die folgenschwerste geldpolitische Zuständigkeit, beim Bundesrat. Sie ist aber mit dem 1973 erfolgten Übergang zum Floating faktisch obsolet geworden. Die Nationalbank hat ihre Anstrengungen zur Transparenz schon in den 70er Jahren wirksam verstärkt. Und wir waren uns vor gut zwei Jahren bewusst, dass die Abkehr von Geldmengenzielen mit besonderen Kommunikationsanstrengungen zu begleiten war. Aus diesem Grund haben wir quantitativ präzisiert, was wir unter Preisstabilität verstehen und damit begonnen, unsere Einschätzung der Teuerungsperspektiven mit einer Inflationsprognose offen zu legen. Es schien uns überdies sinnvoll, die dabei verwendeten ökonomischen Modelle zur Diskussion zu stellen. Wir wollten und wollen damit möglichst weitgehende Klarheit schaffen über unsere Ziele, unser konzeptionelles Regime und die Art und Weise, wie wir makroökonomische Entwicklungen analysieren und in den politischen Entscheidungsprozess einbeziehen.

Sind wir mit dem Erreichten transparent genug? Gewiss, die Inhalte und Mittel der Kommunikation mit Märkten und Öffentlichkeit zu optimieren, ist und bleibt eine Daueraufgabe. Wir haben vor, im Rahmen eines Projekts auf unserer Website und in Broschürenform einem breiteren Publikum verbesserte und benutzerfreundlichere Informationsmittel über unsere Tätigkeit zur Verfügung zu stellen. Und selbstverständlich sind wir bestrebt, in der laufenden Kommunikationstätigkeit Ergänzungen und Verbesserungen vorzunehmen, wenn immer dies geboten scheint. Dies gesagt, muss

auch klar bleiben, dass Transparenz zu optimieren und nicht zu maximieren ist. Sie muss der geldpolitischen Auftragserfüllung dienen und darf diese nicht behindern. Daran sind beispielsweise jene zu erinnern, die mit Verweis auf Praktiken im Ausland vorwurfsvoll bemängeln, dass wir die Sitzungsprotokolle des Direktoriums nicht zu publizieren pflegen. Ihnen ist zu erwidern, dass wir gesetzesgemäss als dreiköpfige Kollegialbehörde entscheiden. Im Unterschied etwa zum "Monetary Policy Committee" der Bank of England, einem neunköpfigen, aus fünf internen und vier externen Mitgliedern zusammengesetzten Gremium, das nicht nach den Regeln der Kollegialbehörde arbeitet, sondern einem individualistischen Vorgehenskonzept folgt. Eine kleine Kollegialbehörde braucht, um optimal handlungsfähig zu sein, einen von der Öffentlichkeit abgeschirmten Tätigkeitsbereich, in dem ohne politische Rücksichten kritische Einwände vorgebracht und zurückgenommen werden können. Ein solches Gremium ist darauf ausgelegt, um die richtige Entscheidung zu ringen. Dazu gehört die Möglichkeit jedes Mitglieds, in diesem Prozess seine Meinung zu ändern, sich vom besseren Argument überzeugen zu lassen, ohne sich nach allen Seiten rechtfertigen zu müssen. Maximierte Transparenz kann leicht auf Kosten der Entscheidungsqualität gehen. Sie läge nicht im Interesse der Sache.

Inflationsprognose und Zinssteuerung

Ich komme damit zum Themenbereich der Inflationsprognose und der Zinssteuerung. Tatsächlich bildet die Inflationsprognose das Kernstück unseres geldpolitischen Konzepts. Ist die Preisstabilität auf mittlere Frist das vorrangige Ziel, so definiert die prognostizierte Teuerungsentwicklung zu jedem Zeitpunkt den geldpolitischen Handlungsspielraum. Die Prognose veröffentlichen wir jeweils im Juni und im Dezember. Sie bezieht sich auf einen Zeitraum von drei Jahren. Dieser lange Prognosehorizont trägt dem Umstand Rechnung, dass in der Schweiz die Übertragung monetärer Impulse auf das Preisniveau erst etwa nach drei Jahren abgeschlossen ist. Dabei handelt es sich um eine bedingte Prognose, die den mutmasslichen Verlauf der Teuerung unter der Annahme beschreibt, dass der Dreimonatszinssatz während des ganzen Prognosehorizonts unverändert bleibt: Nämlich in der Mitte des zum Prognosezeitpunkt gültigen Zielbandes für den LIBOR. In dieser zinsmässigen Bedingtheit unserer Prognose liegt ein wichtiger Unterschied zu den Vorhersagen der Banken und wissenschaftlicher Institute, die regelmässig Annahmen treffen über mutmassliche künftige Zinsänderungen. Für eine Zentralbank wäre es kontraproduktiv, ihrer veröffentlichten Prognose spätere Zinsschritte explizit zu unterstellen. Das könnte Erwartungen verändern, Preisbewegungen auslösen und in der

Konsequenz den politischen Handlungsspielraum – z.B. die Reaktionsfähigkeit auf einen Schock – verhängnisvoll einengen.

Der Zinspfad ist so festzulegen, dass die erwarteten Inflationsraten tendenziell im durch unsere Stabilitätsdefinition vorgegebenen Bereich von weniger als zwei Prozent liegen. Die Regel ist einfach, ihre Anwendung nicht. Die Krux der Umsetzung liegt in der Allgegenwart von Unsicherheit. Die für den Teuerungstrend und die konjunkturelle Entwicklung relevanten Bestimmungsgründe sind andauernden, oft überraschenden Veränderungen ausgesetzt. In der Umsetzung ist Geldpolitik ein Suchprozess, in dem der Zinspfad laufend so optimiert werden muss, dass das vorgegebene Ziel erreicht wird. Das hat nichts zu tun mit konjunktureller Feinsteuerung, wie sie noch in den 60er und frühen 70er Jahren die stabilitätspolitische Diskussion geprägt und – rückblickend wissen wir das – wiederholt in die Irre geführt hat. Es geht nicht um eine wie immer zu treffende Wahl zwischen den Zielen des realen Wachstums und der Preisstabilität. Vielmehr entspricht es breitem Konsens, dass man mit monetären Massnahmen auf die Dauer kein reales Wachstum erzeugen kann. Aber Geldpolitik kann und muss bei der Festlegung des Zinspfades der konjunkturellen Entwicklung Rechnung tragen. Die meisten Zinsänderungen sind Reaktionen auf sich abzeichnende oder eingetretene Abweichungen der realen Produktion vom langfristigen Trend. Sie sind nicht nur sinnvoll, weil Produktionsschwankungen mit Sozialkosten verbunden sind, sondern unerlässlich, weil andauernde positive oder negative Trendabweichungen das Ziel der Preisstabilität gefährden. Eine auf Preisstabilität ausgerichtete monetäre Politik kann nur erfolgreich sein, wenn sie in den laufenden Zinsentscheiden der konjunkturellen Dynamik Rechnung trägt. Dafür bietet gerade die neueste Vergangenheit eindrücklichen Anschauungsunterricht. Vor rund einem Jahr begann – zuerst in den USA, später in den meisten anderen Ländern – eine Phase ausgeprägt expansiver Politik als Reaktion auf die überraschend kräftige konjunkturelle Verlangsamung. Die Ketten von Zinssenkungen waren und sind Konjunktursteuerung mit monetären Mitteln, welche die Zentralbanken nicht auf Kosten, sondern im Interesse der Preisstabilität implementiert haben. Ziemlich überholt scheint die einstmals engagiert diskutierte Frage, ob Geldpolitik regelgebunden oder diskretionär sein soll. Realistischerweise bedarf sie beider Komponenten: Der Regelbindung in Bezug auf ihre langfristige Verankerung und die Ausgestaltung ihrer Entscheidungsmethodik, der diskretionären Reaktionsbereitschaft in Bezug auf die laufende Optimierung des Zinspfades im Dienste der Zielerreichung.

Unsere mit dem neuen Konzept seit anfangs 2000 betriebene Politik bringt dieses Zusammenspiel zum Ausdruck. Noch im Juni und erneut im Dezember 2000 erwarteten wir inflationäre Beschleunigungen auf vorübergehend mehr als 2 Prozent, und dies bei einem Dreimonats-LIBOR von 3 ½ Prozent. In der Folge sahen wir uns veranlasst, unsere Lagebeurteilung deutlich zu revidieren. Im veränderten aktuellen Umfeld rechnen wir bei auf 1 ¾ Prozent halbiertem Geldmarktzins mit deutlich tieferen Inflationsraten, nämlich 0.9% für 2002, 1.3% für 2003 und 1.5% für 2004. Dies illustriert, dass Inflationsprognosen laufend aktualisiert und revidiert werden müssen. Das hat weniger mit der Struktur der dabei eingesetzten Modelle als mit den Annahmen zu tun, die bei der Verwendung der Modelle zu treffen sind, beispielsweise über den Verlauf des Ölpreises, die internationale Konjunkturentwicklung oder einzelne Wechselkurse. Mit solchen Unsicherheiten müssen wir leben. Umso wichtiger ist es, die laufende Entwicklung offen und kritisch zu analysieren und Zinsentscheidungen zu treffen, wenn sich die Verhältnisse geändert haben. Diese Reaktionsbereitschaft ist gleichzeitig konjunkturell geboten und im Interesse der Preisstabilität unerlässlich.

Im Verlauf der vergangenen Jahre haben mehrere Zentralbanken mit der regelmässigen Publikation von Inflationsprognosen begonnen. Und alle Geldbehörden, die eine eigenständige Geldpolitik betreiben, orientieren sich an einem Preisstabilitäts- oder Inflationsziel. In diesem generellen Sinne betreiben alle Zentralbanken, auch die Nationalbank, eine *Politik des Inflation Targeting*. Indessen verdeckt diese gleichförmige Rhetorik nicht unerhebliche Unterschiede zwischen den gültigen Regimen. Sie haben primär zu tun mit dem Ausmass der verschiedenen Zentralbanken eingeräumten Zielautonomie.

So verfügt beispielsweise die Bank of England, die als Modellfall des Inflation Targeting gilt, über wenig Zielautonomie. Es ist der Schatzkanzler, welcher der Bank das Inflationsziel und den massgeblichem Index vorgibt. An ihm liegt es, diese Vorgabe im jährlichen Budgetprozess zu überprüfen, zu bestätigen oder zu verändern. In dieser Kompetenzordnung wäre es denkbar, dass die Regierung das Inflationsziel mit Blick auf zyklische Erwägungen modifiziert, beispielsweise indem sie es in einem rezessiven Umfeld anhebt.

Im Vergleich dazu geht die Zielautonomie der SNB erheblich weiter. Verfassung und Gesetz geben uns den vagen Auftrag, eine Politik im Gesamtinteresse des Landes zu betreiben. Die Spezifikation vorrangig auf die Preisstabilität und die quantitative Präzisierung vor zwei Jahren erfolgten nicht durch den Gesetzgeber, sondern durch die

Bank. So, wie sich die Meinungsbildung derzeit abschätzen lässt, wird die in die Wege geleitete Revision des Nationalbankgesetzes zu einem Mandat führen, nach dem die SNB Preisstabilität sichern und dabei die konjunkturelle Entwicklung beachten soll. Wir haben in unserer Vernehmlassung eine solche Lösung begrüsst. Sie ist dual und hierarchisch: Vorrangig Preisstabilität, zusätzlich – jedoch in zweiter Priorität – Konjunkturstabilisierung. Diese gesetzliche Präzisierung ist sinnvoll und notwendig. Sie definiert unseren Auftrag grundsätzlich, d.h. *über das Zyklische hinaus*. Die Nationalbank bleibt in wesentlichen Belangen zielautonom, insbesondere in zyklisch schwierigen Entscheidungssituationen, die durch einen Trade-off zwischen Preisstabilität und Wachstum gekennzeichnet sind. Etwa in Bezug auf die Fragen, wie rasch eine inflationäre Fehlentwicklung korrigiert werden soll oder wie zu reagieren ist auf eine starke Erhöhung des Ölpreises, die simultan die Inflation erhöht und die Produktion verlangsamt. Solche ihrer Art nach eher kurzfristig relevante Entscheidungen sollten nicht durch ein den tagespolitischen Zwängen ausgesetztes Organ gefällt werden. In diesem Bereich scheint es ratsam, Zielautonomie bei der Zentralbank zu belassen.

Makroökonomischer Ausblick und aktuelle Politik

Nach diesen mehr auf das Konzeptionelle bezogenen Überlegungen komme ich – im abschliessenden Teil meines Referats – zur Aktualität. Ich beginne mit einigen Ausführungen zur makroökonomischen Entwicklung und wende mich dann der aktuellen Geldpolitik zu.

Konjunktur OECD: Diagnose

In Bezug auf die globale wirtschaftliche Aktivität haben wir eine ereignisreiche Phase hinter uns: eine im Ausmass und in der Intensität unerwartete Abschwächung der Konjunktur im OECD-Raum. Nach einer ungewöhnlich langen Wachstumsphase sind die USA – gemäss offizieller Bestätigung im März des vergangenen Jahres – in eine Rezession eingetreten. Die anhaltende Lethargie Japans hat schon viel früher begonnen und auch Europa hat in den letzten Quartalen an konjunktureller Dynamik verloren. Vor allem die deutsche Wirtschaft, die im zweiten Quartal des vergangenen Jahres stagniert hat und im dritten Quartal eine negative Wachstumsrate verzeichnen musste. Auch die Wirtschaftsräume Südostasiens – arg getroffen vom Kollaps der High-Tech Exporte in die USA – und Lateinamerikas – mit Argentinien als tragischem Krisenherd – leiden unter ausgeprägter konjunktureller Schwäche. Auf der insgesamt trüben Landkarte fallen lediglich Russland und China als konjunkturell positive Flächen auf.

Obwohl marktwirtschaftliche Systeme immer wieder durch konjunkturelle Schwankungen geprägt werden, spielen sich diese keineswegs in mechanistischer Regelmässigkeit ab. Sie sind vielmehr das aggregierte Ergebnis von Schocks, denen wirtschaftliche Akteure ausgesetzt sind und auf die sie reagieren. Daher ist es analytisch zweckmässig, wie jede konjunkturelle Veränderung auch die aktuelle Verlangsamung als einzigartige Episode zu begreifen und zu untersuchen.

Im Blick auf die neueste Erfahrung sticht zweierlei ins Auge. Zum einem frappiert die weitgehende Synchronität, mit der die Abschwächung die Volkswirtschaften erfasst hat. Einen ähnlichen Gleichlauf haben wir letztmals 1973 erlebt. Damals allerdings – im Kontrast zu heute – in einem stark inflationären Umfeld. Diese Synchronität macht den Wirtschaftsraum OECD zum zweckmässigen Rahmen für die Analyse dessen, was vor sich geht und mutmasslich auf uns zukommt. Für die OECD und damit den tragenden Teil weltwirtschaftlicher Aktivität ist der Befund klar: Betrug das reale Wachstum des OECD-BIP in den 80er und 90er Jahren durchschnittlich rund 3% p.a., so registrieren wir bei allem, was wir schon wissen und für die nächste Zukunft abschätzen können, eine Verlangsamung auf rund 1% für das vergangene und das laufende Jahr. Das ist ein im historischen Vergleich starker Einbruch.

Zum andern fällt am gegenwärtigen Abschwung auf, dass sein Ursprung nicht in der Korrektur eines vorrangegangenen monetär ausgelösten Nachfragebooms liegt, sondern auf der Angebotsseite makroökonomischer Aktivität. Das in der Nachkriegsgeschichte mehrfach erlebte Ablaufmuster

- large Geld- und Finanzpolitik
- Nachfrageboom mit Wachstumsbeschleunigung
- Inflationsanstieg
- Inflationsbekämpfung
- Rezession, wenn nicht Stagflation

trifft auf die Aktualität nicht zu. Stattdessen hat die gegenwärtige Abschwächung ihren Ursprung in den nach 1995 ansteigenden, im weiteren Verlauf exzessiven Ertragserwartungen. Allzu optimistische Vorstellungen über den kommerziellen Wert neuer Technologien führten zu einem spektakulären Anstieg der Aktienkurse und zu einem beispiellosen Investitionsboom. Was sich graduell aufbaute, machte im ersten Halbjahr 2000 einer jähen Ernüchterung Platz: Scharfen Korrekturen bei den Aktienbewertungen,

vor allem im Technologiebereich, einem brüskten Abfallen der Investitionstätigkeit und – damit verbunden – einer raschen Verlangsamung der strukturell kapitalgüterlastigen grenzüberschreitenden Handelsaktivität. Im Verlauf dieses Angebotsschocks war der Industriesektor besonders hart betroffen, während die Konsumtätigkeit sich in den meisten Ländern, auch in der Schweiz, als auffällig robust erwies. Sie hat mittlerweile auch an Dynamik verloren, verstärkt noch durch den mit dem Schock vom 11. September verbundenen Vertrauensverlust. Letzterer dürfte aller Wahrscheinlichkeit eine vorübergehende Belastung bleiben. Jedenfalls rechtfertigen verschiedene Indizes zur Konsumentenstimmung diese Einschränkung.

Dieses Ablaufmuster hat in den USA seine markanteste Ausprägung erfahren. Aber daraus zu schliessen, dass die US-Wirtschaft – einer Lokomotive ähnlich – die Welt in eine Rezession gezogen habe und globales Potentialwachstum erst wieder im Schlepptau eines Aufschwungs in den USA zu erwarten sei, ist wohl nicht die ganze Realität. Als Ökonomen sollten wir uns auch und systematischer mit der Analyse von Schocks befassen, welche die nationalen Volkswirtschaften gemeinsam und gleichzeitig treffen. Tatsächlich haben wir in den vergangenen Jahren mehrere dieser gemeinsamen Schocks erlebt: Die Ausschläge des Ölpreises, der Ende 1998 bei 10 USD pro Fass lag, bis Mitte 2000 auf über 35 USD eskalierte und gegenwärtig bei 20 USD liegt, die expansiven Begleitmassnahmen des Milleniumwechsels und deren anschliessende Kompensation und die Konsequenzen der Bildung und des Platzens der Technologie-Bubble, die alle Volkswirtschaften beeinflusst haben, wenn auch mit unterschiedlicher Intensität. Ich glaube, dass dem Konzept gemeinsamer Schocks ein erheblicher makroökonomischer Erklärungswert zukommt, der in den vorwiegend auf nationale Volkswirtschaften fokussierten Konjunkturanalysen im allgemeinen zu wenig Beachtung findet.

Konjunktur OECD: Ausblick

Der konjunkturelle Ausblick für den OECD-Raum ist wie immer mit Unsicherheiten behaftet. Wie lange wird der Trend zur Verlangsamung noch nachhalten und wie rasch wird die Erholung der Aktivität in den Bereich des Potentialwachstums erfolgen? – das sind die entscheidenden Fragen. Erlauben Sie mir dazu drei Bemerkungen.

Erstens dürfte die Investitionstätigkeit noch für etwelche Zeit geschwächt bleiben, auch wenn in der Tat der Lagerabbau in den meisten Ländern stark fortgeschritten ist. Aber der im Zuge der exzessiven Investitionstätigkeit akkumulierte Kapitalüberhang kann nur durch den Unternehmungssektor und muss durch diesen absorbiert werden, und das erfordert

Zeit. In diesem schmerzlichen Korrekturprozess können nachfrageorientierte Anpassungshilfen wie monetäre Stimulierung nicht viel bewirken. Gewiss, die Aktienbörsen haben sich von ihren am 21. September erreichten Tiefstwerten schnell und markant erholt. Sie spiegeln verbreiteten Optimismus. Ob diese rasche Rückkehr der Zuversicht gerechtfertigt ist, wird die nächste Zukunft zeigen.

Zweitens kommt dem weiteren Verlauf der Konsumtätigkeit zentrale Bedeutung zu. Da ist absehbar noch mit etwas Verlangsamung zu rechnen, weil in den meisten Ländern die Arbeitslosigkeit ansteigende Tendenz aufweist. Aber es spricht Vieles für die Konsensmeinung der Ökonomen, dass die absehbare Korrektur nicht scharf ausfallen, aber bis deutlich ins laufende Jahr hinein andauern wird.

Diese relative Zuversicht gründet – drittens – in zwei Rahmenbedingungen der globalen Konjunktur, die positiv sind. Einerseits in der sehr moderaten Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise, die sich überall günstig auf Kosten und Realeinkommen auswirken. Andererseits in der in den meisten Ländern vor rund einem Jahr begonnenen, kraftvollen monetären Stimulierung. Angeführt durch das Federal Reserve haben seit anfangs letzten Jahres alle Zentralbanken Zinssenkungen vorgenommen: die Europäische Zentralbank und die SNB vier, die Bank of England 7 und das Federal Reserve gar 11 an der Zahl. Auch wenn die Zinssenkung bei den mittleren und längeren Sätzen viel geringer ausgefallen ist, sollte sich diese monetäre Korrektur sukzessive nachfrageunterstützend auswirken.

Die geldpolitische Kehrtwende ist weitherum begrüßt worden, was indessen bei Zinssenkungen den Normalfall darstellt. Aber es hat auch kritische Stimmen gegeben, die blinden Aktivismus und für die Zukunft erhöhte Inflationsrisiken diagnostiziert haben. Ich halte den Einwand des blinden Aktivismus für wenig stichhaltig. Natürlich sind reihenweise Zinssenkungen ein ungewöhnliches geldpolitisches Muster. Aber sie sind das Ergebnis des Bestrebens, den Zinspfad zu jedem Zeitpunkt optimal zu gestalten: Optimal und zeitgerecht in Bezug auf eine Konjunkturbeurteilung, die im Verlauf des letzten Jahres mehrfach nach unten zu revidieren war. Oder wie es ein Kommentator formuliert hat: Da sind Blinde nicht in einer einmaligen Erleuchtung, sondern erst in mehreren Etappen sehend geworden und haben bei jedem Etappenpunkt ihr Visier aktualisiert. Dagegen ist klar, dass der hohen Reaktionsbereitschaft im Abwärtsgang der Wille entsprechen muss, die Zinssätze nach oben zu korrigieren, wenn sich die Indikationen einer globalen konjunkturellen Tendenzwende glaubhaft verdichten. Andernfalls wären die Aussichten für

anhaltende Preisstabilität und eine nachhaltige Sicherung des Potentialwachstums bald in Gefahr.

Ausblick für die Schweiz

Die schweizerische Konjunktorentwicklung folgt in den grundlegenden Zügen dem für die OECD beschriebenen Verlauf. Im Vorjahresvergleich hat sich unser reales Wachstum von 3.4% im ersten Quartal 2000 sukzessive auf 2% im zweiten und auf nur noch 0.8% im dritten Quartal des letzten Jahres zurückgebildet. Die Verlangsamung war geprägt durch empfindliche Rückschläge bei den Ausrüstungsinvestitionen und den Exporten. Diese beiden Komponenten verzeichneten im zweiten Quartal des Jahres 2000 noch zweistellige Zuwächse. Im dritten Quartal des letzten Jahres waren sie rückläufig: im Vorjahresvergleich fielen die Ausrüstungsinvestitionen um 3.4 und die Exporte um 3.7%. Der Konsum hat auch in der Schweiz den Härtesten bislang eindrücklich bestanden. Er hat in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres unbeirrt um jeweils 2.4% zugenommen.

Die vorlaufenden Indikatoren, insbesondere auch das Konjunkturbarometer der KOF, signalisieren eine noch bis in die Mitte des laufenden Jahres anhaltende Schwächephase. In ihrem Verlauf dürfte sich auch das Wachstum des Konsums etwas abschwächen. Aber diese Rückschläge sollten moderat bleiben. Gewiss, auch hierzulande hat sich die Konsumentenstimmung abgeschwächt, aber der Detailhandel berichtet über einen erfreulichen Verlauf des Weihnachtsgeschäfts. Und die Entwicklung der Haushaltseinkommen zeigt ins laufende Jahr hinein einen recht günstigen Verlauf. Wichtiger als diese Aspekte sind indessen die Perspektiven für den Arbeitsmarkt. Sie haben sich in einzelnen Sektoren auch etwas eingetrübt, aber die Korrektur sollte insgesamt in verhältnismässig engen Grenzen bleiben, wenn die Mehrheitsmeinung der Ökonomen zutrifft, dass sich die internationale Konjunktur im Verlauf der zweiten Jahreshälfte wieder beschleunigen wird.

Geldpolitisch haben wir schon letzten März auf die sich verdichtenden Zeichen der Abschwächung reagiert und das Zinsband um 25 Basispunkte zurückgenommen. Dieser Korrektur folgten im September kurz nacheinander zwei weitere Zinssenkungen um jeweils 50 Basispunkte. Und am 7. Dezember senkten wir das Zinsband nochmals auf das aktuelle Niveau von 1¼ bis 2¼ Prozent.

Zu diesem Zinspfad sind vor allem zwei Bemerkungen am Platz. Erstens waren und sind wir der Überzeugung, dass die Inflationsrisiken für die Schweizer Wirtschaft gering sind.

Umgekehrt schätzen wir die Risiken einer deflationären Entwicklung ebenfalls als sehr klein ein. Gewiss ist nicht auszuschliessen, dass uns der mit der letzten Revision deutlich volatiler gewordene Preisindex vorübergehend negative Teuerungsraten anzeigen wird. Das hat vor allem mit dem Basiseffekt zu tun. Insbesondere in den Frühlingsmonaten wird er zu reduzierten Jahresteuerraten beitragen. Eine deflatorische Phase im Sinne eines Abwärtstrends des Preisniveaus schliessen wir indessen aus.

Wir waren bestrebt und werden dies weiterhin sein, im Rahmen unseres Stabilitätsauftrags auf die schwieriger gewordenen Konjunkturverhältnisse zu reagieren. Dazu gehört auch die Sorge um die Wechselkursentwicklung. Aus diesem Grund haben wir im September mit einer zweiten Zinssenkung auf den unerwünschten Aufwertungsstrend des Frankens reagiert, wie er sich als unmittelbare Folge erhöhter Risikoaversion eingestellt, mittlerweile aber wieder etwas korrigiert hat. Und auch für die gegen Jahresende vorgenommene weitere Zinssenkung spielten Wechselkursabwägungen mit eine Rolle. Wir sind uns bewusst, dass die Wechselkursentwicklung für die schweizerische Konjunktur einen sehr wichtigen Risikofaktor darstellt.

An unserer am 7. Dezember präsentierten Inflationsprognose hat sich zwischenzeitlich nichts geändert. Wir erwarten unter der Annahme des aktuellen Zinsniveaus für den LIBOR eine Teuerung für das begonnene Jahr von etwa einem Prozent und einen leichten Teuerungsanstieg auf etwa 1.5% in den beiden folgenden Jahren. Unser reales Wachstum, das gegenwärtig nahe beim Nullpunkt liegen dürfte, sollte sich in der zweiten Jahreshälfte wieder in die Richtung des Potentials von rund 2% bewegen. Das ergäbe für das laufende Jahr ein BIP-Wachstum von rund einem Prozent. Wir sind uns indessen der Unsicherheiten bewusst, welche dieser Prognose anhaften. Es kann besser, aber auch schlechter kommen. Ob ein nächster Zinsschritt nach oben oder nochmals nach unten erforderlich sein wird, wird von der weiteren konjunkturellen Entwicklung und ihren mutmasslichen Folgen für die Preisstabilität abhängig sein.

Zum Schluss noch eine Bemerkung zur Einführung des Euro-Bargelds. Makroökonomisch ist dieses Ereignis ein Non-event. Der Euro ist seit dem 1.1.99 da; wir kennen ihn und haben mit ihm zu leben gelernt. In einem lange Zeit ruhigen Nebeneinander, das erst in der durch den Schock von 11. September ausgelösten Welle von Risikoaversion unterbrochen wurde. Diese Erschütterung hatte indessen mit der Existenz des Euro nichts zu tun; sie wäre aller Erfahrung nach auch im Nebeneinander mit der DM nicht ausgeblieben. Dagegen wird die Verfügbarkeit von Euro-Bargeld im täglichen Zahlungsverkehr auch innerhalb unserer Grenzen Spuren hinterlassen. Es wird absehbar

mehr Transaktionen gegen Euros geben als vorher gegen die Vorgängerwährungen. Damit dürften zusätzliche Akteure – positiv und negativ – von Wechselkursbewegungen betroffen sein. Aber dieser Effekt wird in engen Grenzen und beschränkt auf einzelne Sektoren bleiben. Er wird bei weitem nicht jenes Ausmass erreichen, das für die geldpolitische Steuerung eine substantielle Behinderung darstellen könnte.