

Ist eine Notenbank für Überraschungen gut?

Referat von

Dr. Jean-Pierre Roth

Präsident des Direktoriums der

Schweizerischen Nationalbank

Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft

Basel

Montag, 25. März 2002

Einleitung

Sehr geehrte Damen und Herren

Ich freue mich sehr, heute hier in Basel über ein geldpolitisches Thema sprechen zu dürfen. Schliesslich ist Basel die Hauptstadt der Zentralbanken, in der sich die Notenbankgouverneure vieler Länder regelmässig in aller Diskretion treffen. Um die Frage der Diskretion geht es auch in meinem Referat: Sollen Notenbanken überhaupt im Geheimen operieren, den Markt mit unerwarteten Massnahmen überraschen? Sind Notenbanken mit anderen Worten für Überraschungen gut? Ist, konkreter gefragt, die Schweizerische Nationalbank für Überraschungen gut?

Ich möchte Ihnen heute abend erläutern, wieso Überraschungen in der Geldpolitik nicht unbedingt als etwas Positives zu beurteilen sind. Ich werde dafür plädieren, dass eine Notenbank ihre Geldpolitik möglichst transparent gestaltet. Transparenz bewirkt, dass die Öffentlichkeit und die Finanzmärkte die Massnahmen der Notenbank zum grössten Teil antizipieren und Überraschungen daher nur noch selten vorkommen. Sogleich muss ich aber betonen, was dies nicht bedeutet: Überraschungen sollen nicht dadurch vermieden werden, dass sich die Notenbank sklavisch den Erwartungen des Marktes beugt. Im Gegenteil: Eine Notenbank beeinflusst die Märkte im Idealfall so, dass die resultierenden Markterwartungen mit ihren eigenen geldpolitischen Absichten so weit als möglich übereinstimmen.

Mein Bekenntnis zur Transparenz mag sie vielleicht etwas erstaunen. Früher umgaben sich Notenbanken oft mit einer geheimnisvollen Aura. Transparenz war mancherorts ein Fremdwort. Oft herrschte die Meinung vor, Geldpolitik müsse unbemerkt und unerwartet agieren, um effizient zu sein. Ein bekanntes populärwissenschaftliches Buch aus den 80er Jahren über die amerikanische Geldpolitik z.B. trug den Titel «Secrets of the Temple», also «Geheimnisse des Tempels». Sehr oft wurden wichtige Entscheidungen übers Wochenende hinter verschlossenen Türen vorbereitet und kamen am Sonntagabend wie ein Donnerschlag. Diese Einstellung hat sich in den vergangenen zwanzig Jahren stark verändert. Die Notenbanken mögen vielen immer noch als Tempel erscheinen, sie pflegen aber eine aktive Kommunikationsstrategie. Der Trend in Richtung Transparenz ist unumkehrbar geworden.

Bevor ich Ihnen erkläre, wieso wir in diese Richtung gegangen sind, möchte ich aber noch den Begriff der «Transparenz» näher definieren. Was heisst «Transparenz» in Bezug auf eine Notenbank und ihre Politik? Hinsichtlich welcher Aspekte sollen oder können

Währungsbehörden überhaupt transparent agieren? Und welches sind die Grenzen der Transparenz? Eine Notenbank soll insbesondere auf zwei Gebieten Informationen über ihre Strategie bereitstellen. Dabei handelt es sich erstens um das langfristige Ziel der Geldpolitik und zweitens um die Methoden, mit welchen dieses Ziel erreicht werden soll. Transparenz bedeutet, Ziele und Methoden klar zu kommunizieren. Unter Methoden verstehe ich das geldpolitische Konzept und dessen Umsetzung in die Praxis.

Welches sind denn die Gründe, die für Transparenz und damit gegen willentliche Überraschungen in der Geldpolitik sprechen? Dieser Frage werde ich zuerst nachgehen, bevor ich dann auf unsere Erfahrungen mit der Implementierung des Prinzips der Transparenz in der Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank eingehe. Schliesslich will ich zeigen, dass vollständige Transparenz manchmal auch kontraproduktiv sein kann, so erwünscht eine möglichst breite Information der Öffentlichkeit im Allgemeinen auch sein mag. Transparenz stösst nämlich dort an ihre Grenzen, wo sie die Effizienz der Geldpolitik nicht mehr fördern kann.

Es sind zunächst zwei Gründe, die für Transparenz und damit gegen Überraschungen in der Geldpolitik sprechen: Transparenz verstärkt die Wirkung der Geldpolitik, und Transparenz schützt die Unabhängigkeit der Notenbank.

Erster Grund: Transparenz verstärkt die Wirkung der Geldpolitik

Warum verstärkt eine transparente geldpolitische Strategie die Wirkung der Geldpolitik?

Im heutigen Umfeld von breiten und kompetitiven Finanzmärkten hat eine Notenbank nur beschränkte Einflussmöglichkeiten auf die Wirtschaft. In der Tat ist sie nur in der Lage, die ganz kurzfristigen Zinssätze direkt zu beeinflussen. Technisch gesehen geschieht dies in der Schweiz dadurch, dass die Nationalbank mit den Banken Repo-Geschäfte abschliesst. Für die Fristigkeiten dieser Repo-Geschäfte, welche meistens unter einem Monat liegen, kann die Nationalbank den Zinssatz unmittelbar selbst bestimmen.

Die Wirkung der Geldpolitik auf das wirtschaftliche Geschehen erfolgt jedoch nur in geringem Masse über die kurzfristigen Zinsen. Der Haupteffekt der Geldpolitik erfolgt über die langfristigen Zinsen und das Preis- und Lohnsetzungsverhalten der Individuen. Diese beiden Faktoren hängen wiederum von den Inflationserwartungen ab. Geldpolitik wirkt also hauptsächlich über die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer.

Die kurzfristigen Zinsen, insbesondere Veränderungen der kurzfristigen Zinsen durch die Notenbank, geben den wirtschaftlichen Akteuren wichtige Hinweise auf die künftige

Ausrichtung der Geldpolitik und beeinflussen daher die Inflationserwartungen in hohem Masse. Hier liegt das Bindeglied zwischen Geldpolitik und Wirtschaftsgeschehen. Es ist deshalb von zentraler Bedeutung, dass die Veränderungen der kurzfristigen Zinsen von den Marktteilnehmern richtig interpretiert werden. Dies ist nur möglich, wenn ausreichende Informationen der Notenbank vorliegen – wenn, mit anderen Worten, Transparenz herrscht.

Wie genau erhöht nun eine transparente Strategie die Wirkung der Geldpolitik?

- Als erstes beschleunigt Transparenz die Wirkung der Geldpolitik. Sie erlaubt es der Notenbank, die Erwartungen der Marktteilnehmer schneller und genauer zu beeinflussen. Transparenz verbessert das Wissen der Marktteilnehmer über die Ziele und Methoden der Notenbank und erleichtert somit die Einordnung des geldpolitischen Handelns. Dadurch gewinnt die Geldpolitik an Berechenbarkeit und die Marktteilnehmer können ihre eigenen Erwartungen schneller und genauer mit den Erwartungen und Absichten der Notenbank in Einklang bringen. Transparenz führt sogar dazu, dass die Finanzmärkte der Notenbank einen grossen Teil der Arbeit abnehmen. Deuten die Währungsbehörden nur schon an, dass sie Bedenken bezüglich der Preisstabilität hegen und daher in Zukunft die Zinsen erhöhen könnten, steigen allein aufgrund dieser Erwartungen sogleich die langfristigen Zinsen. Damit wird – ganz im Sinne der Notenbank – das monetäre Umfeld restriktiver, wohlgemerkt, ohne dass die kurzfristigen Zinsen verändert wurden. Transparenz ermöglicht es der Notenbank, mit und nicht gegen die Märkte zu arbeiten. Diese Zusammenarbeit erleichtert beiden Seiten das Leben. Transparenz führt somit auch automatisch dazu, dass sich die Einschätzungen des Marktes und der Notenbank weitgehend decken. Dadurch werden die meisten Überraschungen vermieden. Nochmals möchte ich betonen: Überraschungen werden vermieden, nicht weil die Notenbank die Erwartungen des Marktes als Wegweiser betrachtet, sondern weil die Märkte die Aktionen der Notenbank richtig verstehen und sich entsprechend positionieren.
- Transparenz führt – zweitens – nicht nur zu einer rascheren und präziseren Transmission geldpolitischer Impulse, sondern auch zu mehr Stabilität und weniger Volatilität in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten. Wenn Ziele und Methoden einer Notenbank offen und verständlich sind, werden Missverständnisse vermieden und Unsicherheiten abgebaut. Dies ist deshalb wichtig, weil die Wirtschaft und die Finanzmärkte stets kleineren und grösseren Schocks ausgesetzt sind. Transparenz erlaubt es den Märkten, die Reaktionen der Notenbank auf solche Schocks zu

antizipieren. Überraschungen und die damit verbundene Volatilität können dadurch minimiert werden. Transparenz erlaubt es den Märkten, den Kompass nicht zu verlieren.

- Als dritten Vorteil sehe ich die Flexibilität, die eine Notenbank durch eine transparente und glaubwürdige Politik gewinnt. Sie besteht darin, dass eine Notenbank bei Vorliegen besonderer Gründe von den Erwartungen der Märkte kurzfristig auch einmal abweichen kann, ohne sogleich grosse Marktturbulenzen auszulösen. Die Märkte wissen, dass eine solche Abweichung nur vorübergehend ist, und dass die langfristigen Ziele der Geldpolitik damit nicht in Frage gestellt werden. Man muss aber betonen, dass der Freiheitsgrad der Währungsbehörden in dieser Hinsicht nicht überschätzt werden sollte. Abweichungen von der längerfristigen Strategie enthalten immer ein gewisses Gefahrenpotential.

Sämtliche Überraschungen, das ist eine Selbstverständlichkeit, lassen sich natürlich auch mit grösster Transparenz nicht vermeiden. Die Erwartungen des Marktes über künftige Entwicklungen können unterschiedlich sein. Kleinere Überraschungen sind somit für einen Teil des Marktes immer möglich. Wichtig ist aber letztlich, dass mit einer transparenten Geldpolitik die ganz grossen Überraschungen – die Fehlbeurteilungen – weitgehend vermieden werden können. Es sollte beispielsweise im Normalfall nicht vorkommen, dass sich im Vorfeld einer Zinsentscheidung die Markterwartungen um einen halben oder einen ganzen Prozentpunkt vom tatsächlichen Beschluss unterscheiden.

Zweiter Grund: Transparenz schützt die Unabhängigkeit der Notenbank

Der zweite Grund für Transparenz ist politischer Natur. Weltweit sind viele Notenbanken in den vergangenen Jahren von der Regierung in die Unabhängigkeit entlassen worden. Unabhängigkeit in einem demokratischen System verpflichtet zur Rechenschaftsablage gegenüber der Gesellschaft. Dadurch soll Willkür vermieden werden. Die Rechenschaftsablage ist somit das Pendant zur Unabhängigkeit geworden. Rechenschaft kann von einer Notenbank nur glaubwürdig abgelegt werden, wenn die Angelegenheit, über welche orientiert werden muss, auch genügend transparent ist.

Noch bis vor einigen Jahren war die Unabhängigkeit der Notenbank eher die Ausnahme als die Regel. Geldpolitik wurde in den meisten Staaten entweder direkt von der Regierung betrieben oder der Notenbank von der Regierung vorgeschrieben. Zwischen der Notenbank und der Öffentlichkeit stand also immer die Regierung. Damit erübrigte sich

auch die Pflicht der Notenbank zur Rechenschaftsablage und Transparenz. Die Abhängigkeit einer Notenbank von der Regierung und damit vom täglichen politischen Geschehen hat sich jedoch nicht bewährt. Der Grund liegt darin, dass der Zielhorizont der Tagespolitik sehr viel kürzer ist als der Zielhorizont einer auf Preisstabilität angelegten Geldpolitik. Kurzfristig motivierte politische Einflussnahme ist nicht kompatibel mit dem langfristigen Ziel der Preisstabilität. Zudem setzte sich in den 70er und 80er Jahren die Erkenntnis durch, dass mit einer inflationären Geldpolitik die Arbeitslosigkeit langfristig nicht gesenkt und das Wirtschaftswachstum langfristig nicht erhöht werden kann. Im Gegenteil: hohe Inflationsraten verursachen vielerlei volkswirtschaftliche Kosten und sollten deshalb vermieden werden. Diese theoretischen und empirischen Einsichten haben dazu geführt, dass in den vergangenen zehn bis zwanzig Jahren weltweit vielen Notenbanken die Unabhängigkeit gewährt wurde. Unabhängigkeit erhöht die Glaubwürdigkeit einer Notenbank und führt dazu, dass das Ziel der Preisstabilität besser erreicht werden kann.

In der Schweiz ist die Unabhängigkeit der Nationalbank in der Bundesverfassung (Art. 99 Abs. 2 BV) verankert. Dies bedeutet, dass sie als verfassungsmässiges Prinzip von Gesetzgebung und Regierung zu beachten ist.

Rechenschaft ablegen heisst, das eigene Vorgehen erklären und Verantwortung dafür übernehmen. Ein wichtiges Element dabei besteht in der Bereitstellung der notwendigen Information. Ohne Einblick in die Strategie und Umsetzung der Geldpolitik sind die Aktionen der Notenbank für die Öffentlichkeit nicht nachvollziehbar. Demzufolge kann auch nicht wirksam Rechenschaft abgelegt werden. Wird keine Rechenschaft abgelegt, gefährdet die Notenbank ihre Glaubwürdigkeit und ihre Unabhängigkeit. Transparenz dient deshalb auch als Mittel zur Wahrung der Unabhängigkeit. Die Schweizerische Nationalbank legt seit jeher der Öffentlichkeit in Form eines Jahresberichts Rechenschaft ab und gehörte zu den ersten Notenbanken, die regelmässig an Medienkonferenzen über ihre geldpolitischen Absichten informierten. Gegenüber dem Bund findet die Rechenschaftsablage in Gesprächen mit dem Bundesrat und in Präsentationen vor parlamentarischen Kommissionen statt. Im neuen Nationalbankgesetz sollen periodische Anhörungen bei den zuständigen Kommissionen der Bundesversammlung explizit verankert werden.

Was beinhaltet Transparenz?

Auf welche Bereiche soll sich die Transparenz in der Geldpolitik konkret erstrecken? Ich sprach zu Beginn davon, dass Transparenz zwei Gebiete abdecken soll: Das Ziel der Geldpolitik und die Methoden, mit denen dieses Ziel erreicht werden soll. Welches sind nun die Ziele und Methoden der Nationalbank, und wie versuchen wir, diese Ziele und Methoden transparent zu machen?

Transparenz bezüglich der Ziele

Gemäss Artikel 99 der Bundesverfassung soll die Nationalbank eine Geld- und Währungspolitik führen, welche dem Gesamtinteresse des Landes dient. Der Entwurf für ein neues Nationalbankgesetz enthält eine explizite Zielvorgabe für die Geld- und Währungspolitik: «Sie (die Nationalbank) gewährleistet die Preisstabilität. Dabei beachtet sie die konjunkturelle Entwicklung».

Das langfristige Ziel der Nationalbank ist also die Preisstabilität. Sofern dieses Ziel nicht gefährdet wird, nimmt die Nationalbank Rücksicht auf die Konjunktur. Dabei besteht zwischen diesen beiden Elementen, dem langfristigen Ziel der Preisstabilität und der Berücksichtigung der Konjunktur, kein grundsätzlicher Widerspruch. Im Gegenteil: geldpolitische Aktionen zur Sicherung der Preisstabilität haben mittelfristig eine dämpfende Wirkung auf Konjunkturbewegungen. Befindet sich die Wirtschaft z.B. in einer Rezession, führt dies zum Rückgang des Teuerungsdrucks, was eine expansivere Geldpolitik mit tieferen Zinsen erlaubt und die Wirtschaftsaktivität fördert.

Ein gewisses Problem besteht jedoch darin, dass die Geldpolitik erst mit Verzögerungen auf die Wirtschaft wirkt. Zudem wirkt die Geldpolitik rascher auf das Wirtschaftswachstum als auf die Inflation. Sie beeinflusst das Wirtschaftswachstum bereits nach einigen Monaten oder wenigen Quartalen, wirkt aber erst nach mehreren Quartalen oder sogar Jahren auf die Inflation. Diese Wirkungsverzögerung macht es schwierig, Konjunkturschwankungen zu dämpfen, da auch eine Notenbank keine perfekte Voraussicht über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung hat. Ein geldpolitisches finetuning, also der Versuch der vollständigen Glättung der Konjunktur, läuft deshalb immer Gefahr, die Situation falsch einzuschätzen und dadurch im Endeffekt die Konjunkturschwankungen zu vergrössern, anstatt sie zu glätten. Die weltweiten geldpolitischen Erfahrungen mit einem solchen finetuning ermahnen uns zur Vorsicht und Bescheidenheit. Die Nationalbank kann nur grosse und längerfristige Abweichungen vom

Gleichgewicht berücksichtigen, ein kurzfristiges finetuning mittels geldpolitischem Aktivismus ist nicht sinnvoll.

«Preisstabilität» ist ein relativ weiter Begriff. Eine Quantifizierung trägt viel zur Erhöhung der Transparenz bei. Daher haben wir in unserem Konzept explizit festgehalten, was wir unter Preisstabilität verstehen: eine Inflationsrate, gemessen am Landesindex der Konsumentenpreise, von weniger als 2% pro Jahr. Diese Umschreibung deckt sich übrigens auch mit der Definition von Preisstabilität der Europäischen Zentralbank. Die Quantifizierung der Preisstabilität ist keine Selbstverständlichkeit: Das amerikanische Zentralbankensystem, das Federal Reserve System, kennt keine quantitative Definition der Preisstabilität. Es wird jedoch auch in den USA von Zeit zu Zeit diskutiert, ob eine derartige Präzisierung nicht vorteilhaft wäre.

Die Präzisierung des Begriffs der Preisstabilität leistet meiner Meinung nach einen grossen Beitrag zur Transparenz. Durch diese Quantifizierung wird langfristig eine grosse Unsicherheit abgebaut, nämlich die Unsicherheit über den realen, d.h. kaufkraftbereinigten Wert nominaler Geldbeträge in der Zukunft. Dies erlaubt es, langfristige Verträge einzugehen, ohne das Risiko zu tragen, dass die Summen, auf welche die Verträge lauten, in der Zukunft einen ganz anderen realen Wert haben werden, als dies bei Vertragsabschluss vorgesehen war. Dieses Argument klingt vielleicht etwas weit hergeholt, ich kann ihnen aber versichern, dass es in der Realität sehr wichtig ist. Lassen Sie mich dies anhand einer Sparversicherung oder einer Rentenversicherung erklären. Bei solchen Versicherungen handelt es sich grundsätzlich (d.h. sieht man von Überschussanteilen ab) um Verträge über nominale Werte. Sie bezahlen Prämien und erhalten sehr viel später zu ihrem Pensionszeitpunkt einmalig oder als Rente eine festgelegte Summe. Wenn man nun davon ausgehen kann, dass die Inflation bis dahin immer im Bereich von 0 bis 2 Prozent liegt, schränkt dies die mögliche Bandbreite des realen kaufkraftbereinigten Wertes der Auszahlung schon sehr stark ein. Sie können also relativ sicher sein, dass die Auszahlung der Versicherung auch zum Pensionszeitpunkt noch einen bestimmten Wert aufweist. Bei der Aufnahme einer Hypothek handelt es sich um einen ähnlichen Fall. Auch hier gehen Sie mit der Bank einen langfristigen Vertrag über die Rückzahlung eines nominalen Betrags ein. Die Sicherheit über die zukünftige Preisentwicklung fördert im Rahmen der erwähnten Beispiele, aber auch ganz allgemein, die langfristige Sparneigung. Dadurch kann mehr investiert werden, was wiederum langfristig das Wirtschaftswachstum fördert. Eine quantitative Definition der Preisstabilität ist aus dieser langfristigen Sicht sehr wichtig.

Das Ziel der Nationalbank ist also die Preisstabilität. Neben dem Einfluss auf die Preise hat die Geldpolitik kurzfristig jedoch auch Einfluss auf andere Variablen, insbesondere natürlich den Wechselkurs. Oft werden wir mit der Forderung konfrontiert, den Wechselkurs stärker zu gewichten und ihn sozusagen neben der Preisstabilität als zweite Variable in den Zielkatalog aufzunehmen. Dabei wird übersehen, dass die Geldpolitik mit dem einen Instrument, über welches sie verfügt, nämlich der Zinssteuerung, nicht verschiedene Ziele, sondern nur genau ein Ziel verfolgen kann. Der Wechselkurs (langfristig müsste man vom realen Wechselkurs sprechen) ist eine endogen bestimmte Grösse, welche von einer Notenbank nicht dauerhaft beeinflusst werden kann, im Gegensatz zum Preisniveau. Das Endziel einer Notenbank kann somit nicht der reale Wechselkurs – oder die Wettbewerbsfähigkeit – sein. Ein solches Ziel wäre nicht glaubwürdig.

Das heisst aber nicht, dass der Wechselkurs nicht in die Beurteilung der Nationalbank mit einbezogen wird. Der Wechselkurs übt einen starken Einfluss auf die Inflationsrate aus, erstens über die Preise der Importgüter, welche direkt die Inflationsrate beeinflussen, und zweitens über die Entwicklung der Exporte, welche die Inflationsrate über die Wirtschaftsaktivität im Inland beeinflussen. Steigt z.B. der Wert des Schweizer Frankens, führt dies zu einer Verbilligung der Importgüter. Ferner schwächen sich die Exporte ab, was zu einer verringerten Wirtschaftsaktivität im Inland und damit ebenfalls zu einem geringeren Preisdruck führt. Diese beiden teuerungsdämpfenden Effekte erlauben es der Nationalbank, nach einer Verstärkung des Frankens ihre Politik expansiver zu gestalten, was zur Beruhigung der Lage und zu weniger restriktiven Rahmenbedingungen führt.

Die Tendenz zur Aufwertung des Frankens schafft für unsere Exportwirtschaft Anpassungsprobleme. Es ist indessen nicht primär die langfristige tendenzielle Aufwertung des Frankens, die der Exportwirtschaft zu schaffen macht, sondern die zeitweise hohe Volatilität des Wechselkurses, also die Aufwertungsschübe innert kurzer Zeit, wie wir sie Mitte der 90er Jahre oder auch in etwas geringerem Ausmass im letzten Herbst erlebten. Solche raschen Bewegungen des Frankens betrachten wir mit grosser Sorge und sind auch bereit, mit den notwendigen Zinsentscheidungen darauf zu reagieren. Ich möchte Sie daran erinnern, dass die Nationalbank nach den Ereignissen vom 11. September letzten Jahres ihr Zielband für den Dreimonatszins innerhalb weniger Tage um einen ganzen Prozentpunkt und im Dezember nochmals um einen halben Prozentpunkt senkte. Diese Reaktion war keine Abweichung von unserem Ziel, die Preisstabilität zu gewährleisten. Sie war vor allem deshalb angebracht, weil sich durch die Aufwertung des Frankens der zu

erwartende Teuerungsdruck stark abgeschwächt hatte. Ein anderes Verhalten wäre mit unserer angekündigten Strategie nicht zu vereinbaren gewesen. Es hätte Zweifel über unsere Motive hervorgerufen und die Märkte beunruhigt. Transparenz zwingt zur Kohärenz, was stabilisierend wirkt.

Transparenz bezüglich der Methoden

Neben den Zielen der Geldpolitik sollten auch Konzept und Methoden zur Umsetzung – ich habe es erwähnt – so transparent wie möglich gestaltet werden.

Das geldpolitische Konzept ist nichts anderes als ein Plan oder ein Programm, um die Ziele der Geldpolitik zu erreichen. Welche geldpolitischen Konzepte sind überhaupt möglich? Ein sehr einfaches Konzept wäre z.B. die Anbindung des Wechselkurses an eine Leitwährung. Ein weiteres ähnliches Konzept ist ein currency board, d.h. eine Anbindung an eine Ankerwährung und die hundertprozentige Deckung der zirkulierenden Geldmenge durch Aktiven, die auf die Ankerwährung lauten. Diese beiden Konzepte sind einfach und transparent. In einem System flexibler Wechselkurse werden die geldpolitischen Konzepte komplizierter, und die Transparenz ist nicht mehr automatisch gesichert. Ein Konzept, das unter diesen Gegebenheiten realisiert wurde, ist die Geldmengensteuerung. Sie wurde von der Nationalbank von 1974 bis 1999 angewandt. Die Nationalbank machte sich die Tatsache zu Nutze, dass Geldmenge und Preisentwicklung lange Zeit eng miteinander korreliert waren. Durch ein Wachstumsziel für die Notenbankgeldmenge versuchte man, die Preisentwicklung zu stabilisieren. Im Laufe der 90er Jahre ging die Korrelation zwischen der Geldmenge und der Entwicklung der Preise jedoch zurück. Schwierigkeiten bei der Erreichung der Geldmengenwachstumsziele beeinträchtigten die Glaubwürdigkeit dieses Konzepts und letztlich seine Transparenz. Eine Korrektur wurde notwendig.

Das geldpolitische Konzept der SNB beruht heute auf drei Elementen. Jedes Element trägt zur Transparenz unseres Handelns bei:

- Das erste Element ist die erwähnte Definition der Preisstabilität.
- Das zweite Element ist die Abstützung der geldpolitischen Entscheidungen, d.h. der Zinsentscheidungen, auf eine mittelfristige Inflationsprognose. Hier eröffnet sich ein weites Feld für Transparenz. Die Nationalbank verwendet eine Vielzahl von Modellen und Indikatoren, um die Wirtschaft der Schweiz abzubilden und das zukünftige Wirtschaftsgeschehen zu prognostizieren. Informationen über die verwendeten Modelle sind von Vorteil, weil sie den Märkten erlauben, die möglichen Aktionen und

Reaktionen der Nationalbank besser zu antizipieren. Im Bereich der verwendeten Methoden bemüht sich die Nationalbank um ein Höchstmass an Transparenz. Sie veröffentlicht zur Zeit in ihren Quartalsheften eine ganze Reihe von Artikeln zu den Modellen, die für die Inflationsprognose herangezogen werden. Die Inflationsprognose dient nicht nur zur Abstützung der Zinsentscheidungen, sondern wird halbjährlich publiziert und dient als konzentrierte Zusammenfassung der Einschätzung der aktuellen Lage durch die Nationalbank. Sie wird durch einen vierteljährlichen Bericht ergänzt, in welchem die geldpolitischen Beschlüsse erläutert werden. Eine weitere wichtige Quelle, durch welche die Nationalbank den Märkten ihre Sicht der Dinge vermitteln kann, sind öffentliche Auftritte und Interviews in den Medien.

- Das dritte Element des geldpolitischen Konzepts besteht im Zielband für den gewählten Referenzzinssatz, den Dreimonate-Libor (London interbank offered rate). Dieses Zielband ist einen Prozentpunkt breit. An der geldpolitischen Lagebeurteilung von letzter Woche wurde beschlossen, das Zielband unverändert zu belassen. Es liegt somit seit Dezember bei 1,25% – 2,25%. Verschiebungen dieses Zielbandes drücken jeweils eine Änderung in der Geldpolitik aus. Die Nationalbank steuert den Dreimonatszins durch Repo-Geschäfte, welche sie mit den Banken abschliesst. Sie kann den Dreimonatszins senken, indem sie den Banken mittels Repo-Geschäften vermehrt Liquidität zuführt, oder sie kann durch eine Verknappung der Liquiditätsversorgung bzw. eine Erhöhung der Repo-Sätze einen Zinsanstieg bewirken. Dank der Einführung der Repo-Geschäfte ist die Umsetzung unserer Politik für die Märkte deutlich transparenter geworden.

Gibt es Grenzen der Transparenz?

Nun noch, wie angekündigt, einige kritische Überlegungen zum Thema Transparenz. Eine Aufgabe der Nationalbank besteht darin, ihre Geldpolitik möglichst effizient umzusetzen. Wie wir gesehen haben, kann Transparenz dabei stark behilflich sein. Das Ziel ist und bleibt aber die wirksame Umsetzung der Geldpolitik und nicht die Transparenz an sich. Es gibt nun auch Gebiete, auf denen Transparenz nicht notwendig oder sogar von Nachteil ist.

Dazu gehören beispielsweise die Einzelheiten des Entscheidungsfindungsprozesses bei Zinsanpassungen. Wir entscheiden im Normalfall viermal jährlich an unseren Lagebeurteilungen über mögliche Zinsanpassungen. Die letzte Lagebeurteilung fand vor wenigen Tagen, am 21. März, statt. Wie an diesen Lagebeurteilungen üblich, wurde zuerst

die aktuelle wirtschaftliche Lage zusammengefasst. Danach wurden die geldpolitischen Alternativen erörtert. Anschliessend entschied das aus drei Personen bestehende Direktorium darüber, ob eine Zinsanpassung notwendig sei oder nicht. Der Entscheid wurde anschliessend in einer Medienmitteilung veröffentlicht und begründet. Wir verzichteten aber darauf, ein detailliertes Protokoll der Sitzung zu publizieren. Es bleibt der Öffentlichkeit somit vorenthalten, welche Mitglieder des Direktoriums sich mit welchen Argumenten für welche Politik eingesetzt haben.

Eine erste Begründung für dieses Vorgehen lautet, dass es sehr schwierig ist, mittels eines Protokolls die diversen Meinungen und vielfältigen Argumente korrekt wiederzugeben. Ein Protokoll kann keinen Anspruch auf Vollständigkeit erheben. Die Gefahr wäre gross, dass damit mehr Missverständnisse und Unsicherheiten generiert als vermieden würden. «Alles sollte so einfach wie möglich gemacht werden, aber nicht einfacher». Dieser Satz von Albert Einstein fasst meine Argumentation treffend zusammen. Lieber etwas gar nicht kommunizieren, als es durch die Zwänge der Kommunikation allzu stark zu vereinfachen und daher zu verfälschen.

Ein zweiter und meiner Meinung nach wichtigerer Grund dafür, keine detaillierten Sitzungs- und Abstimmungsprotokolle zu publizieren, liegt in der Gefahr, dass der Druck der Öffentlichkeit den heute sehr offenen und ehrlichen Meinungsbildungsprozess negativ beeinträchtigen könnte. Zinsentscheidungen werden meist im Konsens gefällt. Das heisst jedoch nicht, dass zu Beginn der Diskussionen nicht auch abweichende Meinungen ausgesprochen werden, die jedoch während der Diskussion meist zugunsten der Konsensentscheidung wieder aufgegeben werden. Eine Publikation wörtlicher Protokolle könnte diesen Meinungsbildungsprozess auf verschiedene Arten verfälschen. Durch das Wissen um eine latente Überwachung der Öffentlichkeit könnten unangenehme oder von der öffentlichen Meinung abweichende Standpunkte gar nicht erst geäussert werden. Die Person, die eine solche Meinung vertreten möchte, müsste befürchten, von aussen unter Druck zu kommen. Andererseits könnte eine permanente Überwachung durch die Öffentlichkeit zum Populismus ermuntern und den Anreiz geben, wohlgefällige Haltungen zu vertreten. Dies hätte fatale Folgen für die Geldpolitik. Die Kunst der Geldpolitik liegt nämlich auch darin, Wendepunkte in der Entwicklung der Inflation und der Konjunktur frühzeitig zu erkennen und entsprechend zu reagieren. Oft sind solche Wendepunkte für die breite Öffentlichkeit jedoch nur schwer oder mit Verspätung wahrzunehmen. Gerade in solchen Phasen ist der ungehinderte und offene Meinungs-austausch innerhalb des Direktoriums wichtig. Nur er ermöglicht letztlich geldpolitische Entscheidungen von hoher

Qualität. Eine permanente Überwachung aufgrund einer Publikation von Sitzungs- und Abstimmungsprotokollen wäre diesem offenen Meinungs austausch nicht zuträglich.

Schluss

Weil die Notenbanken einen starken Einfluss auf die Finanzmärkte ausüben, sind sie immer mehr in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. Deshalb ist in den letzten Jahren der Ruf nach mehr Transparenz laut geworden. Ein weiterer Grund für mehr Transparenz ist die zunehmende Einsicht, dass Transparenz die Wirkung der Geldpolitik stark fördert und deshalb auch aus geldpolitischer Sicht erstrebenswert ist. Schliesslich ist Unabhängigkeit auch unabdingbar mit einer Rechenschaftspflicht gegenüber der Gesellschaft verbunden. Diese Rechenschaftsablage erfordert ebenfalls Transparenz. Viele Punkte sprechen also für eine offene Haltung. Aus all diesen Gründen war es uns auch ein Anliegen, bei der Einführung unseres neuen geldpolitischen Konzepts vor zwei Jahren die Transparenz weiter zu verbessern.

Der Einfluss der Notenbanken auf die Zinsen und damit die Preise von Anlagegütern ist heute sehr gross. Bereits scheinbar nichtssagende Bemerkungen von Notenbankvertretern können innerhalb von Sekunden Werte schaffen, vernichten oder zwischen Schuldnern und Gläubigern umverteilen. Dadurch sind die Notenbanken auch immer stärker dem Kreuzfeuer der Kritik verschiedener Anspruchsgruppen ausgesetzt. Schweigen ist jedoch keine Alternative. Eine nach dem Prinzip einer «black box» funktionierende Notenbank würde schon sehr bald in Erklärungsnotstand geraten und dadurch ihre demokratische Legitimation und Glaubwürdigkeit verlieren. Angriff ist die beste Verteidigung, oder in anderen Worten: eine unabhängige Notenbank kann sich heutzutage nur noch legitimieren, indem sie an die Öffentlichkeit tritt, Transparenz schafft und ihrer Rechenschaftspflicht nachkommt. Transparenz ist der beste Schutz vor Angriffen gegen die Unabhängigkeit einer Notenbank.